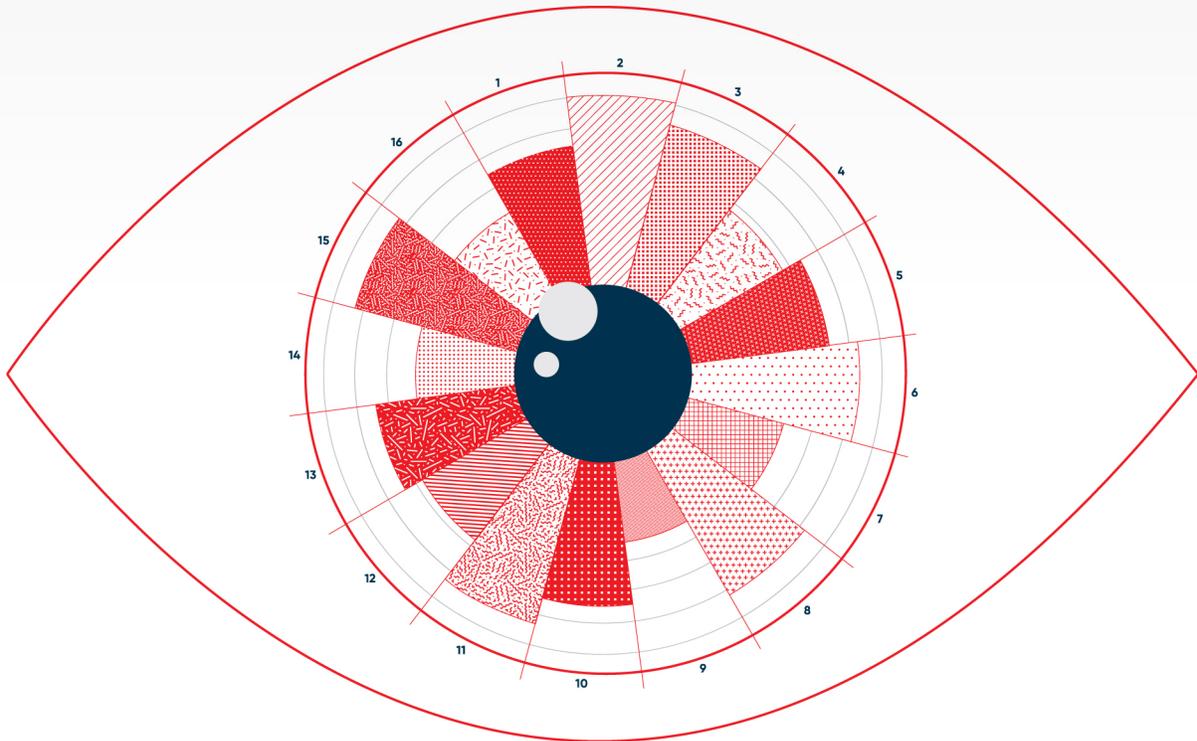


# Vision



Mensuel économique  
et financier

---

Janvier 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: James Duncan 416 869-8511  
Adjoint: Jonathan Egilo 416 507-8177

**John Sclodnick** 416 869-8044  
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 Storry-Robertson 416 507-8007

## Situations spéciales

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

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

## Technologie

**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

## 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 .....	29
Analyse sectorielle .....	36
› Liste de sélections FBN .....	37
› Glossaire des tableaux des analystes .....	38
› Recommandations des analystes .....	39
› Liste alphabétique des sociétés .....	64

# Points saillants



**Stéphane Marion**

Économiste et stratège en chef  
514 879-3781

## Économie

- › Au risque de nous répéter, la conjoncture économique mondiale continue d'être dictée par l'évolution de la pandémie et, sur ce front, les nouvelles ont été plutôt mauvaises ces derniers jours. Peu avant Noël, les autorités sanitaires britanniques ont déclaré avoir identifié un nouveau variant du virus SARS-CoV-2. Quelques jours plus tard, l'Afrique du Sud a fait une annonce similaire. Ces versions mutantes du virus ne semblent pas avoir un taux de mortalité plus élevé que leurs prédécesseurs, mais les milieux scientifiques préviennent qu'elles sont plus facilement transmissibles. Aux prises avec cette nouvelle forme de la COVID-19, le Royaume-Uni a décidé de resserrer ses mesures de confinement. D'autres pays européens lui ont emboîté le pas, notamment la France et l'Allemagne. Aux États-Unis, pendant ce temps, le nombre de nouveaux cas a continué d'augmenter, exerçant une pression énorme sur le système de santé. Difficile de penser que la croissance mondiale au premier trimestre ne sera pas affectée par ces développements. Malgré cet accès de faiblesse en début d'année, nous continuons de croire que l'économie mondiale connaîtra un puissant rebond en 2021. Notre prévision de croissance reste donc inchangée à +5.4%.
- › La situation épidémiologique aux États-Unis ne s'est pas améliorée depuis la publication de notre dernier Mensuel économique. Comme plusieurs experts le redoutaient, la période des fêtes a plutôt entraîné une recrudescence des cas de COVID-19 au pays de l'oncle Sam. Pendant ce temps, la campagne de vaccination lancée en décembre progresse à un rythme plus lent qu'anticipé. Au vu des retards sur ce front, il faudra très certainement attendre le deuxième trimestre avant d'assister à une remise en marche plus complète de l'économie. Étant donné l'évolution de la situation, nous avons décidé de réviser à la baisse nos prévisions de croissance pour le T4 2020 et le T1 2021. Selon nous, ce passage à vide sera compensé par une croissance plus forte au deuxième semestre, ce qui explique que nous ayons laissé inchangée à 3.8% notre prévision de croissance pour l'ensemble de 2021. En effet, malgré la détérioration des perspectives à court terme, certains développements récents laissent encore espérer un rebond solide en deuxième moitié d'année. D'abord, l'incertitude entourant la prochaine ronde d'aide budgétaire s'est enfin dissipée avec l'annonce d'une nouvelle enveloppe totalisant \$900 milliards. La conquête du Sénat par les démocrates, qui pourrait se traduire par encore plus d'aide budgétaire, ne fait qu'augmenter notre degré de conviction pour la période post-pandémique.
- › La pause des fêtes n'aura pas ralenti la progression de la COVID-19 en Ontario et au Québec. Les hospitalisations aux soins intensifs dépassent désormais le sommet de la première vague au Québec et l'Ontario affiche cette fois-ci un niveau comparable à celui de la province voisine. Cette évolution a amené les gouvernements

provinciaux à annoncer des mesures encore plus strictes pour limiter la propagation du virus qui risque de surcharger les hôpitaux. Les mesures annoncées par le Québec et l'Ontario signifient qu'une contraction de l'économie au premier trimestre est très probable. Toutefois, le recul anticipé au T1 (-3.9% annualisé) est sans commune mesure avec la chute vertigineuse enregistrée au deuxième trimestre de 2020 (-38.1%), alors qu'une fermeture généralisée de l'ensemble des services non essentiels avait été décrétée. La faiblesse économique ne devrait être que passagère et ne nous apparaît pas suffisante pour faire dérailler la reprise actuelle. L'annonce de vaccins efficaces contre la COVID-19 en fin d'année a renforcé la confiance des entreprises canadiennes. Cela nous laisse croire que, quand la pandémie sera maîtrisée, un solide rebond s'entamera.

## Taux d'intérêt et devise

- › Beaucoup de prévisions clés – pour l'économie réelle et par extension pour les marchés financiers – gardent un voile d'incertitude inconfortable. Mais même si la croissance trébuche au T1, comme cela semble de plus en plus probable, nous n'envisageons pas exactement une réédition de ce que nous avons vu en 2020 et cela concernera probablement surtout le Canada. De plus, nous serions tentés de qualifier cela de perturbation temporaire de la trajectoire d'une reprise par ailleurs solide.
- › Une réduction du rythme de l'assouplissement quantitatif par la BdC à \$3 milliards par semaine est encore très nécessaire puisque la part des obligations du Canada détenues par la banque centrale continue de progresser vers les 50%. Cependant, comme les cas de COVID se multiplient, la banque n'est pas vraiment en bonne posture pour réduire les mesures de stimulation à sa prochaine réunion, ne serait-ce que pour éviter un effet d'optique néfaste. La prochaine réduction d'un cran du rythme de l'AQ semble maintenant plus probable en mars, ou au plus tard en avril. Et bien que la trajectoire du virus soit sans conteste inquiétante, nous ne nous attendons pas à ce qu'elle entraîne la « mini » réduction des taux d'intérêt sur laquelle beaucoup ont spéculé.
- › Les prévisions de la Fed nous semblent-elles trop pessimistes ? Assurément. Mais en l'état actuel des choses, elle n'a pas grand-chose à gagner en modifiant rapidement ses prévisions publiées. Une approche prudente de la banque centrale est justifiée étant donné le niveau encore élevé d'incertitude. Nous pensons qu'elle fera montre de plus d'enthousiasme, en temps et lieu, à mesure que nos prévisions économiques plus optimistes se matérialiseront. Nous prévoyons que le rebond de l'inflation (et le chômage) culminera avec une première hausse des taux d'intérêt par la Fed au début de 2023. Mais auparavant, elle devra commencer à ralentir l'utilisation de son autre outil de politique monétaire – les achats d'actifs.
- › Les marchés s'attendent maintenant à ce que la Banque d'Angleterre réduise son taux directeur sous le zéro absolu cette année (il est à 0.1% actuellement), bien que les perspectives pour après la pandémie se soient améliorées avec la signature d'un accord commercial avec l'Union européenne. La banque centrale devrait publier sa position sur la question à l'issue de la prochaine réunion mensuelle de politique monétaire, mais les grands argentiers préparent d'ores et déjà le terrain pour une telle décision.
- › Le dollar canadien a terminé 2020 près d'un sommet inégalé depuis trois ans par rapport à l'USD. Bien que l'appréciation du huard reste principalement motivée par une faiblesse généralisée de l'USD, nous nous attendons à ce que la

# Points saillants

prochaine poussée du CAD soit nourrie par le prix des produits de base. Au moment de rédiger ces notes, notre cible pour la fin de 2021 est de CA\$1.20 pour 1 USD.

## Répartition des actifs et marché boursier

- › Les bourses du monde ont commencé 2021 avec un puissant bond de la ligne de départ. Le 8 janvier, l'indice MSCI Monde (tous pays) était en hausse de 2.8% atteignant un nouveau record grâce à un gain époustouflant des marchés émergents. Cette performance était une nouvelle fois attribuable à une expansion des ratios C/B.
- › La dernière vague d'enthousiasme a été motivée par la victoire démocrate inattendue aux élections sénatoriales partielles du 5 janvier en Géorgie. À notre avis, le contrôle par les démocrates de tous les leviers du pouvoir, exécutif et législatif, rend un programme additionnel d'aide et de relance budgétaire pour les États et les ménages très probable. La conviction du marché au sujet de la reprise économique a entraîné un redressement de la courbe des taux obligataires américaine inégalé depuis deux ans.
- › Aux premiers stades de la reprise économique, une courbe des taux à pente plus forte tend à favoriser les secteurs cycliques par rapport aux secteurs plus défensifs du marché boursier.

C'est exactement ce qui se produit en ce moment. Les paris sur la reprise de la croissance et la remontée des prix et des taux obligataires augmentent.

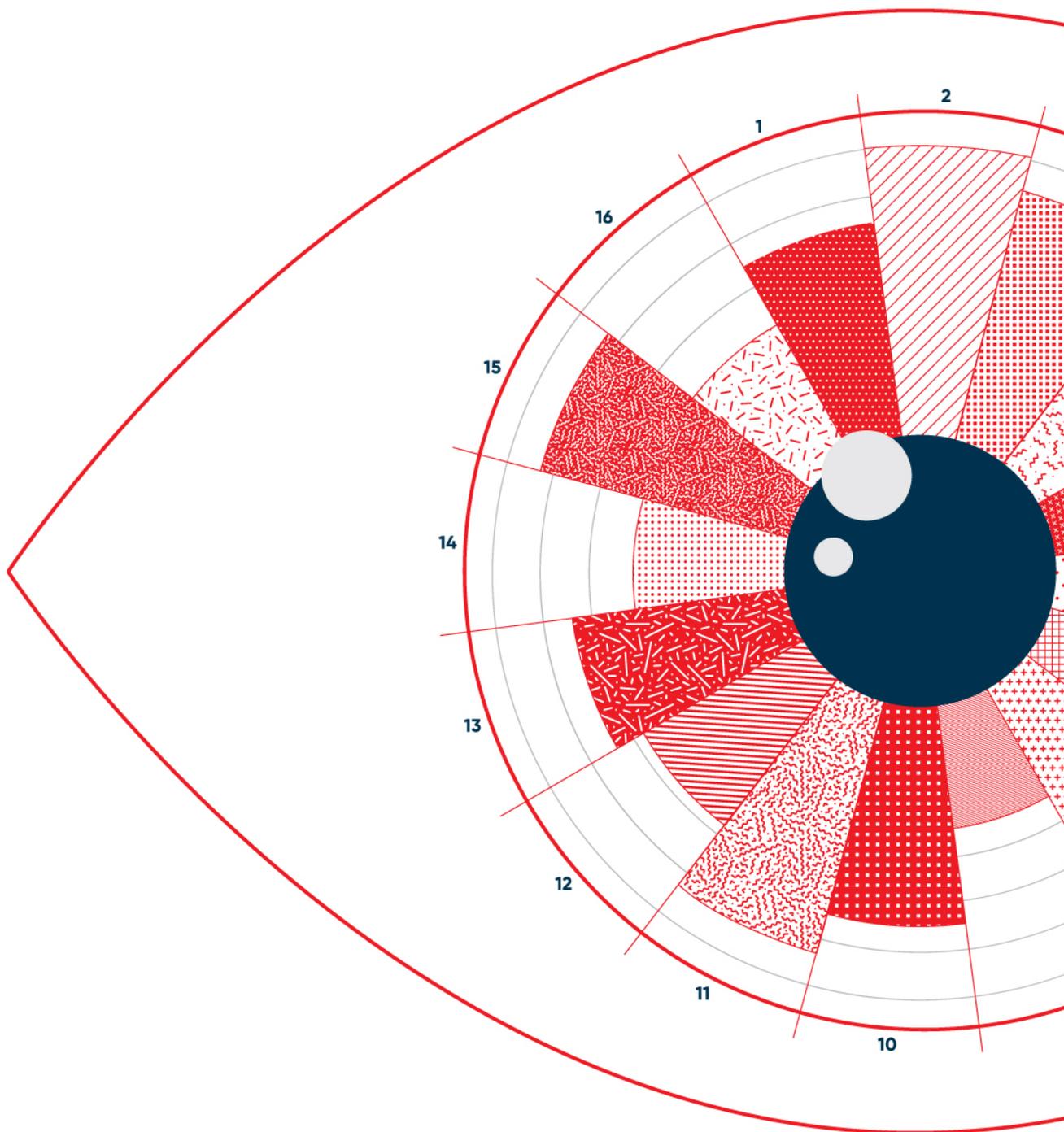
- › Personne ne s'en étonnera, dans un tel contexte l'indice S&P/TSX est performant. Après une année sans gloire par rapport aux autres places boursières du monde en 2020, le marché boursier canadien a enfin atteint un nouveau record en janvier 2021. Malgré la récente augmentation des actions canadiennes, le ratio C/B prévisionnel à 12 mois de l'indice S&P/TSX reste inférieur à celui de l'indice S&P 500 – 17 contre 23. À six points, l'écart entre les deux ratios n'a jamais été aussi grand, cela mérite d'être relevé.
- › Notre répartition des actifs demeure inchangée ce mois-ci. Les actions restent surpondérées par rapport à notre portefeuille de référence et les titres à revenu fixe, sous-pondérés. Pour le moment, nous sommes d'un optimisme prudent et nous attendons à ce que la faiblesse passagère de l'activité économique et des bénéfices soit corrigée par une augmentation des mesures de stimulation budgétaires et monétaires.

## Rotation sectorielle FBN

Secteurs du S&P/TSX	Pondération*	Recommandation	Variation
Énergie	11.6	Équipondérer	
Matériaux	13.7	Équipondérer	
Industrie	12.6	Équipondérer	
Consommation discrétionnaire	3.9	Équipondérer	
Consommation de base	3.7	Équipondérer	
Santé	1.3	Équipondérer	
Finance	29.8	Surpondérer	
Technologies de l'information	10.3	Sous-pondérer	
Services de télécommunications	4.9	Équipondérer	
Services publics	5.1	Équipondérer	
Immobilier	3.1	Sous-pondérer	
<b>Total</b>	<b>100</b>		

\* Au 08 Janvier 2021

# L'économie



# L'économie



**Matthieu Arseneau**  
Chef économiste adjoint  
514 879-2252



**Jocelyn Paquet**  
Économiste  
514 412-3693

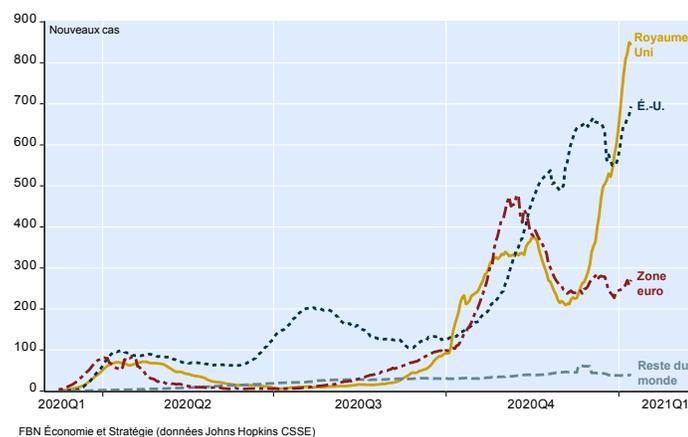
## Monde : La course aux vaccins

Au risque de nous répéter, la conjoncture économique mondiale continue d'être dictée par l'évolution de la pandémie et, sur ce front, les nouvelles ont été plutôt mauvaises ces derniers jours. Peu avant Noël, les autorités sanitaires britanniques ont déclaré avoir identifié un nouveau variant du virus SARS-CoV-2. Quelques jours plus tard, l'Afrique du Sud a fait une annonce similaire. Ces versions mutantes du virus ne semblent pas avoir un taux de mortalité plus élevé que leurs prédécesseurs, mais les milieux scientifiques préviennent qu'elles sont plus facilement transmissibles.

Aux prises avec cette nouvelle forme de la COVID-19, le Royaume-Uni a décidé de resserrer ses mesures de confinement. D'autres pays européens lui ont emboîté le pas, notamment la France et l'Allemagne. Aux États-Unis, pendant ce temps, le nombre de nouveaux cas a continué d'augmenter, exerçant une pression énorme sur le système de santé.

## Monde : La pandémie fait toujours rage

Nouveaux cas de COVID-19 par million d'habitants, moyenne mobile sur 7 jours



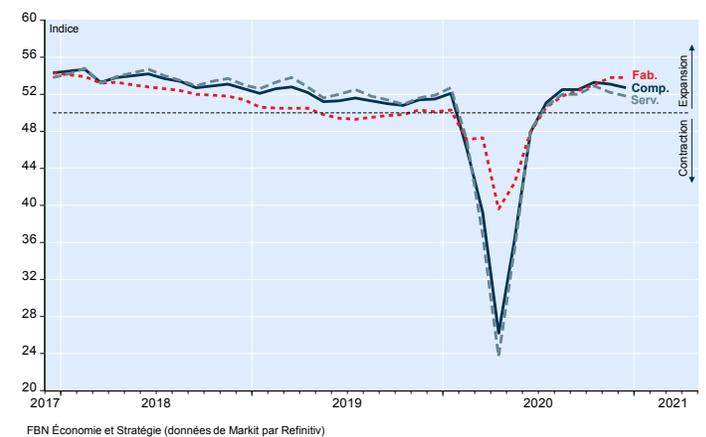
Difficile de penser que la croissance mondiale au premier trimestre ne sera pas affectée par ces développements. Une nouvelle contraction du PIB dans la zone euro et au Royaume-Uni semble de plus en plus probable. Un ralentissement est aussi prévisible aux États-Unis (voir plus bas).

Malgré cet accès de faiblesse en début d'année, nous continuons de croire que l'économie mondiale connaîtra un puissant rebond en 2021. Notre prévision de croissance reste donc inchangée à +5.4%. Notre optimisme s'appuie sur différents éléments. D'abord,

force est de reconnaître que, malgré les coûts humains astronomiques engendrés par la pandémie, les mesures en place aujourd'hui à l'international pour endiguer le virus ont moins d'impact sur l'économie que durant la première vague. L'indice PMI de Markit continuait d'indiquer une expansion plutôt solide du secteur privé au mois de décembre.

## Monde : L'expansion se poursuit malgré la vague de cas de COVID-19

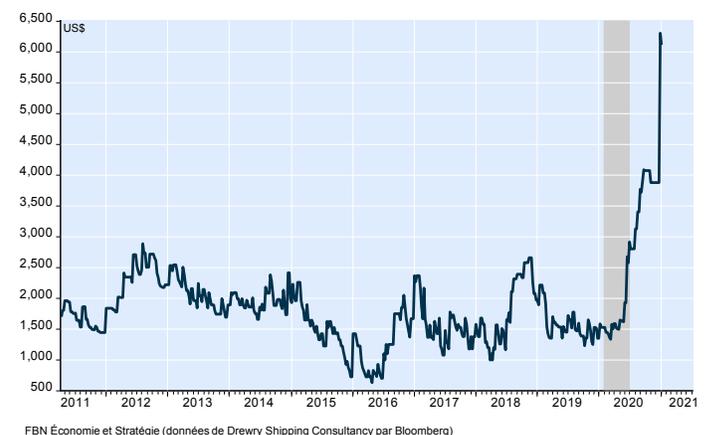
Indice PMI JPMorgan de la fabrication mondiale, dernière observation : décembre 2020



Dans le secteur manufacturier, la pression sur les capacités commence déjà à se faire sentir comme en atteste l'explosion des coûts de transport.

## Monde : Le rebond de la demande fait grimper les coûts de transport

Coût de référence pour transporter un conteneur de 40 pieds de Hong Kong à Los Angeles

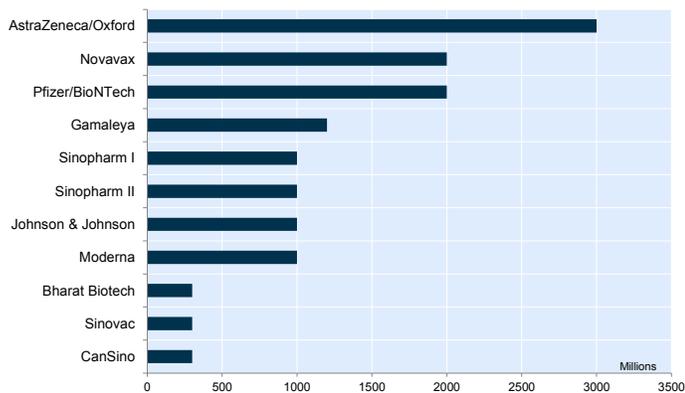


# L'économie

La performance du secteur des services était certes moins impressionnante, mais cela n'a rien d'étonnant dans le contexte actuel. À moyen terme, nous croyons que le celui-ci bénéficiera du déploiement de vaccins efficaces, surtout dans les économies avancées, qui devraient être les premières à immuniser leur population. Quant à savoir si les entreprises qui produisent ces vaccins parviendront à répondre à la demande, les objectifs de production avancés par ces dernières permettent un optimisme prudent. Pfizer/BioNTech promet 2 milliards de doses d'ici la fin de l'année 2021. Moderna, pendant ce temps, compte en produire entre 600 millions et 1 milliard. Astra-Zeneca/Oxford détient la plus grande capacité de production et espère produire jusqu'à 3 milliards de doses cette année. D'autres vaccins potentiels en cours d'homologation (Johnson & Johnson et Novavax, entre autres) pourraient s'ajouter au lot. Si tout se passe comme prévu, ce sont plus de 12 milliards de doses qui pourraient être rendues disponibles au cours de l'année, suffisamment pour inoculer la grande majorité de la population mondiale.

## Monde : Des vaccins produits à la vitesse grand V

Estimation du nombre de doses de vaccins produites au cours de l'année 2021



NBF Economics and Strategy (données du Financial Times)

D'un point de vue économique, cette vaste campagne de vaccination devrait permettre un retour graduel à la normale. Comme nous le mentionnons plus haut, les économies avancées devraient être les premières à en sentir les effets, mais les pays en développement (surtout ceux qui produisent des matières premières) ne seront pas en reste puisqu'ils bénéficieront d'un regain de la demande mondiale.

La relance pourrait être d'autant plus vigoureuse maintenant que certaines incertitudes ont été balayées. Au Royaume-Uni, la possibilité d'un Brexit dur a été écartée avec la signature, le 24 décembre, d'un accord commercial avec l'Union européenne. Aucun tarif ou quota ne sera imposé sur les marchandises circulant entre les deux territoires. La question des services, par contre, reste plus nébuleuse. Aussi imparfaite soit-elle, cette entente permettra tout de même d'éviter le chaos qui aurait inévitablement suivi une sortie du Royaume-Uni de la zone de libre-échange européenne.

Autre nouvelle encourageante, après de longues délibérations, les dirigeants de l'UE ont finalement adopté un budget de €1,800 milliards après la levée par la Hongrie et la Pologne de leur opposition à un nouveau mécanisme liant les paiements au respect de certains principes de droit. L'accord signifie aussi que l'UE pourra faire avancer la législation visant la création d'un fonds de relance de €750 milliards dont les sommes devraient parvenir aux États membres en deuxième moitié d'année. Sur ce montant, environ €390 milliards seront distribués sous forme de subventions, financées par l'émission de titres d'emprunt paneuropéens par la Commission européenne. Le reste sera offert sous forme de prêts.

La route est encore longue et semée d'embûches pour l'économie mondiale, mais il semble que la lueur au bout du tunnel brille un peu plus fort chaque jour.

## Perspectives mondiales

	2020	2021	2022
Économies avancées	-5.6	4.3	3.4
États-Unis	-3.5	3.8	3.5
Zone euro	-8.3	4.9	3.8
Japon	-5.7	4.3	2.0
Royaume-Uni	-11.5	5.5	5.0
Canada	-5.4	3.7	4.0
Australie	-3.4	3.2	3.0
Corée du Sud	-1.8	3.4	2.7
Économies émergentes	-3.0	6.2	4.9
Chine	2.1	8.2	5.8
Inde	-10.0	9.5	8.0
Mexique	-9.2	3.9	2.8
Brésil	-5.6	3.4	2.7
Russie	-4.2	3.0	2.5
<b>Monde</b>	<b>-4.1</b>	<b>5.4</b>	<b>4.2</b>

FBN Économie et Stratégie (données FBN et Consensus Economics)

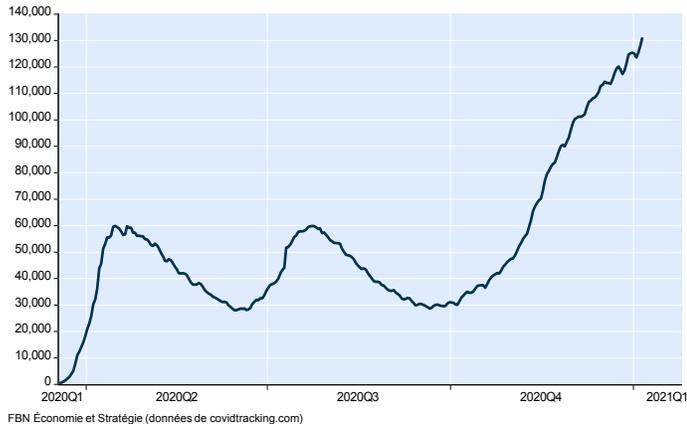
## États-Unis : Washington sauve (encore) la mise

La situation épidémiologique aux États-Unis ne s'est pas améliorée depuis la publication de notre dernier Mensuel économique. Comme plusieurs experts le redoutaient, la période des fêtes a plutôt entraîné une recrudescence des cas de COVID-19 au pays de l'oncle Sam. En conséquence, le nombre d'hospitalisations est désormais plus du double de ce qu'il était lors des deux premières vagues d'infection.

# L'économie

## États-Unis : Le virus fait toujours rage

Nombre d'hospitalisations de patients atteints de la COVID-19

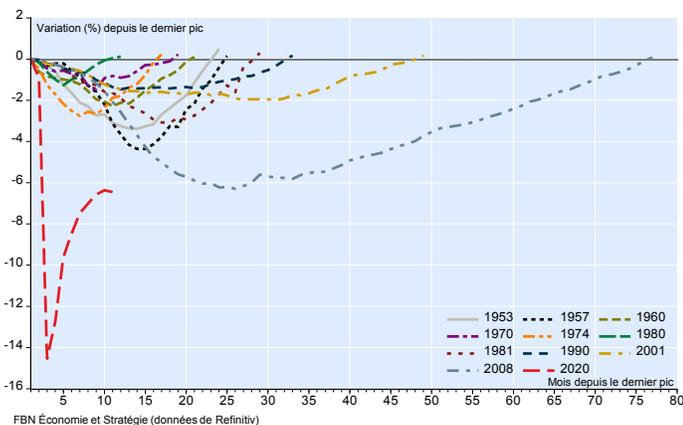


Pendant ce temps, la campagne de vaccination lancée en décembre progresse à un rythme plus lent qu'anticipé. Au moment d'écrire ces lignes, environ 12 millions d'Américains avaient reçu au moins une dose du vaccin. Rappelons que les autorités sanitaires avaient prévu d'inoculer environ 20 millions de personnes avant la fin de 2020. Au vu des retards sur ce front, il faudra très certainement attendre le deuxième trimestre avant d'assister à une remise en marche plus complète de l'économie. D'ici là, plusieurs mesures de distanciation sociale devront être maintenues ou renforcées pour alléger la pression sur les hôpitaux. Ces restrictions pèseront très certainement sur la croissance à la fin du T4 et au T1 dans l'ensemble.

Un ralentissement était déjà bien visible dans les données sur l'emploi de décembre. Les effectifs salariés non agricoles ont chuté de 140K au cours du mois, marquant le premier recul depuis avril. Bien que les pertes aient été concentrées dans le secteur des loisirs et de l'hébergement, le tableau d'ensemble demeurerait assez sombre. L'emploi total se situe toujours à 6.5% (ou 9.8 millions) en deçà de son niveau d'avant la pandémie, un recul similaire à celui observé au pire moment de la récession de 2008-2009.

## États-Unis : La reprise de l'emploi freinée par la COVID-19

Effectifs salariés non agricoles, variation depuis le précédent pic



Autre fait à noter, le nombre d'Américains qui cherchaient du travail depuis 27 semaines ou plus a grimpé à 4.0 millions, le plus haut niveau en 7 ans. Les conséquences du chômage augmentant avec la durée, le gonflement des rangs des chômeurs de longue durée est un indicateur à surveiller de près dans les mois à venir.

## États-Unis : La COVID laissera des cicatrices sur le marché du travail

Nombre de chômeurs de longue durée (plus de 27 semaines)

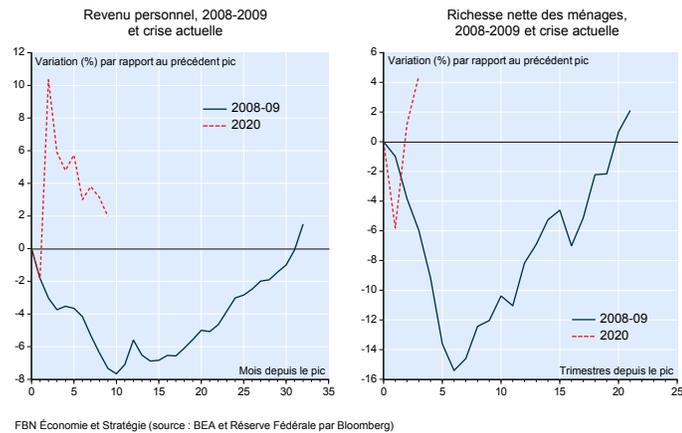


Malgré la détérioration des perspectives à court terme, certains développements récents laissent encore espérer un rebond solide en deuxième moitié d'année. D'abord, l'incertitude entourant la prochaine ronde d'aide budgétaire s'est enfin dissipée avec l'annonce d'une nouvelle enveloppe totalisant \$900 milliards. L'entente paraphée au Congrès prévoit notamment l'envoi de chèques d'une valeur de \$600 à la plupart des Américains, l'extension des programmes d'assurance chômage spéciaux mis en place pour faire face à la pandémie (*Pandemic Unemployment Assistance et Pandemic Emergency Unemployment Compensation*), une bonification de \$300 de l'assurance chômage régulière jusqu'à la mi-mars et un ajout de \$284 milliards au principal programme de prêt d'urgence aux entreprises (*Paycheck Protection Program*).

L'adoption de ce projet de loi devrait limiter les dégâts jusqu'à ce qu'une immunité de masse soit atteinte et soutenir la croissance par la suite. Gardons à l'esprit que le revenu personnel des ménages a augmenté substantiellement depuis le début de la crise grâce aux généreux programmes d'aide de Washington. Ces gains ont permis aux consommateurs d'accumuler environ \$1,400 milliards d'épargne excédentaire (environ 6.5% du PIB), une réserve qui pourra être mise à contribution tout au long de l'année 2021. Cette hausse de l'épargne, combinée à une flambée du prix des actifs financiers et immobiliers, a aussi causé un vif rebond de la richesse nette des ménages, autre fait encourageant comparativement à la chute brutale (et à la reprise lente) de la dernière récession.

# L'économie

## États-Unis : Les ménages toujours en bonne posture financière



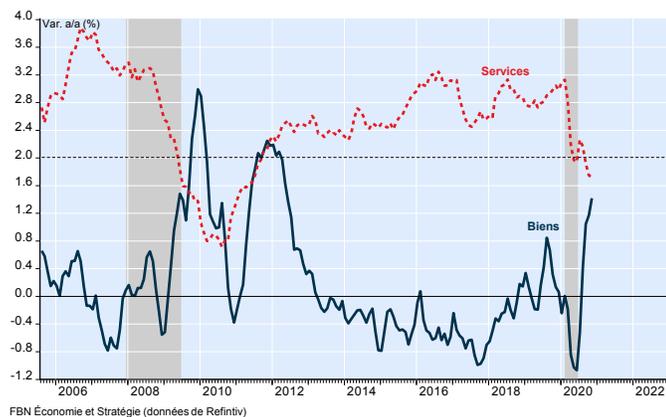
Étant donné l'évolution de la situation, nous avons décidé de réviser à la baisse nos prévisions de croissance pour le T4 2020 et le T1 2021. Selon nous, ce passage à vide sera compensé par une croissance plus forte au deuxième semestre, ce qui explique que nous ayons laissé inchangée à 3,8% notre prévision de croissance pour l'ensemble de 2021. La conquête du Sénat par les démocrates, qui pourrait se traduire par encore plus d'aide budgétaire, ne fait qu'augmenter notre degré de conviction pour la période post-pandémique.

À l'instar de la croissance, l'inflation devrait aussi se raffermir au deuxième semestre. Dans ses projections de décembre, la Réserve fédérale estimait que l'inflation d'ensemble n'atteindrait le seuil des 2% qu'en 2023. Nous croyons que cela se produira beaucoup plus tôt. Voici pourquoi.

Tout d'abord, il est important de noter que l'inflation bénéficiera d'un rebond mécanique au T1 et au T2 de 2021, puisque les données sur 12 mois renverront aux premiers mois de la crise, moment où les prix étaient en chute libre. Mais il y aura plus dans ce rebond que de simples considérations mécaniques. Comme nous l'avons déjà dit maintes fois, la reprise actuelle est tirée par le secteur des biens, phénomène qui se reflète actuellement dans les données de l'IPC. Alors que l'inflation des biens de base est à son plus haut depuis 10 ans, celle des services de base est à son plus bas en une décennie.

## États-Unis : Les préférences des consommateurs affectent l'IPC

Inflation de base selon l'IPC. Dernière observation : novembre 2020



Que se passera-t-il une fois que l'économie se remettra complètement en marche? Il est probable que beaucoup de personnes souhaiteront reprendre les activités qu'elles ont été forcées de délaissier pendant la crise (restaurant, voyages, etc.). Cela devrait causer un rebond rapide des prix des services, surtout dans un contexte où certaines capacités de production auront été détruites.

Un rebond de la composante logement – qui représente près du tiers de l'IPC total – est aussi à prévoir. Les prix dans cette catégorie ont chuté au cours de la dernière année, mais, contrairement à ce qui a été observé dans les précédentes récessions, ce recul n'était pas attribuable à une faiblesse du secteur résidentiel. La baisse a plutôt été engendrée par certaines mesures d'urgence mises en place par Washington, notamment les moratoires sur les expulsions dans le secteur locatif. Rappelons qu'un loyer impayé que les propriétaires renoncent à percevoir est compté comme une réduction du loyer dans l'estimation de l'IPC. Un rattrapage est très possible lorsque ces mesures expireront.

## États-Unis : Le coût du logement artificiellement bas

Indice des prix à la consommation, coût du logement



Passons maintenant à l'inflation des biens. N'y a-t-il pas lieu de penser qu'elle diminuera une fois que les gens réaffecteront leurs dépenses aux services? Peut-être, mais probablement pas suffisamment pour compenser la hausse des services. La demande excède déjà l'offre dans le secteur manufacturier si l'on en croit l'augmentation des délais de livraison et la hausse des prix des intrants.

## États-Unis : La chaîne d'approvisionnement sous pression...

Indice ISM manufacturier



# L'économie

Cette situation pourrait perdurer vu la hausse du prix des matières premières et la baisse de la valeur du dollar américain.

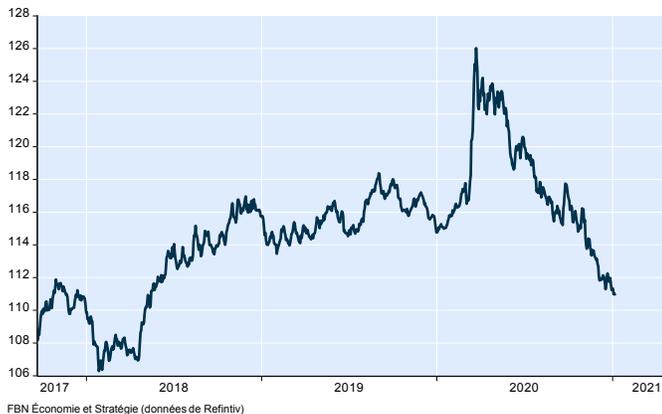
## ... alors que le prix des matières premières augmentent...

Indice CRB du prix des métaux et prix d'un baril de pétrole Brent



## ...et que le dollar américain se déprécie rapidement

Dollar américain pondéré en fonction des échanges commerciaux



Compte tenu de ces éléments, nous prévoyons que l'inflation d'ensemble atteindra 2% d'ici la fin de l'année. Plus loin dans le temps, la trajectoire de l'IPC dépendra de la réaction de la banque centrale. La Fed a déjà déclaré qu'elle tolérerait une inflation supérieure à 2.0% pendant un certain temps, mais la question reste de savoir combien de temps elle le ferait et quelle serait l'ampleur de la divergence qu'elle serait prête à accepter. Étant donné qu'il faudra probablement du temps pour retrouver le plein emploi (un objectif maintenant inscrit dans le mandat officiel de la banque centrale), nous voyons la Fed ignorer largement la hausse de l'inflation.

## Canada : Contraction du PIB au T1?

La pause des fêtes n'aura pas ralenti la progression de la COVID-19 en Ontario et au Québec. Les hospitalisations aux soins intensifs dépassent désormais le sommet de la première vague au Québec et l'Ontario affiche cette fois-ci un niveau comparable à celui de la province voisine. Cette évolution a amené les gouvernements provinciaux à annoncer des mesures encore plus strictes pour limiter la propagation du virus qui risque de surcharger les hôpitaux. Les gouvernements veulent éviter de mettre en place des protocoles de priorisation et une intensification du délestage. Les mesures annoncées par le Québec et l'Ontario signifient qu'une contraction de l'économie au premier trimestre est très probable. Les commerces non essentiels continueront de tourner au ralenti et certains secteurs doivent réduire leurs activités au minimum. Pour l'instant, les nouvelles mesures annoncées sont en place jusqu'au début du mois de février, mais on ne peut pas écarter la possibilité que le confinement soit prolongé, qu'il devienne plus restrictif ou que d'autres provinces emboîtent le pas. Toutefois, le recul anticipé au T1 (-3.9% annualisé) est sans commune mesure avec la chute vertigineuse enregistrée au deuxième trimestre (-38.1%) alors qu'une fermeture généralisée de l'ensemble des services non essentiels avait été décrétée.

## Canada : Séjours aux soins intensifs en cours liés à la COVID-19

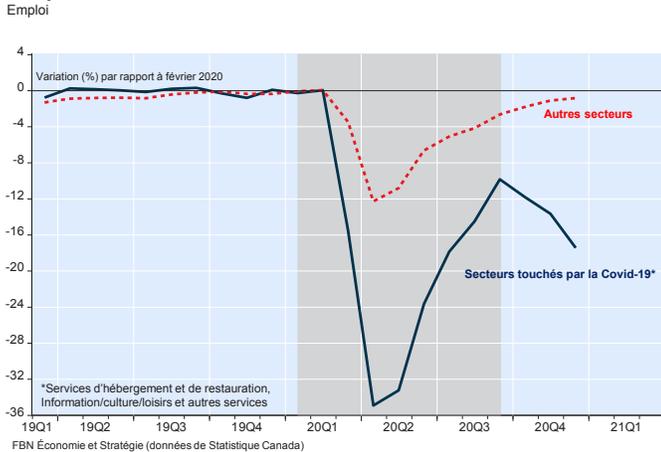
Hospitalisations aux soins intensifs par million d'habitants



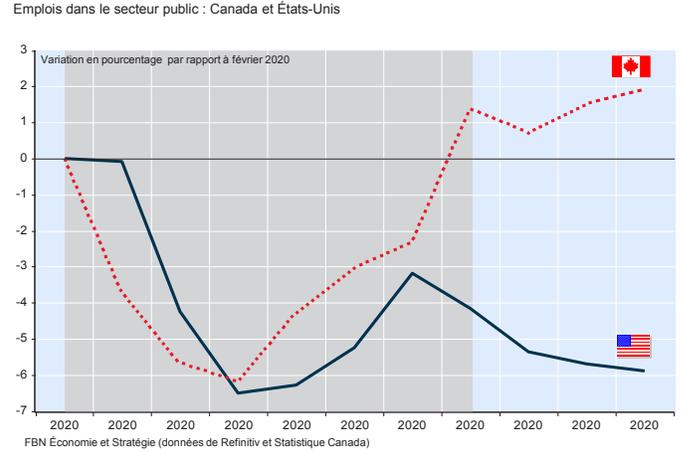
Déjà en fin d'année, la reprise économique donnait des signes d'essoufflement. En décembre, les emplois ont reculé pour la première fois depuis le mois d'avril. Les heures travaillées en baisse de 0.3% durant le mois laissent présager une baisse du PIB au dernier mois de l'année. La deuxième vague de COVID-19 est directement responsable de cette contraction, les secteurs des services d'hébergement et de restauration, de l'information/loisirs et autres services enregistrant un repli total de 106K emplois, une troisième contraction de suite. Cependant, nous sommes rassurés de voir que les autres secteurs sont restés résilients.

# L'économie

## Les pertes restent limitées aux secteurs vulnérables à la Covid-19



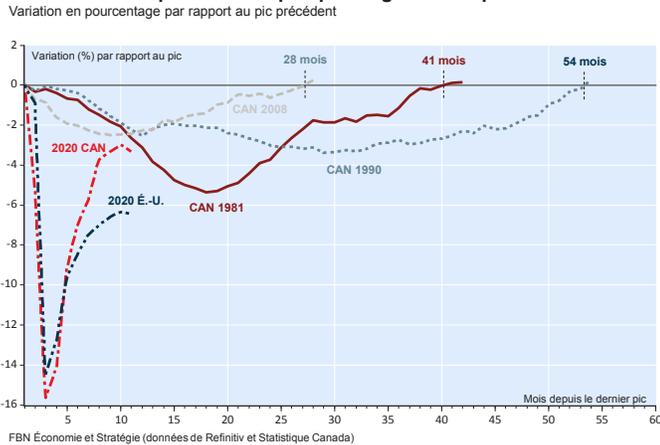
## Canada : Emplois du secteur public à un sommet



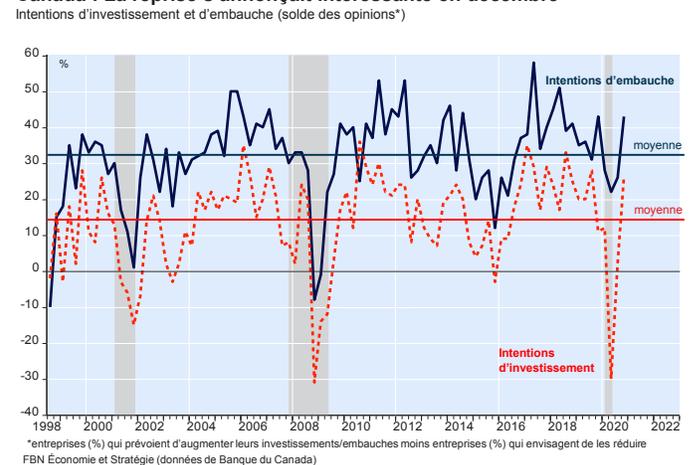
Malgré ce recul, la récupération des emplois perdus au Canada est bien en avance sur celle des États-Unis. En effet, l'emploi était inférieur de 3% à son niveau de février au Canada alors que c'est environ le double aux États-Unis.

La faiblesse économique que nous anticipons pour le Canada au T1 ne devrait être que passagère et ne nous apparaît pas suffisante pour faire dérailler la reprise actuelle. L'annonce de vaccins efficaces contre la COVID-19 en fin d'année a renforcé la confiance des entreprises canadiennes comme en témoigne l'Enquête sur les perspectives des entreprises de la Banque du Canada. Les intentions d'embauche et d'investissement se sont fortement améliorées sur un trimestre même si la deuxième vague était déjà bien entamée. Cela nous laisse croire que, quand la pandémie sera maîtrisée, un solide rebond s'entamera.

## Canada : Une reprise de l'emploi plus vigoureuse qu'aux États-Unis



## Canada : La reprise s'annonçait intéressante en décembre



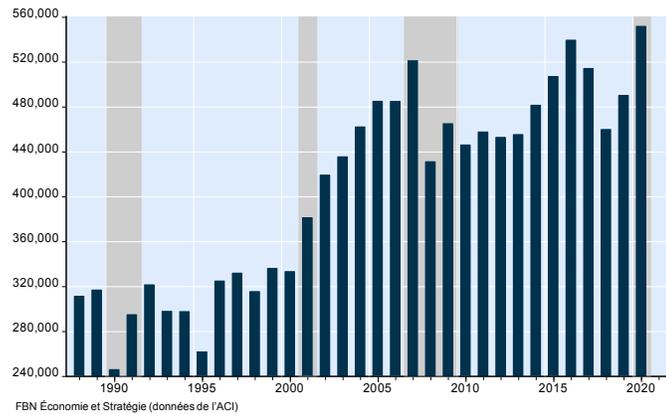
Cette différence de performance s'explique en partie par une divergence de l'emploi du secteur public. Au Canada, les emplois gouvernementaux atteignent un nouveau sommet alors que, aux États-Unis, ils demeurent à 6% en dessous du niveau de février 2020. Aux États-Unis, la plupart des gouvernements des États et des municipalités sont dans l'obligation d'équilibrer leurs budgets. La faiblesse des revenus actuels force donc certains d'entre eux à réduire leurs effectifs, ce qui nuit à la relance.

La performance du marché immobilier en fin d'année laisse aussi penser que la confiance des ménages n'est pas affectée outre mesure par l'évolution de la pandémie. Les trois plus grandes villes du pays ont affiché des niveaux de ventes records pour un mois de décembre. Malgré les pertes d'emplois et une baisse radicale de l'immigration, les ventes de maisons en 2020 ont connu une année record au pays.

# L'économie

## Canada : Des ventes records malgré la pandémie

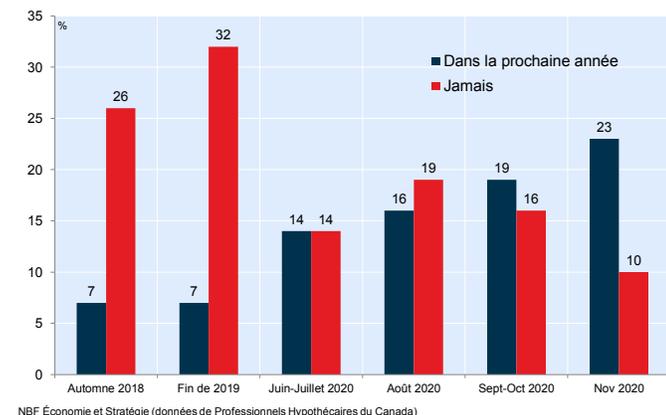
Ventes de logements (annuel)



Comment expliquer cette étonnante résilience? Les interventions du gouvernement pour soutenir le revenu des ménages ainsi que les dispositions de report de paiement offertes par les institutions financières ont certes joué un rôle pour atténuer l'impact des pertes d'emplois. Les taux d'intérêt, qui sont au plus bas, sont aussi un facteur. Mais il y a plus. Une enquête menée par Professionnels hypothécaires du Canada à différents moments avant et pendant la pandémie révèle des changements profonds des préférences des ménages qui pourraient avoir entretenu la vigueur du marché immobilier résidentiel pendant l'année. Le pourcentage de non-propriétaires qui aspirent à acheter un logement dans l'année à venir a régulièrement augmenté depuis le début de la pandémie, passant de 7% à la fin de 2019 à 23% en novembre 2020. À l'opposé, seulement 10% des non-propriétaires ne souhaitent jamais accéder à la propriété, comparativement à 32% avant la pandémie.

## Canada: La pandémie a accentué le désir d'accession à la propriété

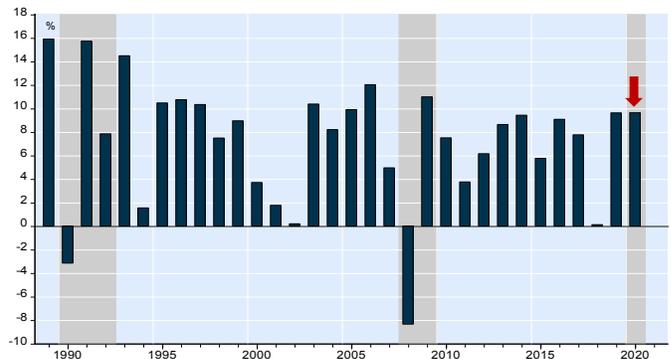
Période durant laquelle les non-propriétaires planifient faire l'achat d'une première maison, % des répondants



Cette surprenante vigueur du marché de l'immobilier résidentiel s'est traduite par une hausse de 8.6% des prix des logements en 2020. Or, cette hausse combinée au redressement spectaculaire des marchés financiers depuis mars dernier signifie que les ménages bénéficient d'un effet de richesse significatif en 2020. Selon nos calculs, un ménage représentatif a vu son bilan s'améliorer de 9.6% en 2020. Cette situation sans précédent pendant la première année d'une récession devrait aider à entretenir la résilience de l'économie en 2021.

## Canada : Un important effet de richesse positif malgré la pandémie

Rendement annuel de l'actif d'un Canadien représentatif\*



\* Immobilier 35%, actifs financiers 65% (Répartition selon le portefeuille de référence FBN : obligations 29%, S&P TSX 13%, S&P 500 13%, MSCI EAEO 3%, MSCI Marchés émergents 3%, liquidités 3%), rééquilibrage mensuel  
FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

L'envolée des cas de COVID-19 des dernières semaines et les mesures sanitaires plus strictes au Québec et en Ontario signifient selon nous que l'économie canadienne n'échappera pas à une contraction au premier trimestre. Nous abaissons par conséquent notre prévision de croissance pour 2021 de 4.3% à 3.7%. Toutefois, nous avons toujours la conviction que les ingrédients sont en place pour une relance durable par la suite. Les vaccins permettent d'espérer un retour graduel à la normale à partir du deuxième trimestre. Le gouvernement fédéral prévoit désormais que pas moins de 20 millions de Canadiens pourraient être vaccinés d'ici juin. D'ici là, il maintient des programmes en place pour soutenir les ménages et les entreprises en difficulté.

# 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)	3.8	3.5	(2.5)	3.2	3.3
Dépenses personnelles	2.7	2.4	(3.8)	4.5	3.8	(2.3)	3.5	3.6
Construction résidentielle	(0.6)	(1.7)	4.3	3.6	0.0	7.3	(0.8)	0.0
Investissements des entreprises	6.9	2.9	(4.6)	3.0	2.6	(3.5)	2.9	2.1
Dépenses publiques	1.8	2.3	1.0	(0.6)	1.5	(0.8)	0.5	2.0
Exportations	3.0	(0.1)	(13.3)	6.6	6.8	(12.5)	8.2	6.0
Importations	4.1	1.1	(10.2)	8.1	3.1	(4.2)	3.9	3.0
Variation des stocks (milliards \$)	53.4	48.5	(79.3)	53.7	45.7	54.6	40.2	33.3
Demande intérieure	3.0	2.3	(2.8)	3.3	3.1	(1.8)	2.7	3.0
Revenu réel disponible	3.6	2.2	6.3	(0.9)	1.9	4.9	0.5	2.0
Emploi des salariés	1.6	1.4	(5.7)	1.7	2.7	(6.1)	2.5	2.5
Taux de chômage	3.9	3.7	8.1	6.3	5.3	6.8	5.8	5.0
Taux d'inflation	2.4	1.8	1.3	2.3	2.3	1.2	2.4	2.4
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							
	08/01/21	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	0.08	0.10	0.10	0.10	0.15	0.09	0.15	0.40
Obligations fédérales								
2 ans	0.14	0.20	0.25	0.30	0.35	0.13	0.35	0.75
5 ans	0.49	0.55	0.65	0.75	0.85	0.36	0.85	1.25
10 ans	1.13	1.20	1.30	1.40	1.45	0.93	1.45	1.70
30 ans	1.87	1.90	1.95	2.00	2.00	1.65	2.00	2.15
Taux de change								
US\$/Euro	1.23	1.20	1.24	1.25	1.23	1.22	1.23	1.19
YEN/\$US	104	100	103	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	3.9	1.7	3.6	3.9	3.6
IPC (var. a/a %)	2.1	0.4	1.3	1.2	1.6	3.0	2.3	2.4
IPC de base (var. a/a %)	2.2	1.3	1.7	1.6	1.6	2.5	1.9	2.0
Taux de chômage (%)	3.8	13.1	8.8	6.8	6.8	6.4	6.1	5.8

# 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)	3.7	4.0	(3.7)	3.2	3.1
Dépenses personnelles	2.5	1.6	(6.2)	4.4	4.0	(3.7)	3.1	2.9
Construction résidentielle	(1.7)	(0.2)	1.6	1.5	1.9	4.0	(2.0)	1.8
Investissements des entreprises	3.1	1.1	(12.2)	1.5	7.1	(11.4)	5.0	6.8
Dépenses publiques	3.2	1.7	(0.0)	2.7	2.0	0.8	2.0	2.0
Exportations	3.7	1.3	(9.9)	4.8	4.6	(7.4)	4.1	4.7
Importations	3.4	0.4	(11.8)	6.8	4.3	(7.0)	3.9	4.5
Variation des stocks (millions \$)	15,486	18,766	(17,886)	6,000	13,000	(5,000)	10,000	13,000
Demande intérieure	2.5	1.4	(4.6)	3.4	3.5	(2.7)	2.5	2.9
Revenu réel disponible	1.5	2.2	8.2	(4.3)	0.2	4.4	(2.4)	1.1
Emploi	1.3	2.1	(5.2)	3.7	2.6	(2.9)	1.9	2.3
Taux de chômage	5.8	5.7	9.5	8.5	7.5	8.7	7.9	7.2
Taux d'inflation	2.3	1.9	0.7	2.3	2.2	0.9	2.3	2.1
Bénéfices avant impôts	3.8	0.6	(8.5)	11.8	5.4	(0.1)	4.0	6.0
Compte courant (milliards, \$)	(52.2)	(47.4)	(43.4)	(49.0)	(44.5)	....	....	....

\* Sauf indication contraire.

## Scénario financier\*\*

	actuel					2020	2021	2022
	08/01/21	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	0.06	0.10	0.15	0.15	0.20	0.07	0.20	0.35
Obligations fédérales								
2 ans	0.20	0.20	0.25	0.35	0.45	0.20	0.45	0.65
5 ans	0.45	0.50	0.55	0.60	0.70	0.39	0.70	0.90
10 ans	0.82	0.85	0.95	1.05	1.10	0.68	1.10	1.30
30 ans	1.43	1.45	1.50	1.50	1.55	1.21	1.55	1.65
Taux de change								
CAD par USD	1.27	1.29	1.26	1.25	1.20	1.27	1.20	1.25
Prix du pétrole (WTI), \$U.S.	51	47	50	52	57	48	57	53

\*\* 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	6.6	(3.9)	7.5	5.6	4.0
IPC (var. a/a %)	1.8	0.0	0.3	0.9	1.3	2.7	2.7	2.3
IPC ex. aliments et énergie (var. a/a %)	1.8	1.0	0.6	1.1	1.0	1.8	2.3	1.9
Taux de chômage (%)	6.3	13.0	10.0	8.7	9.2	8.7	8.2	7.9

# L'économie

## Prévisions économiques provinciales

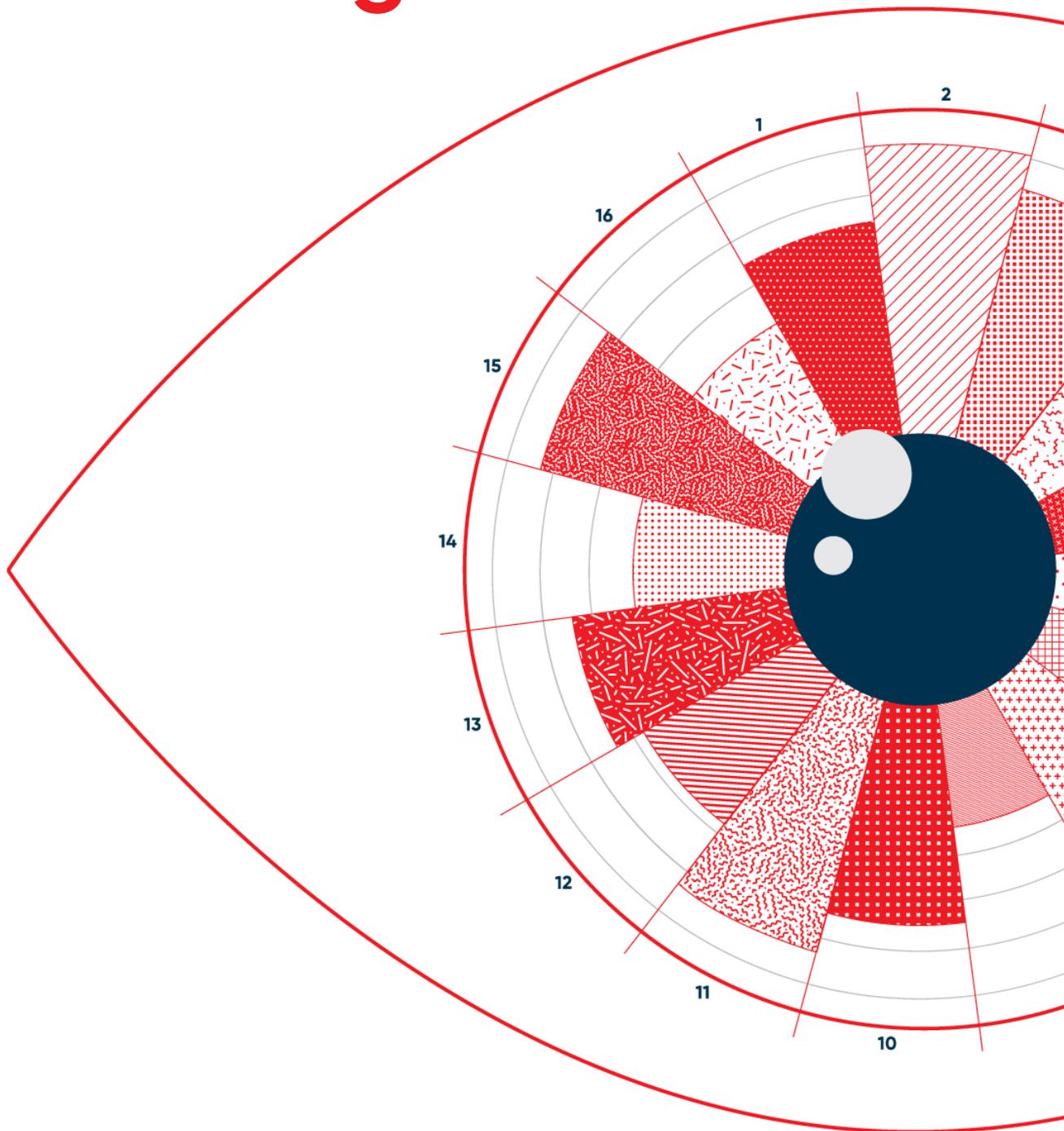
	2018	2019	2020p	2021p	2022p	2018	2019	2020p	2021p	2022p
	<b>PIB réel (croissance en %)</b>					<b>PIB nominal (croissance en %)</b>				
Terre-Neuve-et-Labrador	-3.5	4.0	-6.0	3.5	3.0	0.8	4.1	-9.1	9.8	6.2
Île-du-Prince-Édouard	2.5	5.1	-3.5	4.0	4.0	3.6	7.0	-1.2	5.8	6.4
Nouvelle-Écosse	1.9	2.4	-4.0	4.0	3.3	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	6.3	5.4
Québec	2.9	2.7	-5.6	3.2	4.4	5.4	4.3	-3.9	6.0	6.5
Ontario	2.8	2.1	-5.5	3.6	4.2	4.1	3.8	-3.7	5.8	6.1
Manitoba	1.5	0.6	-3.5	4.1	3.5	2.5	1.0	-2.6	6.0	5.3
Saskatchewan	1.2	-0.7	-4.8	4.5	3.5	3.2	0.1	-8.9	7.0	5.1
Alberta	1.9	0.1	-7.0	4.1	4.0	3.4	2.7	-8.5	12.4	7.2
Colombie-Britannique	2.7	2.7	-4.7	4.0	4.0	4.9	4.4	-3.2	5.3	5.5
Canada	2.4	1.9	-5.4	3.7	4.0	4.2	3.6	-4.7	7.0	5.8
	<b>Emploi (croissance en %)</b>					<b>Taux de chômage (%)</b>				
Terre-Neuve-et-Labrador	0.4	0.7	-5.9	4.3	0.2	13.7	11.9	13.7	12.2	11.6
Île-du-Prince-Édouard	3.0	2.7	-2.6	3.7	2.2	9.4	8.8	10.6	10.0	9.3
Nouvelle-Écosse	1.5	2.2	-4.6	4.7	1.6	7.6	7.2	9.6	8.8	7.9
Nouveau-Brunswick	0.3	0.7	-2.5	2.7	1.2	8.0	8.0	9.8	9.1	8.3
Québec	0.9	1.7	-4.6	3.3	2.8	5.5	5.1	8.8	7.1	6.0
Ontario	1.6	2.9	-4.9	3.6	2.6	5.6	5.6	9.5	9.0	7.7
Manitoba	0.6	0.9	-3.5	2.9	2.0	6.0	5.3	7.9	7.7	7.2
Saskatchewan	0.5	1.6	-4.9	3.7	2.1	6.1	5.4	8.3	7.5	7.0
Alberta	1.9	0.5	-7.2	4.5	2.6	6.7	6.9	11.3	10.9	10.4
Colombie-Britannique	1.1	2.6	-6.1	4.2	2.4	4.7	4.7	8.9	7.0	6.5
Canada	1.3	2.1	-5.2	3.7	2.6	5.8	5.7	9.5	8.5	7.5
	<b>Mises en chantier de logements (000)</b>					<b>IPC (Croissance en %)</b>				
Terre-Neuve-et-Labrador	1.1	0.9	0.8	0.7	0.6	1.7	1.0	0.2	1.9	2.3
Île-du-Prince-Édouard	1.1	1.5	1.1	1.1	1.2	2.3	1.2	0.2	2.4	2.1
Nouvelle-Écosse	4.8	4.7	4.9	4.2	4.2	2.2	1.6	0.4	2.5	2.1
Nouveau-Brunswick	2.3	2.9	3.2	3.0	2.6	2.2	1.7	0.2	1.9	1.9
Québec	46.9	48.0	54.5	50.0	47.5	1.7	2.1	0.9	2.1	2.3
Ontario	78.7	69.0	82.5	77.5	75.8	2.4	1.9	0.6	2.2	2.2
Manitoba	7.4	6.9	7.2	6.1	5.9	2.5	2.3	0.7	2.1	2.3
Saskatchewan	3.6	2.4	3.1	3.0	3.2	2.3	1.7	0.6	2.0	2.0
Alberta	26.1	27.3	24.2	23.6	25.0	2.5	1.7	1.1	2.2	2.1
Colombie-Britannique	40.9	44.9	37.4	34.8	34.0	2.7	2.3	0.8	2.1	2.3
Canada	212.8	208.7	218.7	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

## Retour dans l'abîme? Pas exactement

Recrudescence des cas de contamination au coronavirus. Nouvelles restrictions imposées à la population et aux entreprises. Nouvelles lignes de faille économiques. Voilà où nous en sommes à l'aube de 2021. À première vue, l'évolution inquiétante de la COVID-19 laisse penser que nous sommes sur le point de replonger dans l'abîme au début de 2021. Mais pas si vite.

Certes, beaucoup de prévisions clés – pour l'économie réelle et par extension pour les marchés financiers – gardent un voile d'incertitude inconfortable. Mais même si la croissance trébuche au T1, comme cela semble de plus en plus probable, nous n'envisageons pas exactement une réédition de ce que nous avons vu en 2020. Comme toujours, nous vous renvoyons à de nouvelles projections de base pour les économies mondiales et nord-américaines, qui sont parues parallèlement à cette publication. Le vacillement de la croissance au T1 auquel nous avons fait allusion ci-dessus concernera probablement plus le Canada. En outre, nous serions tentés de qualifier cela de perturbation temporaire de la trajectoire d'une reprise par ailleurs solide.

Les hypothèses de croissance du PIB américain semble maintenant meilleure qu'il y a un an, ce qui est critique. Sans accorder foi indûment à de nouvelles aides budgétaires facilitées par la vague bleue tardive, la politique budgétaire donnera un coup de pouce marginal important aux États-Unis. On peut voir en cela un peu de ressources supplémentaires pour une catégorie de consommateurs qui avaient déjà accumulé des réserves financières importantes. À mesure que les Américains se libéreront des entraves réglementaires ou auto-imposées contre le virus, l'expansion pourrait s'annoncer vigoureuse au deuxième trimestre de 2021, et se prolonger en 2022.

## Les Américains ont accumulé beaucoup de ressources

Épargne personnelle aux États-Unis par année (janvier-novembre)



FBN Économie et Stratégie (données du Bureau of Economic Analysis)

Ajoutez à cela la destruction de capacités de l'an dernier et un nombre toujours préoccupant de chômeurs permanents (ce qui implique un taux de chômage non inflationniste plus élevé qu'avant la pandémie), et il n'est pas difficile de voir les germes d'un dépassement de la cible d'inflation. C'est là un facteur de risque que nous soulignons depuis des mois déjà et, pour nous, l'équilibre des risques de l'inflation aux États-Unis demeure asymétrique (c.-à-d. risque de dépassement par le haut). Les indicateurs de l'inflation basés sur le marché continueront probablement de donner un signal de plus en plus fort; idem pour les données plus subjectives, comme les taux d'inflation auxquels s'attendent les directeurs des achats. Dans notre vision des choses, le déflateur du PCE de base des États-Unis remontera à 2% au moins un an plus tôt que ce qu'anticipaient les participants du FOMC en décembre. Ainsi, malgré un cadre de politique nettement flexible, nous continuons de penser que la première hausse des taux d'intérêt par la Fed aura lieu au début de 2023. Deux ou trois hausses en 2023,

# Taux d'intérêt et marché obligataire

suivies par des tours de vis supplémentaires en 2024 devraient être vues comme un retrait des mesures de stimulation, plutôt que comme une politique légitimement restrictive.

Idem pour les achats d'obligations par la Fed, dont on peut s'attendre à ce qu'ils ralentissent avant la première hausse des taux par la banque centrale. Et si une diminution des achats est beaucoup plus probable qu'une augmentation, nous n'excluons pas la possibilité d'un allongement de la moyenne pondérée des échéances si les taux augmentaient au-delà de ce que la Fed considère comme un niveau adéquatement accommodant.

Quant au Canada, nous continuons de plaider contre une dernière « mini réduction des taux » dont certains ont dit qu'elle pourrait nous prémunir contre l'appréciation du dollar canadien. Il ne faut jamais perdre de vue l'impact d'un renforcement du CAD sur notre économie, petite et ouverte. Mais la banque centrale semble un peu plus prête à tolérer une appréciation du huard, particulièrement si les gains de cette année sont moins dus à une faiblesse de l'USD et sont davantage la conséquence d'un raffermissement du prix des matières premières et denrées. (Cela rappelle l'appréciation de la monnaie de « type 1 » et de « type 2 » dont parlait jadis la BdC). Comme nos collègues du groupe Économie et Stratégie l'ont écrit dans l'édition de Devises de ce mois, le huard est fondamentalement sous-évalué. Si on manque d'arguments convaincants pour une accentuation de la détente monétaire, il y a également peu de raisons de s'attendre à ce que la BdC finisse par hausser les taux avant la Fed – même si le cadre de politique monétaire du Canada reste moins souple et focalisé plus singulièrement sur l'inflation que celui de la Fed.

## L'appréciation du taux CADUSD concorde avec une faiblesse de l'USD

Indice du dollar US au comptant et taux CADUSD (c.-à-d. US\$ pour 1 CAS) en 2020



Hausse des taux au Canada? On pourrait penser qu'un rétablissement économique graduel, alors que le gouvernement fédéral entend apparemment maintenir les mesures de soutien pendant plus longtemps, donnera aussi lieu à des augmentations des taux d'intérêt en 2023. À plus court terme, il faudra prendre en considération le rythme de l'assouplissement quantitatif (AQ) qui doit ralentir, à notre avis – et assez vite. À la prochaine

décision sur les taux, en janvier, il sera peut-être trop tôt pour ajuster l'AQ, à la baisse, mais l'empreinte de la banque sur le marché obligataire du Canada devient simplement trop importante. Pour nous, 2021 sera consacré à la gestion de la réduction des achats et de l'allongement des échéances, sous réserve d'une reprise économique dont nous prévoyons qu'elle reprendra pour de bon au 2T.

## BdC : Révision et prévisions

On ne risque pas de se tromper en disant que 2020 était une année extraordinaire. De mémoire récente, il n'y a pas eu de période qui a autant modifié les comportements. Les personnes physiques, les entreprises et les gouvernements ont été forcés de changer radicalement leur mode de fonctionnement. La Banque du Canada n'y a pas échappé (pas plus que les autres banques centrales) et a lancé à la volée une série de nouveaux programmes, facilités et mécanismes pour contrer l'effondrement de l'économie et des marchés financiers survenu en mars dernier. Voici la liste exhaustive de programmes lancés ou utilisés l'an dernier :

### Revue de la panoplie d'outils

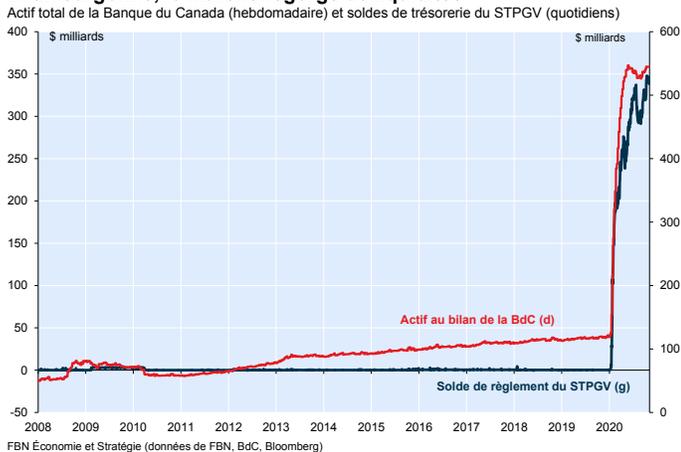
Programmes de politique monétaire annoncés/utilisés pendant la crise de la COVID

Programmes	Annoncés	Utilisation \$M, depuis le 1 <sup>er</sup> mars	Actif?
Opérations de pension à plus d'un jour	NA	219,590	Oui
Facilité d'achat des AB	13 mars 20	47,050	Non
Programmes d'achat d'OHC	16 mars 20	8,025	Non
PA prêts hypothécaires assurés*	16 mars 20	5,817	Non
PA de titres provinciaux sur les marchés monétaires	24 mars 20	12,357	Non
PA d'obligations du Canada (AQ)	27 mars 20	198,248	Oui
PA de papier commercial	27 mars 20	NA	Oui
PA d'obligations provinciales	15 avril 20	13,995	Oui
PA d'obligations de sociétés	15 avril 20	182	Oui

Source : FBN, Banque du Canada | Notes : \*Le PAPH est conduit par la SCHL. La Banque du Canada a aussi le Programme d'opérations de cession en pension de titres et gère le Mécanisme permanent d'octroi de liquidités et le Mécanisme conditionnel de prise en pension à plus d'un jour. Les achats du PAPC ne sont pas publiés sur une base

# Taux d'intérêt et marché obligataire

## Bilan surgonflé, le marché regorge de liquidités

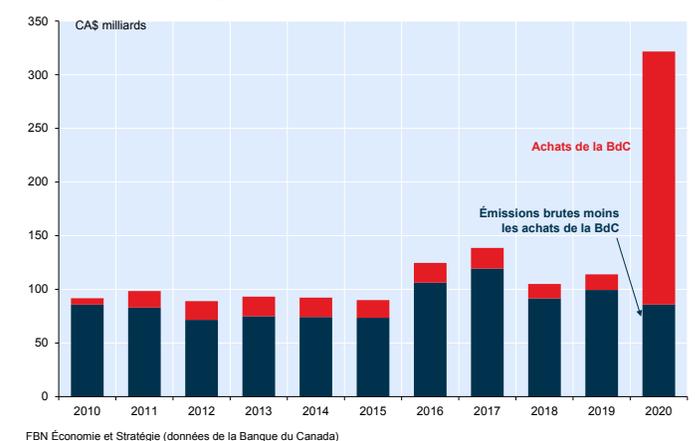


Alors que le pire de la crise du marché financier/de liquidités est passé et que bon nombre de programmes d'urgence ont été arrêtés, l'empreinte de la BdC sur le marché est toujours visible. Son bilan reste élevé et le système financier continue de regorger de liquidités, si bien que les taux d'intérêt et les écarts de crédit sont bien contenus. Pour le crédit plus précisément, deux programmes ciblés restent en fonction (c.-à-d. les programmes d'achat d'obligations provinciales et d'obligations de sociétés), mais leur utilisation est nettement inférieure à la taille maximum des programmes indiquée initialement. Nous estimons maintenant que l'effet de ces programmes est relativement limité et que leur rôle est davantage symbolique. En réalité, le gros de la mission est accompli par l'assouplissement quantitatif.

En un peu plus de huit mois, l'outil de politique monétaire le plus important de la Banque du Canada après le taux directeur a ponctionné juste un peu moins de \$200 milliards d'obligations du Canada du marché. Pendant ce temps, sur l'ensemble de l'année civile 2020, les obligations émises se chiffrent à \$322 milliards (et la BdC continue d'en prélever 13% d'emblée dans le cadre de sa gestion ordinaire du bilan). Tout bien considéré, les émissions sur le marché déduction faite des achats de la BdC se sont à peine élevées à \$86 milliards en 2020. Cela représente moins d'obligations placées sur le marché que pendant chacune des quatre années qui ont précédé la COVID. Et une fois qu'on prend en compte les échéances, l'offre nette sur le marché était à peine positive en 2020 – tendance qui, sous réserve d'un certain nombre de facteurs (c.-à-d. AQ, mesures de stimulation additionnelles), pourrait bien continuer jusqu'en 2021. Globalement, il est clair que le programme d'assouplissement quantitatif massif de la BdC a fait en sorte qu'il y ait beaucoup de place pour permettre aux provinces, aux municipalités et aux sociétés de placer des obligations auprès des investisseurs. Ajoutez à cela les autres programmes en cours ou arrêtés récemment, ainsi que l'épargne accrue des ménages et il y a plus d'argent dans le système et moins d'obligations à acheter. Dans ce contexte, il n'est pas étonnant que les écarts de crédit soient revenus près des niveaux d'avant la COVID et que les actions atteignent des sommets records.

## Émissions records, mais les achats de la BdC limitent les titres en circulation

Émissions brutes et achats d'obligations fédérales par la Banque du Canada par année civile



## Les écarts de crédit de retour aux niveaux d'avant la crise

Écart de l'obligation de l'Ontario de 10 an à échéance constante, écart CDX US qualité investissement 5 ans



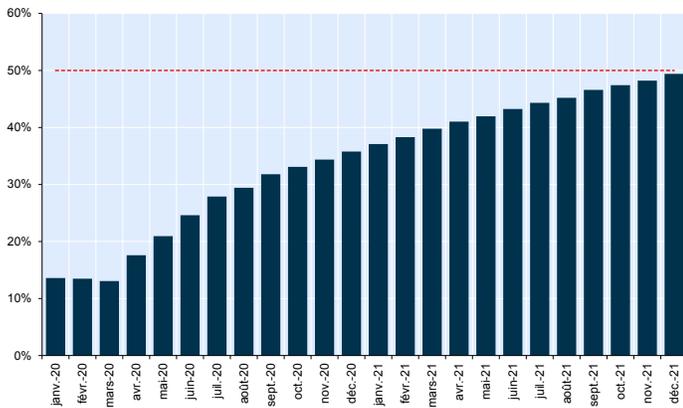
Peu importe l'angle sous lequel on l'examine, le rythme de l'AQ de la Banque du Canada est considérablement plus rapide que les achats d'actifs aux États-Unis (plus de quatre fois plus rapide en proportion des titres en circulation). En outre, Tiff Macklem a prévenu que le niveau de détention par la banque centrale des titres en circulation devient « problématique » à partir de 50%. **Comme nous l'avons écrit récemment**, au rythme actuel des achats nous devrions atteindre ce niveau d'ici la fin de l'année à moins de changements. Assurément, alors que le nombre de cas de COVID grimpe en flèche, la Banque du Canada n'est pas en bonne posture pour réduire ses mesures de stimulation à sa réunion de la semaine prochaine, ne serait-ce que par souci d'éviter un effet d'optique néfaste (bien que, comme nous l'avons mentionné en introduction, l'aggravation de la pandémie ne devrait pas se traduire par une « mini » réduction des taux comme certains en ont fait le pari). Cependant, même une réduction à \$3 milliards par semaine, qui est inéluctable, continuerait de faire monter la part détenue par la Banque. Une intervention en mars (ou au plus tard en avril) sur ce front pourrait bien être nécessaire. Si d'ici là les perspectives de la pandémie ne se sont pas nettement améliorées et qu'une réduction supplémentaire semble diminuer la détention trop rapidement, la banque peut toujours continuer de

# Taux d'intérêt et marché obligataire

déplacer le curseur de ses achats plus loin sur la courbe, l'intervention sur la durée compensant une partie (ou la totalité) de la diminution du montant absolu des achats d'obligations.

## La BdC pourrait atteindre les 50% d'ici la fin de l'année

Part réelle et projetée détenue par la BdC des OdC en circulation sur la base d'achats de \$4 milliards/semaine



FBN Économie et Stratégie (données de FBN, BdC) | Nota : Émissions présumées à un rythme de \$315 milliards pour l'année civile. Les projections commencent après décembre 2020.

Mais surtout, notre analyse de la part des obligations détenues présume une trajectoire des émissions sensiblement identique à celle de ce trimestre (environ \$315 milliards sur l'année civile). Si, comme nous l'avons vu jusque-là, les émissions continuent de surprendre à la baisse, l'évolution vers la détention de la moitié du marché ne fait que s'accélérer. Et nous aurions tort de ne pas mentionner l'inconnue que représentent des mesures de stimulation marginales pour les consommateurs et les entreprises affectés. Le gouvernement a évoqué de nouvelles mesures de stimulation de \$70 à 100 milliards qu'il reste à affecter au cours des trois prochaines années, mais des mesures plus restrictives pour combattre la COVID pourraient entraîner des coûts budgétaires supplémentaires. Nous y verrons plus clair lors de la publication du budget du printemps et de la Stratégie de gestion de la dette qui l'accompagne, dans les prochains mois.

## Transition de la Fed vers un resserrement

Malgré l'explosion des cas de COVID aux États-Unis, l'optimisme économique l'emporte, nourri par les mesures de stimulation budgétaire promises par la vague bleue et l'évolution encourageante sur le front de la vaccination. Des données de l'économie réelle et des mesures basées sur le marché reflètent les perspectives plus optimistes alors que les attentes d'inflation se rétablissent largement après avoir été écrasées par la pandémie.

La Fed pour sa part reste prudente dans ses prévisions. Sur la base de son plus récent Sommaire des projections économiques, l'inflation selon l'indicateur PCE de base ne devrait pas atteindre 2% avant 2023. Il s'ensuit que la majorité du FOMC ne se donne pas comme scénario de base un resserrement de la politique monétaire avant 2023. Les prévisions de la Fed seraient-elles trop pessimistes? Oui. Mais à ce stade de la reprise, elle n'a pas grand-chose à gagner en modifiant rapidement ses prévisions publiées et en risquant d'entraîner une hausse encore plus forte des taux. Une approche prudente de la banque centrale se justifie ici étant donné le niveau encore élevé d'incertitude. Nous pensons qu'avec

le temps le FOMC manifesterait plus d'enthousiasme à mesure que nos prévisions économiques optimistes se matérialiseraient. Nous finirions par voir le rebond de l'inflation (et le chômage) culminer avec une première hausse des taux de la Fed au début de 2023. Mais auparavant, la Fed devra commencer à réduire le recours à son autre outil de politique monétaire clé – les achats d'actifs.

## Les attentes d'inflation au plus haut depuis des années

Taux d'équilibre à 2 ans depuis 2015



FBN Économie et Stratégie (données du Bureau of Economic Analysis)

Comme l'inflation d'ensemble atteindra probablement 2% d'ici la fin de l'année, la Fed devra commencer à réfléchir à la réduction d'une partie de ses mesures de stimulation extraordinaires prises l'an dernier pour atténuer les effets de la crise. Nous reconnaissons que le nouveau mandat de la banque centrale, qui vise non seulement à atteindre une inflation de 2% en longue durée (c.-à-d. en compensant les déficits d'inflation passée), mais aussi à rétablir le plein emploi, lui permettra de pécher par excès de prudence pendant plus longtemps que cela n'aurait été le cas autrement. Néanmoins, nous croyons que, avec la remise en marche complète de l'économie au deuxième semestre de 2021, les conditions de l'application d'un vaste train de mesures de stimulation ne seront plus réunies. Cela a été et continuera d'être un point de focalisation clé du marché à l'avenir, et on se rappelle l'épisode du taper tantrum en 2013 (la panique à l'évocation d'une réduction de la détente).

On se souviendra que, à la dernière réunion de la Fed (15-16 décembre) un « certain nombre de participants » croyaient qu'une réduction graduelle des achats d'obligations serait justifiée « une fois que des progrès importants auront été faits vers les objectifs d'emploi maximum et de stabilité des prix du Comité ». Les autorités monétaires sont restées délibérément vagues à propos de ce qui constituerait des « progrès importants » dans la pratique, mais nous croyons que les conditions nécessaires pour réduire l'AQ seront réunies avant la fin de l'année.

Cette conviction, plusieurs membres de la Fed semblent la partager. Le 7 janvier, le président de la Fed de Philadelphie, Patrick Harker, a dit que les achats d'actifs pourraient effectivement être réduits avant la fin de l'année, puisque l'économie commence à « sembler beaucoup plus normale ». Des commentaires similaires ont été faits par le président de la Fed de Dallas, Robert Kaplan, celui de la Fed de Chicago, Charles Evans, et celui de la Fed d'Atlanta, Raphael Bostic. Ce dernier a rappelé à son auditoire que : « cela dépend en

# Taux d'intérêt et marché obligataire

grande partie du virus et de la distribution des vaccins ; mais si tout va bien ... je crois qu'il y a un bon potentiel de hausse ». D'autres membres influents de la Fed – notamment la présidente de la Fed de Cleveland, Loretta Mester, et le vice-président de la Fed Richard Clarida – ont encore des réserves au sujet d'une réduction précoce, mais nous croyons qu'ils changeront d'avis une fois que les statistiques économiques d'après la pandémie commenceront à émerger.

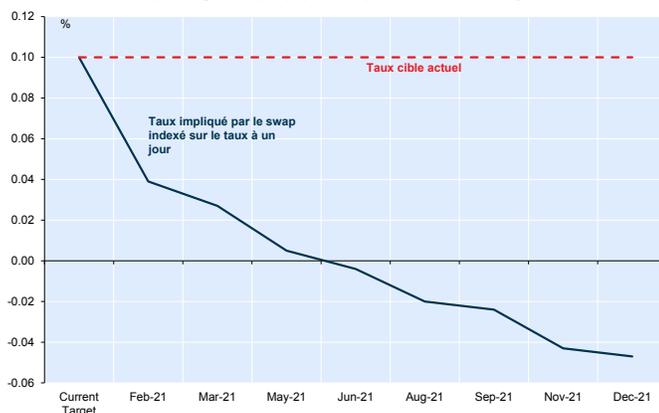
Il reste à voir si la Fed cherchera à émuler la Banque du Canada et essaiera de combiner la réduction de son programme d'AQ avec un allongement de l'échéance des titres achetés. L'idée ne semble pas très populaire pour le moment – à la dernière réunion, seulement deux participants ont indiqué qu'ils étaient « prêts à faire pencher les achats d'obligations du Trésor davantage vers des achats à terme ». Néanmoins, il semble y avoir consensus sur le fait qu'un allongement des échéances pourrait être envisagé « si ces ajustements étaient jugés appropriés pour soutenir les objectifs du Comité ». À notre avis, une nette accentuation de la pente de la courbe des taux pourrait inciter la Fed à acheter davantage de titres de plus longue durée puisqu'elle pourrait exercer une pression indue sur des sociétés lourdement endettées ainsi que sur celles du gouvernement fédéral, ce qui pourrait compromettre la relance de l'économie. On pourrait aussi penser que ce n'est pas nécessairement le niveau des taux d'intérêt qui provoquerait une intervention de la Fed, mais la vitesse à laquelle la hausse des taux s'est produite ainsi que ses raisons sous-jacentes. Une évolution graduelle continue des taux à la hausse due à la remise en marche et au rétablissement de l'économie n'inquiétera probablement pas beaucoup les participants du FOMC.

## Nouvel abonné au club des taux négatifs?

Outre-Atlantique, la situation de la COVID s'est rapidement détériorée. Peu avant Noël, les autorités sanitaires britanniques ont annoncé qu'elles avaient découvert un nouveau variant plus facilement transmissible du virus SARS-CoV-2. Pour éviter que le système de la santé ne s'effondre sous un déluge de nouveaux cas, Downing Street a décidé de donner un nouveau tour de vis à son confinement déjà strict. La croissance économique au premier trimestre en souffrira inévitablement.

### Le marché parie sur l'adoption de taux négatifs par la BdA

Taux directeur de la Banque d'Angleterre qu'implique le swap indexé sur le taux à un jour en 2021



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

S'adaptant à cette évolution de la situation, les marchés s'attendent maintenant à ce que la Banque d'Angleterre fasse passer son taux directeur sous zéro cette année (0,1% actuellement), bien que les perspectives pour après la pandémie se soient améliorées avec la signature d'un accord commercial avec l'Union européenne. La banque centrale devrait publier sa position sur ce sujet après la réunion de politique monétaire du mois prochain, mais les grands argentiers préparent déjà le terrain en vue d'une telle décision. L'impact négatif qu'aurait cette politique sur la rentabilité des banques reste un obstacle important.

La situation est tout aussi morose dans la zone euro. La production économique s'est probablement contractée au dernier trimestre de 2020 et une nouvelle contraction est à envisager au T1 compte tenu du contexte épidémiologique actuel. Mauvaise nouvelle supplémentaire, les retards de la campagne de vaccination impliquent que le continent pourrait devoir attendre plus longtemps avant de pouvoir retourner à la normale.

Ayant récemment annoncé une augmentation de la taille de son programme d'achat d'urgence face à la pandémie (PEPP) de €500 milliards à €1,850 milliards et sa prolongation au moins jusqu'en mars 2022 (le programme devait précédemment durer au moins jusqu'en juin prochain), la BCE semble bien équipée pour affronter le ralentissement actuel. Il faut garder à l'esprit que les achats nets par la banque centrale dépassent maintenant les émissions nettes d'obligations gouvernementales. En faire plus sur ce front pourrait par conséquent perturber le fonctionnement du marché. La seule option réelle qu'il reste à la BCE serait d'annoncer l'extension de son programme d'AQ d'urgence. Nous nous attendons à ce que la banque centrale utilise tôt ou tard cette option, et ce, même assez prochainement.

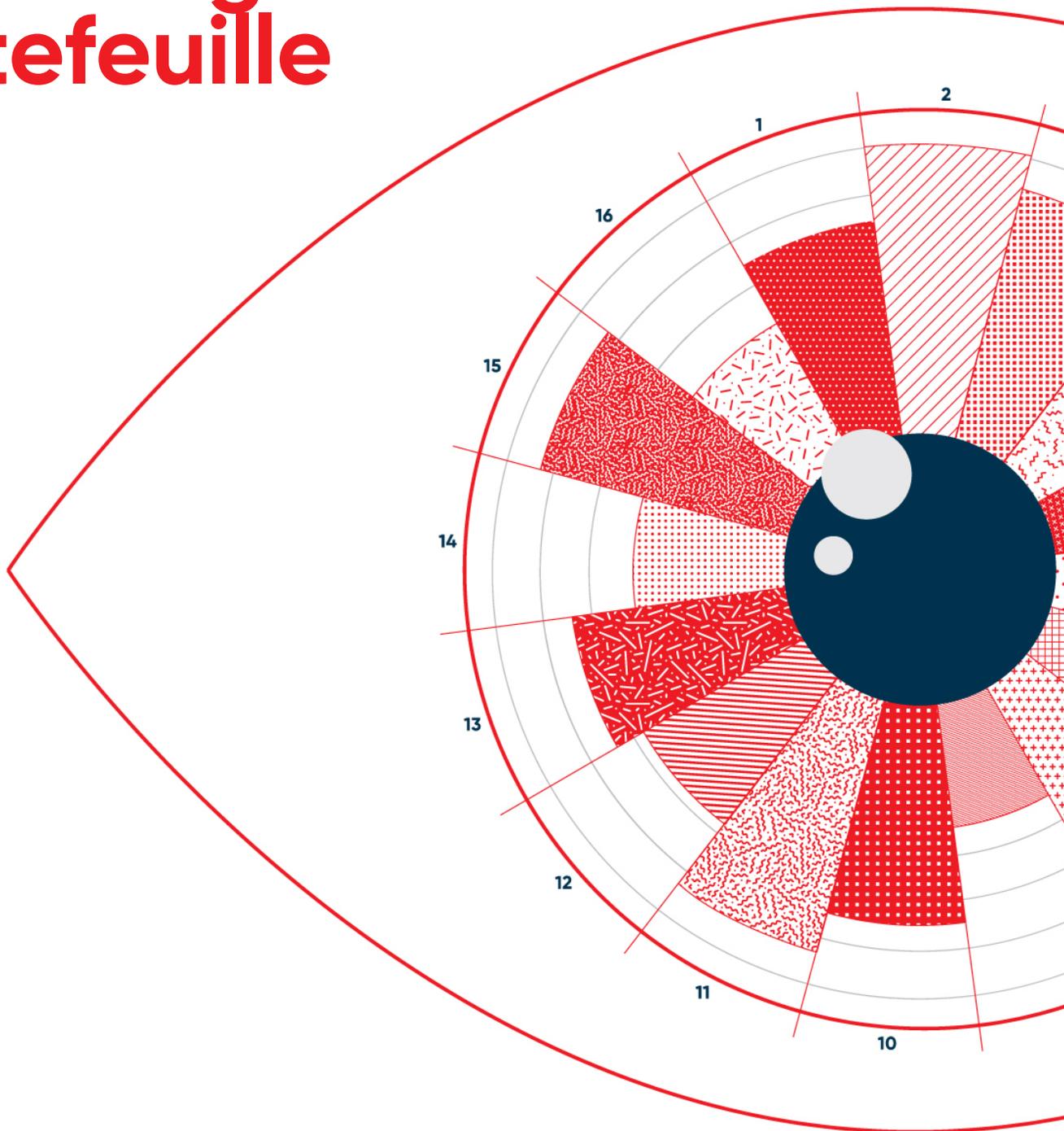
### Zone euro : Le secteur privé affecté par la détérioration sanitaire

Index composé PMI Markit. Dernière observation : décembre 2020.



FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

# 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

## Puissant bond de la ligne de départ

Les actions mondiales ont terminé 2020 en force, avec un gain annuel de 14.8% sur la base du rendement total pour l'indice MSCI Monde (tous pays) (tableau). L'essentiel de cette augmentation était concentré dans le dernier trimestre de l'année où les actions ont bondi à l'annonce des vaccins contre la COVID.

### Indice MSCI composé : Rendement total en 2020

	Depuis le début		
	du mois	du trimestre	de l'année
MSCI Monde (TP)	3.9	12.9	14.8
MSCI Monde	3.5	12.5	14.1
MSCI États-Unis	4.1	13.1	21.4
MSCI Canada	1.9	8.9	4.3
MSCI Europe	2.2	10.3	-1.7
MSCI Pacifique sans Japon	2.2	14.3	0.4
MSCI Japon	3.1	12.8	9.2
MSCI MÉ	6.1	16.1	19.5
MSCI MÉ EMOA	3.9	10.4	-0.8
MSCI MÉ Amérique latine	8.5	24.0	2.6
MSCI MÉ Asie	6.2	16.2	25.9

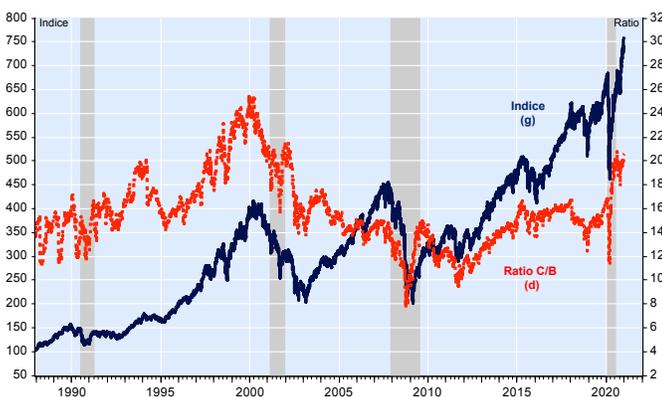
31 décembre 2020

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Les marchés boursiers ont bondi puissamment de la ligne de départ en 2021. Le 8 janvier, l'indice MSCI Monde TP avait déjà gagné 2.8% pour établir un nouveau record grâce à un gain époustouffant des marchés émergents (+5.2% pour l'indice MSCI MÉ). Cette performance reste attribuable à une expansion des ratios C/B. Pour l'indice MSCI Monde TP, le ratio C/B prévisionnel à 12 mois atteint un sommet inégalé depuis plusieurs années à 21 (graphique).

### Monde : Le marché boursier démarre en trombe

MSCI Monde TP et son ratio C/B prévisionnel à 12 mois

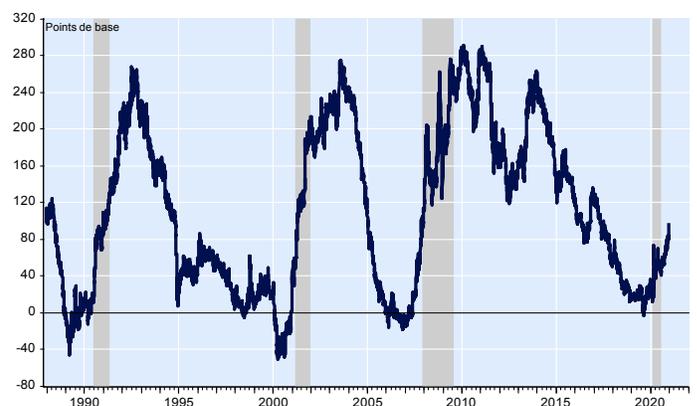


FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

La dernière vague d'enthousiasme a été motivée par la victoire démocrate inattendue aux élections sénatoriales partielles du 5 janvier en Géorgie. À notre avis, le contrôle par les démocrates de tous les leviers du pouvoir, exécutif et législatif, rend un programme additionnel d'aide et de relance budgétaire d'environ \$600 milliards pour les États et les ménages très probable. Cela s'ajouterait au programme de \$900 milliards voté par le Congrès à la fin du mois dernier. Si nous voyons juste, la Réserve fédérale poursuivra l'assouplissement quantitatif pendant un avenir prévisible, préparant le terrain à une nouvelle dépréciation de l'USD, à une augmentation des prix des produits de base et à une croissance économique plus ferme. La conviction du marché au sujet de la reprise économique est telle que la courbe des taux obligataires américaine s'est redressée comme jamais depuis deux ans (graphique).

### États-Unis : La courbe des taux obligataires se redresse

Taux des obligations du Trésor à 10 ans moins taux à deux ans



FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Une courbe des taux à pente plus forte tend à favoriser les secteurs cycliques par rapport aux secteurs plus défensifs du marché boursier dans les premiers stades de la reprise économique. C'est exactement ce qui se produit en ce moment. La performance de l'indice S&P 500 depuis le début de l'année est essentiellement motivée par des gains robustes dans les secteurs de l'énergie (+9.3%), des matériaux (+5.7%) et des services financiers (+4.7%) (tableau). En revanche, les secteurs plus défensifs (télécommunications, services publics, biens de consommation de base et immobilier) sont en baisse à l'aube de 2021.

# Marché boursier et stratégie de portefeuille

## Indice composé S&P 500 : Évolution des cours

	Depuis le début		
	du mois	du trimestre	de l'année
S&P 500	1.8	1.8	1.8
ÉNERGIE	9.3	9.3	9.3
MATÉRIAUX	5.7	5.7	5.7
FINANCES	4.7	4.7	4.7
CONSOM. DISCRÉTIONNAIRE	3.8	3.8	3.8
SANTÉ	3.4	3.4	3.4
INDUSTRIE	1.1	1.1	1.1
TI	0.4	0.4	0.4
TÉLÉCOMS	-0.3	-0.3	-0.3
SERVICES PUBLICS	-0.7	-0.7	-0.7
CONSOM. DE BASE	-1.0	-1.0	-1.0
IMMOBILIER	-2.6	-2.6	-2.6

8/1/2021

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Le signal d'une reprise économique que donne la courbe des taux semble aussi être confirmé par le maintien de la vigueur des prix des produits de base, qui atteignent actuellement des niveaux qu'on n'avait plus vus depuis plusieurs années (graphique).

## Monde : Les prix des produits de base grimpent en flèche

Prix du cuivre et du soja



FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Les prix du transport international se sont aussi multipliés par plus de deux au cours de la dernière année (graphique). Les paris sur la reprise de la croissance et la remontée des prix et des taux obligataires augmentent.

## Monde : Les coûts de transport s'envolent

Indice Baltic dry



FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Personne ne s'en étonnera, dans un tel contexte l'indice S&P/TSX est performant. Après une année sans gloire par rapport aux autres places boursières du monde en 2020, le marché boursier canadien a enfin atteint un nouveau record en janvier 2021. Tous les grands secteurs sont en hausse depuis le début de l'année, ceux de la santé, de l'énergie, de la consommation discrétionnaire et des TI ayant pris la tête de la course (tableau).

## Canada : Un nouveau sommet record

S&amp;P/TSX



FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

## Indice composé S&P/TSX : Évolution des cours

	Depuis le début		
	du mois	du trimestre	de l'année
S&P TSX	3.5	3.5	3.5
SANTÉ	13.5	13.5	13.5
ÉNERGIE	7.3	7.3	7.3
INDUSTRIE	4.5	4.5	4.5
CONSOM. DISCRÉTIONNAIRE	4.5	4.5	4.5
TI	3.7	3.7	3.7
SERVICES PUBLICS	3.5	3.5	3.5
MATÉRIAUX	3.0	3.0	3.0
TÉLÉCOMS	2.7	2.7	2.7
BANQUE	2.5	2.5	2.5
IMMOBILIER	2.0	2.0	2.0
FINANCES	1.9	1.9	1.9
CONSOM. DE BASE	0.9	0.9	0.9

8/1/2021

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

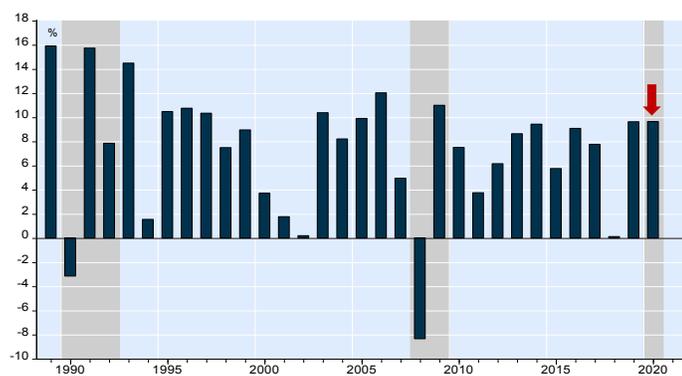
Malgré la récente augmentation des actions canadiennes, le ratio C/B prévisionnel à 12 mois de l'indice S&P/TSX reste inférieur à celui de l'indice S&P 500 - 17 contre 23. À six points, l'écart entre les deux ratios n'a jamais été aussi grand, cela mérite d'être relevé. À notre avis, une des grandes raisons de cet écart de valorisation est l'idée des investisseurs que le Canada est nettement plus vulnérable aux chocs économiques que les États-Unis. Plus précisément, le taux de propriété immobilière élevé au Canada (70% contre 65% outre-frontière) est perçu comme un danger pour le système financier à cause d'une possible hausse des cas d'insolvabilité et de faillite de consommateurs, comme on l'a typiquement vu dans les dernières récessions. Or, cette récession-ci n'a absolument rien de typique. Comme le plus gros des mesures budgétaires massives de soutien du gouvernement est allé directement aux ménages, au Canada, le revenu disponible a bondi plus que jamais malgré une baisse sans précédent de l'emploi. Cela a conféré une formidable

# Marché boursier et stratégie de portefeuille

résilience aux ménages et évité une multiplication des faillites. Comme les marchés du travail continuent de se rétablir et que la demande de logements reste vigoureuse, les propriétaires d'immobilier résidentiel jouissent d'un effet de richesse positif. Selon nos calculs, un ménage représentatif a vu son bilan s'améliorer de 9,6% en 2020 (graphique). Cette situation sans précédent pendant la première année d'une récession devrait aider à maintenir la résilience de l'économie en 2021. Au lieu d'être un passif ou un danger, le taux de propriété élevé du Canada devient un atout pendant la présente récession atypique.

## Canada : Un important effet de richesse positif malgré la pandémie

Rendement annuel de l'actif d'un Canadien représentatif\*

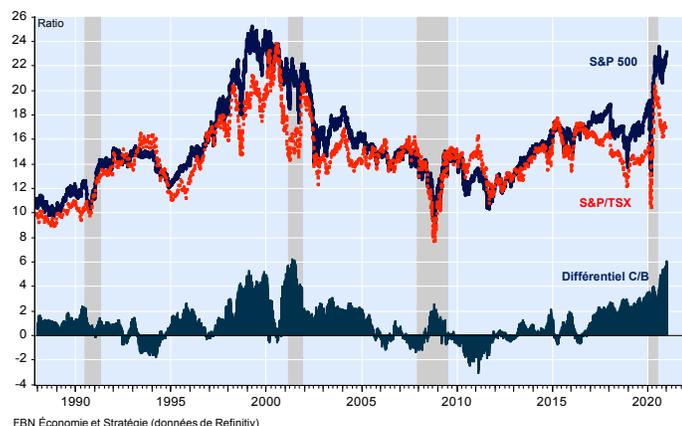


\* Immobilier 35%, actifs financiers 65% (Répartition selon le portefeuille de référence FBN : obligations 29%, S&P TSX 13%, S&P 500 13%, MSCI EAEO 3%, MSCI Marchés émergents 3%, liquidités 3%), rééquilibrage mensuel  
FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Tout cela devrait entretenir l'intérêt pour les actions canadiennes et aider à réduire l'important écart de valorisation entre les indices S&P 500 et S&P/TSX.

## S&P/TSX : Moins cher que jamais par rapport aux actions américaines

Ratios C/B prévisionnels à 12 mois pour les indices S&P 500 et S&P/TSX et différentiel entre les ratios C/B



FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

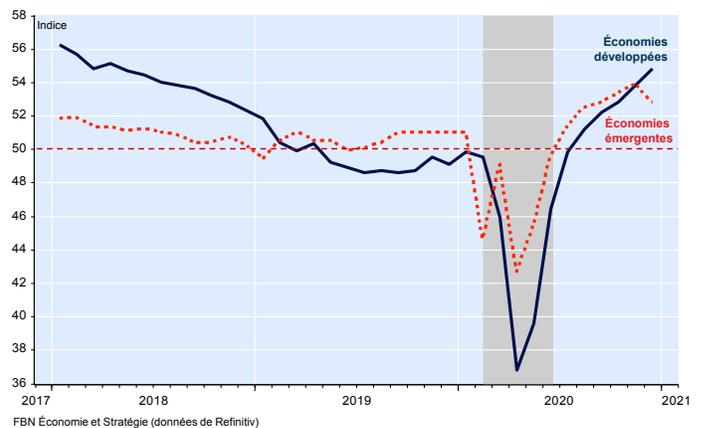
## Répartition des actifs

Notre répartition des actifs demeure inchangée ce mois-ci. Les actions restent surpondérées par rapport à notre portefeuille de référence et les titres à revenu fixe, sous-pondérés. Nous reconnaissons que les prochaines semaines pourraient être

volatiles pour les actifs à risque puisqu'on ne sait pas quand s'attendre à de nouvelles mesures de soutien budgétaires aux États-Unis. D'ici là, on peut anticiper des ralentissements économiques puisqu'une résurgence de la COVID force de nombreux membres de l'OCDE à mettre en panne de grandes parties de leurs économies en attendant une distribution plus généralisée des vaccins.

## Monde : Le rebond de la fabrication faiblit sur les marchés émergents

Indice PMI Markit de la fabrication : Économies développées et économies avancées



FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Qui plus est, les vaccins devront démontrer leur efficacité contre les nouveaux variants du coronavirus apparus récemment. Nous nous attendons à ce que cette tournure des événements freine la dépréciation de l'USD et limite le potentiel de hausse des marchés boursiers. En attendant une meilleure visibilité de la distribution des vaccins et de leur efficacité, ainsi que du calendrier des mesures de stimulation budgétaires supplémentaires, nous entrevoyons une phase de consolidation. À mesure qu'une plus grande part de la population sera vaccinée et que l'économie se remettra en marche, nous nous attendons à ce que les marchés boursiers augmentent légèrement. Pour le moment, nous restons d'un optimisme prudent et nous attendons à ce que la faiblesse passagère de l'activité économique et des bénéfices soit corrigée par une augmentation des mesures de stimulation budgétaires et monétaires.

NBF Asset Allocation			
	Benchmark (%)	NBF Recommendation (%)	Change (pp)
<b>Equities</b>			
Canadian Equities	20	23	
U.S. Equities	20	18	
Foreign Equities (EAFE)	5	4	
Emerging markets	5	7	
<b>Fixed Income</b>	45	42	
<b>Cash</b>	5	6	
<b>Total</b>	100	100	

NBF Economics and Strategy

## Rotation sectorielle

Notre répartition sectorielle est inchangée ce mois-ci.

# Marché boursier et stratégie de portefeuille

## Rotation sectorielle fondamentale FBN - Janvier 2021

Nom (secteur/industrie)	Recommandation	Pondération S&P/TSX
<b>Énergie</b>	Équipondérer	11.6%
<b>Matériaux</b>	Équipondérer	13.7%
Produits chimiques	Équipondérer	1.6%
Emballage et conditionnement	Équipondérer	0.5%
Métaux et minerais *	Surpondérer	2.5%
Or	Équipondérer	8.6%
Papier et industrie du bois	Sous-pondérer	0.5%
<b>Industrie</b>	Équipondérer	12.6%
Biens d'équipement	Surpondérer	2.1%
Services aux entreprises	Sous-pondérer	3.1%
Transports	Équipondérer	7.4%
<b>Consommation discrétionnaire</b>	Équipondérer	3.9%
Automobiles et composants automobiles	Sous-pondérer	1.2%
Biens de consommation durables et habillement	Surpondérer	0.6%
Services aux consommateurs	Équipondérer	1.1%
Distribution	Équipondérer	1.1%
<b>Biens de consommation de base</b>	Équipondérer	3.7%
Distribution alimentaire et pharmacie	Équipondérer	3.0%
Produits alimentaires, boisson et tabac	Équipondérer	0.7%
<b>Santé</b>	Équipondérer	1.3%
Équipements et services de santé	Équipondérer	0.1%
Produits pharmaceutiques et biotechnologie	Équipondérer	1.1%
<b>Finance</b>	Surpondérer	29.8%
Banques	Surpondérer	20.3%
Services financiers diversifiés	Équipondérer	3.8%
Assurance	Surpondérer	5.7%
<b>Technologies de l'information</b>	Sous-pondérer	10.3%
Logiciels et services	Sous-pondérer	10.3%
Matériel et équipement informatique	Sous-pondérer	0.0%
<b>Télécommunications</b>	Équipondérer	4.9%
<b>Services aux collectivités</b>	Équipondérer	5.1%
<b>Immobilier</b>	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	2021-01-08	T2-2021 (est.)	
S&P/TSX	18 042	18 300	
Hypothèses			
		T2-2021 (est.)	
Niveau: Bénéfices	683	850	
Dividendes	525	653	
Ratio C/B passé	26.4	21.5	
Obligations 10 ans	0.72	0.95	

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

Prévisions FBN États-Unis			
	Actuel	Cible	
Niveau de l'indice	2021-01-08	T2-2021 (est.)	
S&P 500	3 825	3 800	
Hypothèses			
		T2-2021 (est.)	
Niveau: Bénéfices	134	152	
Dividendes	57	65	
Ratio C/B passé	28.5	25.0	
Obligations 10 ans	1.11	1.30	

\* 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 08/01/2021	Cumulatif janv.-21	Cumulatif 2021	Δ 1 an	Δ 3 ans	Cumulatif 2021	Δ 1 an	Δ 3 ans	
	<b>Amérique du Nord - Indice MSCI</b>	<b>3 908</b>	<b>2.0%</b>	<b>2.0%</b>	<b>19.9%</b>	<b>40.7%</b>	<b>1.6%</b>	<b>16.7%</b>	
États-Unis - S&P 500	3 825	1.8%	1.8%	17.6%	39.2%	1.4%	14.4%	42.2%	1.00
Canada - S&P TSX	18 042	3.5%	3.5%	5.1%	10.6%	3.5%	5.1%	10.6%	0.73
<b>Europe - Indice MSCI</b>	<b>1 901</b>	<b>3.3%</b>	<b>3.3%</b>	<b>6.8%</b>	<b>3.7%</b>	<b>2.9%</b>	<b>4.0%</b>	<b>5.9%</b>	<b>0.31</b>
Royaume-Uni - FTSE 100	6 873	6.4%	6.4%	-9.3%	-10.7%	5.4%	-8.4%	-8.7%	-0.40
Allemagne - DAX 30	14 050	2.4%	2.4%	5.5%	5.1%	2.2%	13.2%	9.9%	0.68
France - CAC 40	5 707	2.8%	2.8%	-5.4%	4.0%	2.6%	1.5%	8.7%	0.26
Suisse - SMI	10 798	0.9%	0.9%	1.4%	13.2%	0.6%	8.4%	27.8%	0.86
Italie - Milan Comit 30	259	0.0%	0.0%	0.0%	4.1%	-0.2%	7.3%	8.8%	0.61
Pays-Bas - Amsterdam	646	3.4%	3.4%	5.8%	15.1%	3.1%	13.5%	20.4%	0.75
<b>Zone Pacifique - Indice MSCI</b>	<b>3 190</b>	<b>2.9%</b>	<b>2.9%</b>	<b>13.2%</b>	<b>8.6%</b>	<b>2.5%</b>	<b>10.2%</b>	<b>11.0%</b>	<b>0.46</b>
Japon - Nikkei 225	28 139	2.5%	2.5%	21.3%	18.7%	1.6%	23.5%	32.0%	0.79
Australie - All ordinaries	7 024	2.5%	2.5%	1.4%	12.6%	3.0%	12.0%	14.3%	0.56
Hong Kong - Hang Seng	27 878	2.4%	2.4%	-0.8%	-9.8%	1.9%	-3.1%	-7.0%	-0.40
<b>MSCI - Monde</b>	<b>2 753</b>	<b>2.4%</b>	<b>2.4%</b>	<b>16.3%</b>	<b>27.6%</b>	<b>1.9%</b>	<b>13.2%</b>	<b>30.4%</b>	<b>0.97</b>
MSCI - Monde ex. É.-U.	2 210	3.2%	3.2%	8.9%	5.5%	2.8%	6.0%	7.8%	0.39
MSCI - EAEO	2 215	3.1%	3.1%	9.2%	5.5%	2.7%	6.3%	7.8%	0.37
MSCI - Marchés émergents (indice libre)	1 354	4.8%	4.8%	21.8%	12.2%	4.4%	18.5%	14.6%	0.50

\* Corrélation des rendements mensuels sur 3 ans

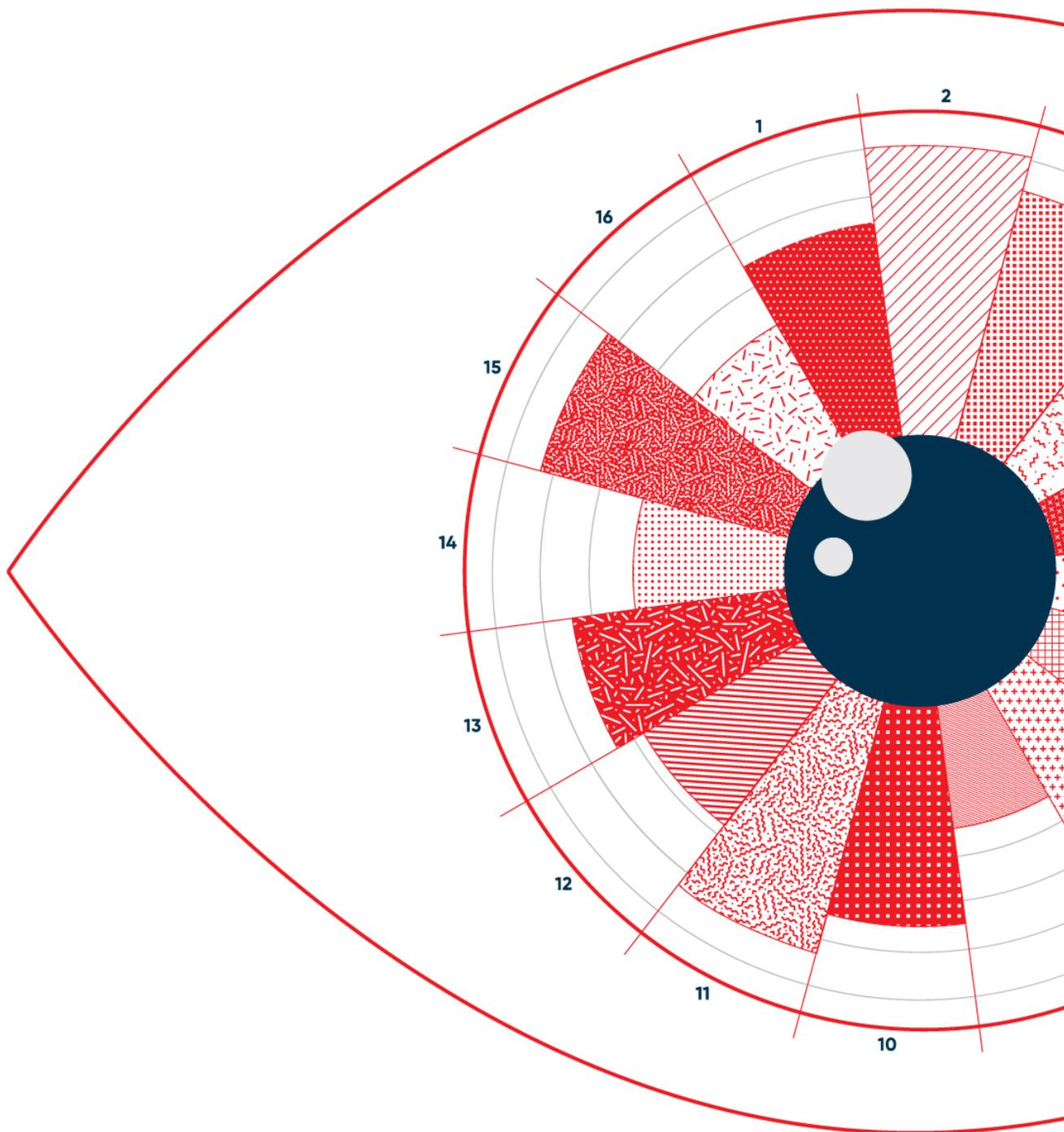
## Bénéfices sectoriels du S&P 500 - Consensus\* 2021-01-08

	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			
<b>S&amp;P 500</b>	100	222	-3.29	-6.45	-15.34	22.81	22.56	28.03	22.81	22.65	19.53	1.00	2.30
Énergie	2.46	312.78	31.72	-31.01	-107.92	0.00	0.00	0.00	30.69	30.69	0.54	nég.	0.94
Matériaux	2.73	481.58	16.04	28.68	-10.28	30.22	30.04	27.29	20.96	20.89	22.75	0.70	7.02
Industrie	8.33	757.79	11.54	8.29	-54.34	79.09	81.10	42.98	24.00	23.91	4.73	0.29	-1.80
Consommation discrétionnaire	12.92	1352.53	8.95	36.02	-30.68	57.37	55.28	56.82	36.10	36.34	74.82	0.66	6.15
Consommation de base	6.33	689.47	2.77	7.69	3.12	6.06	6.58	22.36	21.08	20.83	7.07	3.16	1.71
Santé	13.66	1368.54	9.28	14.81	8.17	11.53	10.89	18.03	16.17	16.21	10.40	1.49	0.46
Finance	10.73	513.24	22.54	0.72	-24.94	21.36	21.36	17.77	14.62	14.62	3.08	0.68	5.57
Technologie de l'information	27.30	2301.17	10.53	40.20	5.10	15.59	14.74	32.61	28.21	27.51	13.81	1.87	2.41
Services de télécommunications	10.54	221.32	12.31	18.70	-4.71	11.76	13.16	26.19	23.44	23.20	19.10	1.76	1.95
Services publics	2.69	317.00	-1.76	-2.26	1.47	4.77	4.77	19.41	18.52	18.52	3.95	3.88	0.32
Immobilier	2.32	222.08	-3.29	-6.45	-32.55	-6.16	-6.16	50.88	54.22	54.22	20.09	nég.	-6.08

\* 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

## Énergisez votre portefeuille

Un long marché baissier pour les matières premières et denrées qui avait commencé en 2007 donne de plus en plus de signes techniques d'un redressement progressif. Si le récent décollage est impressionnant, particulièrement en points de pourcentage gagnés, il faut réellement examiner le tableau dans son ensemble. Beaucoup de produits de base et actions liées aux produits de base sont en baisse de 80 % à plus de 90 % sous leur pic antérieur. Jusque-là, ils n'ont récupéré qu'une fraction de ces pertes. Cela offre beaucoup de potentiel pour acheter des actions. Nous mettons en vedette le secteur de l'énergie qui est un de ceux qui ont traversé un long marché baissier et qui commencent à reprendre forme alors que des bases se dessinent sur les graphiques techniques.

### ► S&P/TSX Energy ETF (XEG)



Source: Refinitiv

Une importante tendance baissière du secteur de l'énergie canadien représenté par le fonds XEG essaie de former une base et de redécoller. La tendance généralement faible pendant plus de 10 ans dans ce secteur a marqué un pic à faible volume au début de 2020. Un rebond initial suivi d'une tentative de rechute consolide la base. Le cours actuel essaie de percer la résistance autour de \$6.30 à \$6.75 où passe une ligne de tendance descendante. Une percée au-dessus du plafond de résistance et de cette ligne de tendance sera un cadre technique positif pour une montée aux environs de \$10.00.









# Analyse technique

**Dennis Mark, CFA**  
Analyste  
416 869-7427

## ► Enerplus Corp. (ERF: TSX)

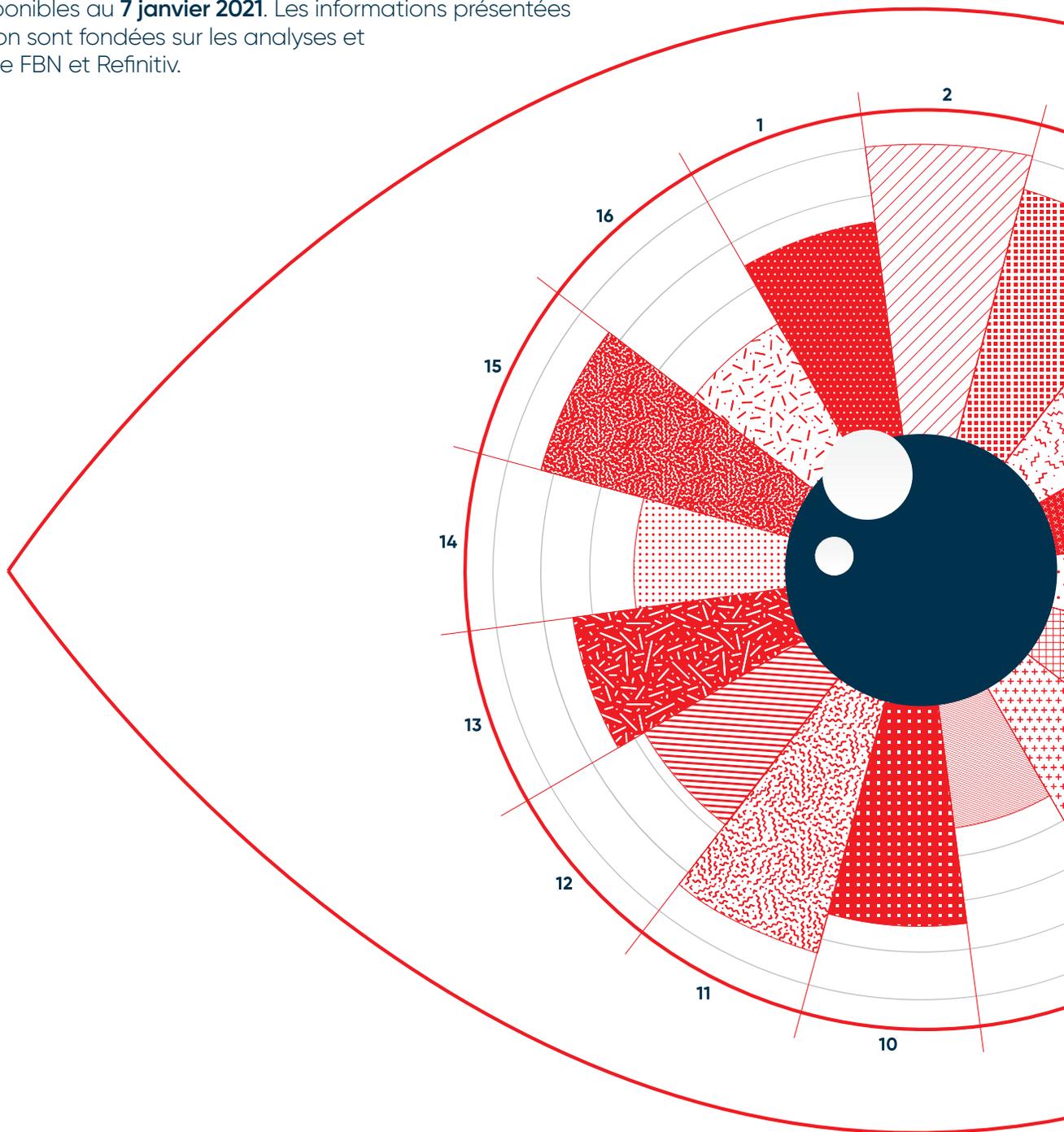


Source: Refinitiv

Une tendance baissière qui a commencé en 2006 et qui a fait passer ERF de \$66.00 à \$2.00 est, on peut l'espérer, arrivée à terme. Le creux près de \$2.00 a été testé avec succès à la fin de 2000. La résistance supérieure, près de \$4.70, est remise en question avec un potentiel de percée alors que l'intérêt pour le secteur pétrolier reprend. Tout regain de vigueur fera sortir la courbe de sa formation de base et poussera le titre vers les \$7.00 alors qu'il continue son processus de reconstruction.

# Analyse sectorielle

Dans cette section, les tableaux et graphiques sont basés sur les informations disponibles au **7 janvier 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
<b>Énergie</b>							
	Cenovus Energy Inc.	CVE	\$8.61	\$13.50	0.00%	56.79%	Pétrole, gaz et combustibles
	Enbridge Inc.	ENB	\$42.75	\$54.00	7.86%	34.13%	Pétrole, gaz et combustibles
	Enerflex Ltd.	EFX	\$7.34	\$8.00	1.13%	10.08%	Équipements et services pour l'énergie
	Keyera Corp.	EFX	\$24.17	\$27.00	7.85%	19.65%	Pétrole, gaz et combustibles
	Parex Resources Inc.	PXT	\$19.91	\$30.00	0.00%	50.68%	Pétrole, gaz et combustibles
	TC Energy Corp.	TRP	\$54.34	\$70.00	6.01%	34.78%	Pétrole, gaz et combustibles
	Tourmaline Oil Corp.	TOU	\$18.34	\$30.00	3.02%	66.63%	Pétrole, gaz et combustibles
<b>Matériaux</b>							
	B2Gold Corp.	BTO	\$7.30	\$12.00	3.04%	67.18%	Or
	Capstone Mining Corp.	CS	\$2.94	\$3.25	0.00%	10.54%	Métaux et minerais
	Dundee Precious Metals Inc.	DPM	\$9.60	\$14.50	1.68%	52.64%	Or
	Endeavour Mining Corp.	EDV	\$32.59	\$60.00	0.00%	84.11%	Or
	Kinross Gold Corp.	K	\$9.94	\$18.00	0.83%	81.86%	Or
	Marathon Gold Corp.	MOZ	\$2.96	\$3.50	0.00%	18.24%	Or
	Sandstorm Gold Ltd.	SSL	\$9.35	\$15.50	0.00%	65.78%	Or
	Teck Resources Ltd.	TECK.b	\$25.17	\$28.50	0.82%	14.02%	Métaux et minerais
<b>Industrie</b>							
	Air Canada	AC	\$23.20	\$30.00	0.00%	29.31%	Transport
	Cargojet Inc.	CJT	\$222.48	\$264.00	0.44%	19.08%	Transport
	Dexterra Group Inc.	DXT	\$6.55	\$8.50	4.46%	34.35%	Services aux entreprises
	Finning International Inc.	FTT	\$29.50	\$35.00	2.78%	21.42%	Biens d'équipement
	Hardwoods Distribution Inc.	HDI	\$25.69	\$35.00	1.56%	37.80%	Biens d'équipement
	Mullen Group Ltd.	MTL	\$10.85	\$12.00	3.16%	13.92%	Transport
	Stantec Inc.	STN	\$42.41	\$50.50	1.40%	20.54%	Services aux entreprises
	TFI International Inc.	TFII	\$67.92	\$77.00	1.64%	15.08%	Transport
	Toromont Industries Ltd.	TIH	\$87.53	\$98.00	1.43%	13.38%	Biens d'équipement
<b>Consommation discrétionnaire</b>							
<b>Biens de consommation de base</b>							
	Empire Company Ltd.	EMP.a	\$35.37	\$43.00	1.46%	23.04%	Distribution alimentaire et pharmacie
	Jamieson Wellness Inc.	JWEL	\$38.18	\$42.75	1.31%	13.28%	Produits ménagers et personnels
<b>Santé</b>							
	Medical Facilities Corp.	DR	\$7.10	\$7.75	4.00%	13.10%	Équipements et services de santé
<b>Finance</b>							
	Alaris Equity Partners Income Trust	AD.un	\$15.11	\$19.00	7.66%	33.95%	Services financiers diversifiés
	Canadian Imperial Bank of Commerce	CM	\$111.74	\$122.00	5.17%	14.41%	Banques
	Element Fleet Management Corp.	EFN	\$13.25	\$18.00	1.99%	37.81%	Services financiers diversifiés
	iA Financial Corporation Inc.	IAG	\$56.86	\$60.00	3.45%	8.93%	Assurances
	Royal Bank of Canada	RY	\$108.07	\$113.00	4.01%	8.56%	Banques
	Trisura Group Ltd.	TSU	\$88.64	\$114.00	0.00%	28.61%	Assurances
<b>Technologies de l'information</b>							
	Kinaxis Inc.	KXS	\$177.37	\$250.00	0.00%	40.95%	Logiciels et services
	Real Matters Inc.	REAL	\$20.34	\$40.00	0.00%	96.66%	Logiciels et services
	Shopify Inc.	SHOP	US\$1159.53	US\$1250.00	0.00%	7.80%	Logiciels et services
<b>Communications</b>							
	Quebecor Inc.	QBR.b	\$31.51	\$39.00	2.49%	26.31%	Média et divertissement
	Rogers Communications Inc.	RCI.b	\$60.39	\$70.00	3.28%	19.23%	Services de Télécommunication
	TELUS Corp.	T	\$26.31	\$28.00	4.68%	11.15%	Services de Télécommunication
<b>Services aux collectivités</b>							
	Brookfield Infrastructure Partners L.P.	BIP.un	US\$49.11	US\$55.00	3.83%	15.94%	Services aux collectivités
	Innervex Renewable Energy Inc.	INE	\$31.38	\$32.00	2.33%	4.27%	Services aux collectivités
	Northland Power Inc.	NPI	\$48.17	\$50.00	2.44%	6.29%	Services aux collectivités
<b>Immobilier</b>							
	CT REIT	CRT.un	\$15.73	\$17.00	5.16%	13.18%	Immobilier
	European Residential REIT	ERE.un	\$4.23	\$5.20	3.83%	26.76%	Immobilier
	Killam Apartment REIT	KMP.un	\$17.08	\$21.00	3.96%	26.93%	Immobilier
	RioCan REIT	REI.un	\$17.10	\$20.00	8.41%	25.38%	Immobilier
	Tricon Residential Inc.	TCN	\$11.36	\$14.00	2.47%	25.70%	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 7 janvier 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

$\Delta$  = Changement de recommandation par rapport au mois précédent.

$\uparrow$  ou  $\downarrow$  = Révision à la hausse ou à la baisse de la recommandation.

**Cours cible** = Cours cible à 12 mois

$\Delta$  = Changement de cours cible par rapport au mois précédent.

$\uparrow$  ou  $\downarrow$  = Révision à la hausse ou à la baisse du cours cible.

**Actions/Parts en circ.** = Nombre d'actions ou de parts en circulation en millions.

**BPA dilué** = Sont indiqués le bénéfice par action après dilution du dernier exercice déclaré et notre estimation pour les exercices 1 (Ex1) et 2 (Ex2).

**BAIIA par action** = Est indiqué le dernier bénéfice avant intérêts, impôts et amortissements publié pour le prochain exercice 1 (Ex1) et l'exercice suivant 2 (Ex2).

**C/B** = Ratio cours/bénéfice. Les calculs du ratio C/B pour un bénéfice nul ou négatif ne s'appliquent pas (s.o.). Un ratio C/B supérieur à 100 est réputé non significatif (n.s.).

**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.

**Dettes/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  
Pranoy Kurian : 416 507-9568

## Banques et compagnies d'assurance vie canadiennes

### ■ Banques canadiennes : Récapitulatif des résultats pour le T4 2020 : Le crédit entraîne des révisions positives.

Après avoir réduit de 15% en moyenne nos prévisions au titre des provisions pour pertes sur créances (PPC) pour 2021E, nous prévoyons maintenant que les banques généreront des BPA qui sont 6 % en deçà de ceux de 2019 antérieurs à la COVID. Avec un ratio PPC pour le secteur de 45 pb pour 2021E, contre 34 pb pour 2019, nous pensons que les révisions de BPA faciles ont en grande partie été prises en compte. Pour l'avenir, nous pensons que le rendement relatif des actions découlera principalement des paramètres de croissance des affaires. Comme nous l'avons indiqué récemment dans un rapport, nous pensons que les prêts à la consommation seront supérieurs aux prêts commerciaux dans les premières phases de la reprise. Nous en avons vu les premiers signes au cours du trimestre. Notre premier choix est RY, qui est fin prête pour un rebond des prêts à la consommation, tandis que CM, qui a été revu à la hausse récemment, pourrait bénéficier d'une revalorisation à mesure que ses paramètres de croissance relative s'amélioreront.

### ■ iA Groupe financier (IAG: TSX). Bon trimestre. Contrats de réassurance visant à fournir une protection contre le risque de baisse.

Dans un secteur financier élargi aux perspectives de croissance peu encourageantes, le rendement supérieur du BPA d'IAG au T3 2020 a été une bonne surprise. Si certains éléments sont probablement insoutenables (p. ex., d'énormes bénéfices en assurance IARD), les résultats sous-jacents générés par IAG ont fait preuve de résilience pendant le ralentissement actuel. Les caractéristiques défensives d'IAG se sont également améliorées, ce qui est presque aussi important. Outre un ratio TSAV meilleur que prévu qui réduit encore l'excédent de fonds propres qui existait plus tôt dans l'année, la société a passé plusieurs contrats de réassurance après le trimestre. Ces opérations se traduiront par des gains ponctuels qu'IAG prévoit de « réinvestir » dans le renforcement des hypothèses des provisions techniques qui pourraient être testées pendant le ralentissement (p. ex., hypothèses de rendement des investissements, mortalité, déchéance, etc.) Bien que le contexte macroéconomique soit difficile, IAG reste notre favori parmi les titres qui sont évalués sous leur valeur comptable, classement qui, selon nous, ne devrait pas survivre longtemps.

### Sélections

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

Symb.	Cote du titre	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 1/7	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 trimestre	est. Ex1	est. Ex2	C/C Ex1				C/C Ex2	
<b>Banques</b>																			
Banque de Montréal	BMO	RM	64,217	643	99.87	10/2020	7.71	8.37	9.26	11.9	10.8	77.40	76.70	77.58	1.3	1.3	4.2%	93.00	↑
Banque Scotia	BNS	RM	82,453	1,211	68.06	10/2020	5.36	6.13	6.74	11.1	10.1	51.87	52.30	54.42	1.3	1.3	5.3%	68.00	↑
CIBC	CM	RS	50,249	445	112.88	10/2020	9.69	10.63	11.83	10.6	9.5	84.05	84.05	89.35	1.3	1.3	5.2%	122.00	↑
Banque Nationale	NA	PN	24,549	336	73.06	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	153,412	1,423	107.84	10/2020	7.97	9.35	9.68	11.5	11.1	56.75	56.75	61.70	1.9	1.7	4.0%	113.00	↑
Banque Toronto-Dominion	TD	RM	133,843	1,804	74.20	10/2020	5.35	6.17	6.52	12.0	11.4	49.49	49.49	52.52	1.5	1.4	4.3%	73.00	↑
Banque Canadienne de l'Ouest	CWB	RM	2,629	87	30.18	10/2020	2.93	3.00	3.24	10.1	9.3	31.76	31.76	33.28	1.0	0.9	3.8%	30.00	
Banque Laurentienne	LB	RI	1,411	43	32.64	10/2020	2.92	2.88	3.20	11.3	10.2	53.58	53.58	53.60	0.6	0.6	4.9%	28.00	↑
<b>Assurances</b>																			
Great-West Lifeco	GWO	RM	28,555	928	30.78	12/2019	2.67	2.78	3.02	11.1	10.2	22.57	23.01	24.54	1.3	1.3	5.7%	30.00	
Industrielle Alliance	IAG	RS	6,020	107	56.23	12/2019	4.87	6.50	6.65	8.7	8.5	54.50	55.64	59.96	1.0	0.9	3.5%	60.00	
Financière Manuvie	MFC	RM	46,478	1,940	23.96	12/2019	2.22	2.71	2.91	8.8	8.2	25.49	24.74	24.42	1.0	1.0	4.7%	22.00	
Financière Sun Life	SLF	RM	35,338	585	60.40	12/2019	4.14	5.35	5.73	11.3	10.5	38.17	39.14	42.90	1.5	1.4	3.6%	59.00	

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

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

## Empire Company Ltd. (TSX – EMP.A)

**Résultats du T2 2021 : Bons résultat dans la vente au détail de produits alimentaires; perspectives d'accélération de la croissance des ventes**

► **Le BPA du T2 2021 s'est établi à \$0.60 (est. FBN \$0.62; consensus \$0.65), comparativement à \$0.57 un an auparavant :**

Le BPA d'ensemble était inférieur à l'estimation de FBN, mais celui du secteur de la vente au détail de produits alimentaires était largement conforme à nos attentes; l'écart négatif était largement dû à des résultats plus faibles que prévu dans le secteur des placements et autres activités et à une augmentation des amortissements. La croissance des ventes à établissements identiques (VEI) excluant le carburant était de 8.7% (est. FBN 9.0%), comparativement à 2.0% un an auparavant. Les ventes de produits alimentaires se sont chiffrées à \$6,975 millions (est. FBN \$6,956 millions), contre \$6,437 millions douze mois plus tôt. Le BAIIA du secteur de la vente au détail de produits alimentaires était de \$506 millions (est. FBN \$501 millions), pour \$443 millions au T2 2020. La direction a indiqué que les coûts liés à la COVID-19 étaient d'environ \$14 millions, ce qui est largement conforme à notre estimation publiée avant le trimestre.

### ► Horizon T3 :

Peut-être plus important encore que les résultats trimestriels, les premières tendances du T3; cinq semaines après le début du trimestre, la direction a souligné que la croissance des VEI de produits alimentaires (excluant le carburant) était en moyenne de 11% (entre 8% et 13%), ce qui dénote une amélioration par rapport au T2, reflétant probablement des mesures plus restrictives adoptées partout au pays en réponse à la hausse du nombre de cas de COVID-19. Après la fin du trimestre, EMP a décidé de distribuer une nouvelle prime de confinement pour les employés touchés par les nouvelles restrictions en Ontario et au Manitoba; les coûts estimés de cette mesure pourraient atteindre \$5 millions par trimestre. La direction évalue les frais liés à la COVID-19 (incluant la prime de confinement, les mesures de désinfection et de sécurité) à environ \$15 à \$20 millions par trimestre.

### ► Autres réflexions et commentaires :

Malgré les résultats solides d'EMP (croissance du bénéfice de plus de 27% pour la division des produits alimentaires) et les perspectives positives à court terme, nous pensons que le marché ignorera cette dynamique dans l'immédiat, car on s'attend à ce que le secteur de la restauration se relève progressivement et que la demande de produits d'épicerie se normalise graduellement. Cela dit, Empire jouit d'un potentiel de croissance considérable à moyen terme grâce à son Projet Horizon.

### ► Cote Rendement supérieur; cours cible de \$43 :

Notre cours cible correspond à 8.0 fois notre estimation du BAIIA 2022-2023 du secteur de la vente au détail de produits alimentaires, plus la valeur des investissements d'Empire (moins 10%).

## Sélection

► Empire Company

	Symb.	Cote du titre	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 01/07	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B		BAIIA			VE/BAIIA		Valeur compt.	Ratio d'endet.	Cours cible	
							(A) Dern. Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	(A) Dern. Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2			12 mois	Δ
<b>Grands magasins</b>																				
Canadian Tire	CTC.a	RS	10,654	61.2	174.13	12/2019	13.07	11.23	13.58	15.5	12.8	2,146	2,033	2,225	7.1	6.4	67.42	0.47	168.00	
Dollarama	DOL	RS	16,574	312.8	52.98	02/2020	1.78	1.84	2.24	28.8	23.6	1,111	1,147	1,332	17.1	14.7	0.84	0.92	61.00	↑
<b>Magasins spécialisés</b>																				
Couche Tard	ATD.b	RS	47,785	1,114.4	42.88	04/2020	1.97	2.23	2.18	15.2	15.5	4,365	4,666	4,454	9.0	9.4	10.70	0.32	55.00	
Parkland Fuel Corporation	PKI	RS	6,627	151.1	43.85	12/2019	2.56	0.73	1.91	60.1	23.0	1,266	1,049	1,269	9.6	7.9	14.86	0.60	46.00	
<b>Habillement</b>																				
Gildan	GIL	RS	7,240	198.3	36.51	12/2019	1.66	(0.44)	1.50	-65.8	19.2	548	109	499	58.5	12.8	7.44	0.37	33.00	
Roots Corporation	ROOT	RM	107	42.2	2.53	02/2020	(0.06)	0.38	0.34	6.7	7.4	52	66	62	4.6	4.9	3.60	0.56	3.00	↑
<b>Épiceries</b>																				
Empire Company	EMP.a	RS	9,553	270.1	35.37	05/2020	2.19	2.44	2.64	14.5	13.4	1,892	2,074	2,116	7.5	7.4	15.54	0.59	43.00	
Loblaw	L	RM	23,030	358.0	64.33	12/2019	4.12	4.21	4.96	15.3	13.0	4,912	4,974	5,202	7.6	7.3	31.27	0.57	82.00	
Metro	MRU	RM	14,327	251.8	56.90	09/2020	3.27	3.53	3.75	16.1	15.2	1,091	1,071	1,079	15.4	15.3	24.45	0.26	65.00	
<b>Transformation des aliments</b>																				
Saputo	SAP	RM	14,929	410.9	36.33	03/2020	1.80	1.88	2.23	19.4	16.3	1,468	1,532	1,713	12.0	10.7	15.8	0.35	39.00	
Lassonde	LAS.a	RS	1,231	6.9	177.50	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	3,967	39.4	100.69	12/2019	3.30	2.94	4.29	34.3	23.5	308	305	401	16.8	12.7	33.9	0.46	117.00	
<b>Vente au détail de matelas</b>																				
Sleep Country Canada	ZZZ	RM	1,002	37.0	27.08	12/2019	1.59	1.72	1.91	15.7	14.2	156	163	171	8.3	8.0	9.12	0.52	29.00	
<b>Beauté et soins personnels</b>																				
MAV Beauty Brands	MAV	RS	213	42.4	5.01	12/2019	0.31	0.47	0.56	10.6	8.9	29	35	38	10.0	9.3	5.53	0.37	6.00	
<b>Restauration</b>																				
MTY Food Group	MTY	RM	1,327	24.7	53.73	11/2020	3.34	(1.27)	3.17	-42.2	16.9	152	154	171	11.6	10.4	22.93	0.44	49.00	
<b>Épicerie en ligne</b>																				
Goodfood Market	FOOD	RS	182	60.3	3.02	08/2020	(0.07)	(0.07)	0.01	NA	NA	5	11	21	NA	NA	0.95	(3.75)	12.75	↑

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

### L'Ontario débloque des fonds supplémentaires pour les SLD et détaille sa stratégie de vaccination...

► **Le gouvernement de l'Ontario a récemment annoncé qu'il accordait un financement supplémentaire de \$398 millions au secteur des SLD.**

Le financement sera utilisé pour aider à combattre la propagation du virus, en aidant les résidences à adhérer à des tests de dépistage améliorés pour le personnel et les visiteurs, et pour améliorer la prévention et l'endiguement de la COVID-19. Le financement supplémentaire de \$398 millions porte à \$1.4 milliard le financement total du gouvernement de l'Ontario pour les SLD depuis le début de la pandémie.

► **Le gouvernement de l'Ontario a également fait le point sur le déploiement des vaccins dans les résidences de SLD.**

À ce jour, environ 53 000 doses (vaccins Pfizer et Moderna confondus) ont été administrées. Ce chiffre comprend environ 26 000 doses administrées aux travailleurs de la santé dans les résidences pour retraités et de SLD, 20 000 aux travailleurs de la santé et environ 1 000 aux résidents. Dans le cadre de la phase 1 du déploiement, le gouvernement de l'Ontario vise à vacciner tous les résidents, les travailleurs de la santé et les fournisseurs de soins essentiels des résidences de SLD des régions de Toronto, Peel, York et Windsor-Essex d'ici le 21 janvier 2021. L'Ontario prévoit de recevoir environ 2 millions de doses dans le cadre de la première phase de son plan de déploiement des vaccins.

► **Les résidences de SLD et maisons de retraite devraient bénéficier de manière significative du déploiement des vaccins.**

Comme nous l'avons déjà écrit, à nos yeux, le secteur des logements pour personnes âgées est celui qui devrait bénéficier le plus directement du déploiement des vaccins contre la COVID-19. Les exploitants ont été confrontés à des défis importants pendant la pandémie (p. ex., des coûts supplémentaires importants pour endiguer ou combattre la COVID-19, ou des restrictions d'occupation imposées volontairement), et nous pensons qu'à

mesure que le déploiement des vaccins se poursuit, cela devrait contribuer à endiguer les éclosions dans le réseau des SLD, réduisant ainsi les coûts liés à la pandémie. En outre, les résidences pour retraités bénéficieront également du déploiement des vaccins, car les exploitants peuvent commencer à lever les restrictions d'emménagement qu'ils se sont imposés s'il y a une plus grande confiance dans l'endiguement de la propagation du virus.

► **Recommandation et évaluation...**

► **Nous attribuons au titre CSH la cote Rendement supérieur et un cours cible de \$13.50.** Celui-ci correspond à 15.8 fois notre estimation des FPER par part pour 2021E, ce qui se traduit par une prime de 19% par rapport à notre estimation de la VAN à un an. Ce résultat reflète les risques commerciaux, les perspectives de croissance et le levier d'endettement utilisé dans le cours normal des activités par rapport à ses pairs.

► **Nous attribuons au titre SIA la cote Rendement supérieur, avec un cours cible de \$15.00.** Notre cours cible implique une décote de 3% par rapport à notre estimation de la VAN à un an, ce qui correspond à 11.5 fois notre estimation FPER par part pour 2021E; ce ratio est proche de la moyenne des sociétés comparables en raison de la composition des actifs de SIA, de ses perspectives de croissance et de son endettement.

► **Nous attribuons au titre EXE la cote Rendement moyen, avec un cours cible de \$7.00.** Celui-ci correspond à 11.8 fois notre estimation des FPER par part pour 2021E, ce qui est proche de la borne inférieure de la fourchette de négociation des sociétés comparables en raison de la composition des activités d'EXE, de ses perspectives de croissance et de son endettement. Cela se traduit par une décote de 2% par rapport à notre estimation de la VAN par action avant impôt à un an.

### Sélections

- › Boardwalk REIT
- › Allied REIT
- › RioCan REIT
- › H&R REIT
- › CAP REIT
- › ERES REIT
- › Tricon
- › InterRent REIT
- › CT REIT
- › Killam REIT

# 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	1-7	(A)	est.	est.	2019A	2020E	2021E	courant	(A)	est.	est.	(A)	est.	est.	VAN	Cible	Rend. total <sup>(1)</sup>	Δ
<b>Détail</b>																					
REI.un	RS	\$5,171	Woolley	\$16.75	\$1.44	\$1.44	\$1.44	8.6%	8.6%	8.6%	5.7%	\$1.87	\$1.62	\$1.58	8.9x	10.4x	10.6x	\$22.40	\$20.00	28.0%	↔
CHP.un	RM	\$9,101	Woolley	\$13.01	\$0.74	\$0.74	\$0.74	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	\$0.99	\$0.93	\$1.01	13.2x	14.0x	12.9x	\$12.20	\$13.50	9.5%	↔
FCR.un	RM	\$2,969	Woolley	\$13.55	\$0.86	\$0.86	\$0.86	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	\$1.23	\$0.99	\$1.04	11.0x	13.7x	13.0x	\$17.10	\$15.00	17.0%	↔
SRU.un	RM	\$3,926	Woolley	\$23.08	\$1.76	\$1.81	\$1.85	7.6%	7.9%	8.0%	8.0%	\$2.27	\$2.17	\$2.06	10.2x	10.6x	11.2x	\$28.60	\$26.00	20.5%	↔
CRT.un	RS	\$3,459	Woolley	\$15.67	\$0.73	\$0.76	\$0.79	4.7%	4.8%	5.0%	5.1%	\$1.17	\$1.18	\$1.24	13.4x	13.3x	12.6x	\$15.50	\$17.00	13.3%	↔
CRR.un	RS	\$2,177	Woolley	\$14.35	\$0.89	\$0.89	\$0.89	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	\$1.16	\$1.05	\$1.13	12.4x	13.6x	12.7x	\$14.40	\$16.50	21.2%	↔
APR.un	RS	\$426	Woolley	\$10.71	\$0.80	\$0.80	\$0.80	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	\$1.00	\$0.90	\$0.94	10.7x	11.9x	11.4x	\$10.00	\$11.50	15.8%	↔
<b>Bureau &amp; Diversifié</b>																					
AP.un	RS	\$4,814	Kornack	\$37.83	\$1.60	\$1.65	\$1.68	4.2%	4.4%	4.4%	4.4%	\$2.30	\$2.29	\$2.30	16.5x	16.5x	16.4x	\$47.95	\$48.00	31.2%	↔
D.un	RS	\$1,118	Kornack	\$19.80	\$1.00	\$1.00	\$1.00	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	\$1.68	\$1.50	\$1.56	11.8x	13.2x	12.7x	\$24.70	\$22.00	16.2%	↔
S.un	RM	\$302	Kornack	\$4.14	\$0.49	\$0.40	\$0.40	11.8%	9.7%	9.7%	9.7%	\$0.76	\$0.71	\$0.69	5.5x	5.8x	6.0x	\$4.35	\$4.00	6.3%	↔
N.un	RM	\$2,236	Woolley	\$12.60	\$0.80	\$0.80	\$0.80	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	\$0.73	\$0.83	\$0.89	17.2x	15.1x	14.1x	\$11.00	\$13.00	-2.4%	↔
H.un	RS	\$4,010	Kornack	\$13.29	\$1.38	\$0.92	\$0.69	10.4%	6.9%	5.2%	5.2%	\$1.73	\$1.66	\$1.74	7.7x	8.0x	7.6x	\$20.35	\$15.50	23.6%	↔
C.un	RES	\$1,480	Kornack	\$8.11	\$0.72	RES	RES	8.9%	RES	RES	RES	\$1.13	RES	RES	7.2x	RES	RES	RES	RES	RES	↔
A.un	RM	\$1,444	Kornack	\$10.66	\$0.99	\$0.54	\$0.55	9.3%	5.1%	5.2%	5.2%	\$1.41	\$1.41	\$1.34	7.6x	7.6x	8.0x	\$11.55	\$10.00	-1.1%	↔
B.un	RM	\$223	Kornack	\$3.53	\$0.42	\$0.36	\$0.30	11.9%	10.2%	8.5%	8.5%	\$0.41	\$0.38	\$0.38	8.5x	9.3x	9.2x	\$3.90	\$3.50	9.3%	↔
<b>Industriel</b>																					
G.un	OP	\$4,045	Kornack	\$65.58	\$3.10	\$2.92	\$3.00	4.7%	4.5%	4.6%	4.6%	\$3.75	\$4.05	\$4.32	17.5x	16.2x	15.2x	\$75.15	\$88.50	39.4%	↔
D.un	RS	\$2,252	Kornack	\$13.15	\$0.70	\$0.70	\$0.70	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	\$0.78	\$0.71	\$0.80	16.8x	18.5x	16.4x	\$12.30	\$13.50	8.0%	↔
W.un	RS	\$644u	Kornack	\$14.45u	\$0.76u	\$0.76u	\$0.76u	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	\$0.88u	\$0.95u	\$1.06u	16.5x	15.2x	13.6x	\$14.70u	\$15.50u	12.5%	↔
S.un	RS	\$2,284	Kornack	\$13.65	\$0.60	\$0.54	\$0.55	4.4%	4.0%	4.0%	4.0%	\$0.58	\$0.66	\$0.67	23.5x	20.7x	20.5x	\$12.80	\$15.25	15.7%	↔
<b>Hôtels</b>																					
H.un	RM	\$244	Woolley	\$3.12	\$0.65u	\$0.65u	\$0.65u	27.4%	27.4%	27.4%	27.4%	\$0.73u	(0.08)u	\$0.11u	3.3x	-30.6x	22.2x	\$2.90	\$3.00	23.6%	↔
<b>Appartements</b>																					
C.un	RS	\$8,581	Kornack	\$49.99	\$1.37	\$1.38	\$1.40	2.7%	2.8%	2.8%	2.8%	\$2.13	\$2.26	\$2.41	23.5x	22.1x	20.7x	\$54.10	\$60.00	22.8%	↔
B.un	RS	\$1,721	Kornack	\$33.74	\$1.00	\$1.00	\$1.00	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	\$2.61	\$2.77	\$2.78	12.9x	12.2x	12.1x	\$42.55	\$42.00	27.4%	↔
K.un	RS	\$1,830	Kornack	\$17.11	\$0.65	\$0.68	\$0.70	3.8%	3.9%	4.1%	4.0%	\$0.98	\$1.02	\$1.06	17.5x	16.8x	16.1x	\$20.70	\$21.00	26.7%	↔
I.un	RS	\$1,948	Kornack	\$13.69	\$0.29	\$0.31	\$0.33	2.1%	2.3%	2.4%	2.4%	\$0.49	\$0.48	\$0.52	28.1x	28.7x	26.2x	\$14.35	\$15.00	11.8%	↔
M.un	RM	\$739	Kornack	\$20.37	\$0.41	\$0.41	\$0.41	2.0%	2.0%	2.0%	2.2%	\$0.78	\$0.86	\$0.93	26.2x	23.7x	22.0x	\$19.00	\$21.00	10.0%	↔
B.un	RM	\$447	Kornack	\$11.25u	\$0.50u	\$0.50u	\$0.50u	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	\$0.73u	\$0.61u	\$0.65u	15.3x	18.3x	17.3x	\$11.95u	\$12.50u	15.6%	↔
E.un	RS	\$962	Kornack	\$4.17	\$0.17	\$0.17	\$0.17	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	\$0.19	\$0.20	\$0.21	22.5x	21.0x	19.4x	\$5.20	\$5.20	28.7%	↔
<b>International</b>																					
I.un	RM	\$300	Kornack	\$8.93	\$0.83	\$0.83	\$0.83	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	\$0.85	\$0.66	\$0.66	10.5x	13.6x	13.6x	\$11.05	\$9.50	15.6%	↔
<b>Résidences pour personnes âgées</b>																					
C.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%	↔
S.un	RS	\$948	Woolley	\$14.14	0.90	0.92	0.94	6.4%	6.5%	6.6%	6.6%	1.38	1.01	1.05	10.2x	14.0x	13.5x	\$15.40	\$15.00	12.6%	↔
E.un	RM	\$595	Woolley	\$6.64	0.48	0.48	0.48	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	0.52	0.80	0.33	12.8x	8.3x	20.3x	\$7.30	\$7.00	12.7%	↔
I.un	RM	\$1,102	Woolley	\$1.83u	\$0.74u	\$0.74u	\$0.74u	40.3%	40.3%	40.3%	0.0%	\$0.75u	\$0.70u	\$0.58u	2.5x	2.6x	3.2x	\$2.50u	\$2.25u	63.2%	↔
<b>Entreposage libre-service</b>																					
S.un	RS	\$1,478	Woolley	\$4.04	\$0.01	\$0.01	\$0.01	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	\$0.09	\$0.12	\$0.12	45.6x	34.5x	32.5x	\$3.45	\$4.50	11.7%	↔
<b>MHC</b>																					
F.un	RS	\$184	Woolley	\$14.57	n/a	n/a	\$0.51	n/a	n/a	3.5%	3.5%	n/a	n/a	\$0.87	n/a	n/a	16.8x	\$16.90	\$18.00	27.0%	↔
<b>Gestion d'actifs</b>																					
T.un	RS	\$2,607	Woolley	\$11.43	\$0.28	\$0.28	\$0.28	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	\$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  
Source: Rapports des sociétés, FBN, Refinitiv

u = dollars US

(1) Rendement combiné = rendement du cours + rendement des distributeurs futures sur une période mobile de 12 mois; pour Amica, les distributions sont trimestrielles

# 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

Adjoint:  
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 éventuelle 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 de la vente des flux d'argent de Cozamin en décembre 2020, 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		Cours 1/7	Cours Cible	Δ	Analyste	BPA			C/B		FTP			C/I/T		Valeur	
						(A) Dern.Ex.	est. Ex1					est. Ex2	Ex1	Ex2	(A) Dern.Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	Actif Net	CVAN		
<b>Production</b>																							
Capstone Mining	CS	RS		1,179	402.5	2.93	3.25	↑	Nagle	(0.02)u	0.07u	0.37u	30.0x	8.0x	0.21u	0.23u	0.63u	9.6x	3.5x	3.87	0.8x		
Copper Mountain Mining	CMMC	RM		493	191.5	2.38	2.30	↑	DeMarco	0.14c	0.11c	0.50c	21.8x	4.8x	0.13c	0.30c	0.84c	7.9x	2.8x	2.10	1.1x		
Ero Copper	EROC	RM		1,960	86.8	22.59	24.00	↓	Nagle	0.97u	1.44u	2.11u	11.8x	10.7x	1.54u	2.25u	2.88u	7.6x	5.9x	29.45	0.8x		
First Quantum Minerals	FM	RS		18,035	689.4	26.16	28.50	↑	Nagle	0.36u	(0.01)u	1.32u	n/a	19.8x	1.95u	2.68u	4.04u	7.3x	4.9x	23.10	1.1x		
Hudbay Minerals	HBM	RM		2,506	261.3	9.59	11.00	↑	Nagle	(0.19)u	(0.38)u	0.18u	n/a	53.5x	1.19u	1.09u	1.92u	6.6x	3.8x	7.82	1.2x		
Lundin Mining	LUN	RM		9,061	733.7	12.35	13.50	↑	Nagle	0.25u	0.38u	0.96u	24.6x	12.9x	0.79u	1.09u	1.96u	8.5x	4.7x	11.22	1.1x		
Nexa Resources	NEXA	RM		1,544	132.4	11.66	15.00	↑	Nagle	0.19u	(0.88)u	0.71u	n/a	16.4x	2.35u	1.73u	3.67u	5.1x	2.4x	28.46	0.4x		
Sherritt International	S	RM		211	397.3	0.53	0.50	↑	DeMarco	(0.34)c	(0.22)c	0.10c	n/a	5.5x	0.03c	0.04c	0.23c	13.2x	2.3x	0.71	0.8x		
Taseko Mines	TKO	RM		517	246.1	1.85	2.00	↑	DeMarco	(0.28)c	(0.10)c	0.04c	n/a	42.5x	0.21c	0.43c	0.41c	4.3x	4.5x	2.58	0.7x		
Teck Resources	TECKb	RS		13,365	531.0	25.17	28.50	↑	Nagle	2.77c	1.21c	1.97c	20.7x	12.8x	6.51c	3.56c	5.58c	7.1x	4.5x	27.55	0.9x		
Titan Mining	TI	RM		120	139.0	0.86	0.90	↑	Nagle	(0.09)c	(0.12)c	0.29c	n/a	3.0x	(0.05)c	0.04c	0.39c	17.1x	1.6x	1.62	0.5x		
Trevali Mining	TV	RM		197	802.6	0.25	0.25	-	Nagle	(0.03)c	(0.02)c	0.06c	n/a	3.8x	0.08c	0.02c	0.12c	8.1x	1.5x	0.60	R		
<b>Sociétés de mise en valeur</b>																							
Adventus Mining	ADZN	RS		144	131.1	1.10	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	RM		238	110.8	2.15	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	0.4x		
Nevada Copper	NCU	RM		305	1,488.3	0.21	0.20	↓	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.45	0.5x		
Josemaria Resources	JOSE	RM		249	300.6	0.83	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	0.5x		
Trilogy Metals	TMQ	RS		373	143.0	2.61	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

u = dollars US; c = dollars canadiens

Source: Rapports des sociétés, Estimations FBN, Refinitiv

# Métaux et minerais : métaux précieux

## Analyse sectorielle



### Don DeMarco

Analyste  
416 869-7572

—  
**Adjoints:**  
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:**  
James Duncan: 416 869-8511  
Jonathan Egilo: 416 507-8177



### John Sclodnick

Analyste  
416-869-8044

—  
**Adjoint:**  
Rabi Nizami: 416 869-7925

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

### ▣ Les événements mondiaux des derniers mois ont instauré un contexte favorable à la hausse du prix de l'or.

Les répercussions économiques de la COVID-19 ont forcé les banques du monde entier à prendre des mesures drastiques. Les taux d'intérêt ont été réduits et des mesures de soutien sans précédent ont été approuvées. La baisse des taux des bons du Trésor américain a créé un environnement de taux réels faibles ou négatifs, dans lequel l'or dépasse habituellement le marché. Les tensions inflationnistes qui découlent du programme d'assouplissement quantitatif de la Fed américaine associées à l'attrait des investisseurs pour les actifs physiques en période d'incertitude ne font que confirmer notre opinion. Les politiques économique et monétaire que devrait adopter la future administration américaine ouvrent également des perspectives positives pour l'évolution du prix de l'or à court terme.

### ▣ 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 :

- **Kinross**  
(K : TSX; cours cible de CA\$18.00)
- **B2Gold Corp.**  
(BTO : TSX; cours cible de CA\$12.00)
- **Dundee Precious Metals Inc.**  
(DPM : TSX; cours cible de CA\$14.50)
- **Endeavour Mining Corp.**  
(EDV : TSX; cours cible de CA\$60.00)

### Sociétés de mise en valeur :

- **Marathon Gold Corp.**  
(MOZ : TSX; cours cible de \$3.50)

### Sociétés de redevances :

- **Sandstorm Gold Ltd.**  
(SSL : TSX; cours cible de \$15.50)

# 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:

James Duncan: 416 869-8511  
Jonathan Egilo: 416 507-8177

### John Sclodnick

Analyste  
416 869-8044

#### Adjoint:

Rabi Nizami  
416 869-7925

Symbole	Cote du Titre	Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 1/17	12 mois		Analyste	BPA			C/B		FTPA			C/FI	Valeur Actif Net	CIVAN	
						Cours	Cible		Δ	(A) Dern.Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	(A) Dern.Ex.	est. Ex1				est. Ex2
<b>Grands producteurs (production &gt;1 Moz)</b>																				
Agnico-Eagle Mines Ltd	AEM	RS	23.430	242.35	96.68	124.00		Parkin	0.96u	2.08u	3.81u	36.7x	20.0x	3.64u	5.40u	5.40u	14.1x	14.1x	63.17	1.5x
Barrick Gold	ABX	RM	55.851	1.778.13	31.41	43.00		Parkin	0.51u	1.08u	1.09u	23.0x	22.8x	1.81u	3.06u	3.06u	8.1x	8.1x	23.57	1.3x
Kinross Gold Corp	K	RS	12.700	1.277.67	9.94	18.00		Parkin	0.31u	0.71u	0.96u	11.1x	8.2x	0.80u	1.31u	1.31u	6.0x	6.0x	14.23	0.7x
Kirkland Lake Gold Corp	KL	RS	14.290	260.82	54.79	71.00		Parkin	2.74u	3.36u	3.75u	12.9x	11.5x	4.46u	4.69u	4.69u	9.2x	9.2x	34.52	1.6x
Newmont	NGT	RS	66.438	803.36	82.70	122.00	↓	Parkin	1.32u	2.34u	3.96u	27.9x	16.5x	4.31u	5.98u	5.98u	10.9x	10.9x	57.29	1.4x
<b>Sociétés de redevances</b>																				
Franco-Nevada Corp	FNV	RM	31.800	190.8	166.64	210.00	-	Nagle	1.82u	2.40u	2.81u	52.2x	59.3x	3.36u	3.88u	4.56u	32.3x	27.5x	74.64	2.2x
Maverix Metals Inc	MMX	RM	1.062	140.2	7.57	7.75	-	Nagle	0.08u	0.07u	0.04u	n/a	204.6x	0.27u	0.26u	0.26u	29.7x	29.1x	5.05	1.5x
Osisko Gold Royalties Ltd	OR	OP	2.796	166.3	16.81	23.00	-	Nagle	0.27u	0.31u	0.67u	n/a	25.1x	0.64u	0.72u	1.16u	23.4x	14.5x	18.78	0.9x
Royal Gold Inc	RGLD	RM	7.138	65.2	109.42u	170.00u	-	Nagle	2.60u	2.83u	3.45u	38.7x	31.7x	4.56u	6.09u	6.19u	13.5x	13.3x	73.20	1.5x
Sandstorm Gold Ltd	SSL	RS	1.787	191.1	9.35	15.50	-	Nagle	0.06u	0.12u	0.23u	58.6x	40.7x	0.34u	0.34u	0.44u	20.7x	16.0x	9.98	0.9x
Wheaton Precious Metals Corp	WPM	RS	25.856	449.3	57.55	90.00	-	Nagle	0.56u	1.15u	1.49u	37.6x	38.6x	1.14u	1.76u	2.05u	24.6x	21.1x	29.40	2.0x
<b>Producteurs intermédiaires (production &gt;250 Koz)</b>																				
Alamos Gold Inc	AGI	RS	4.691	391.55	11.98	16.00		Parkin	0.21u	0.41u	0.53u	23.0x	17.7x	0.75u	0.99u	0.99u	9.5x	9.5x	11.63	1.0x
B2Gold	BTO	RS	7.522	1.030.4	7.30	12.00		DeMarco	0.25u	0.50u	0.54u	14.6x	13.6x	0.51u	0.85u	0.88u	8.6x	8.3x	5.56	1.3x
Centerra Gold Inc	CG	RS	4.561	295.78	15.42	20.50		Parkin	2.35u	2.06u	0.51u	5.9x	24.0x	1.36u	2.91u	3.45u	4.2x	3.5x	17.52	0.9x
Dundee Precious Metals	DPM	RS	1.740	181.3	9.60	14.50		DeMarco	0.26u	0.98u	1.04u	9.8x	9.2x	0.62u	1.37u	1.85u	7.0x	5.2x	11.38	0.8x
Eldorado Gold Corp	ELD	RS	3.155	174.78	18.05	21.00	↓	Parkin	(0.02)u	1.05u	0.93u	17.2x	19.4x	0.93u	2.47u	2.47u	5.8x	5.8x	20.66	0.9x
Endeavour Mining	EDV	RS	5.314	163.1	32.59	60.00		DeMarco	0.68u	2.40u	3.20u	13.6x	10.2x	2.68u	5.21u	6.39u	6.2x	5.1x	37.46	0.9x
Equinox Gold Corp	EQX	RM	4.035	296.0	13.63	18.00	↓	Sclodnick	(0.13)u	0.57u	1.26u	23.9x	10.9x	0.68u	1.16u	2.15u	11.8x	6.3x	16.84	0.8x
IAMGOLD Corp	IMG	RS	2.232	473.80	4.71	7.50		Parkin	(0.03)u	0.29u	0.58u	13.0x	6.4x	0.75u	0.86u	0.86u	4.3x	4.3x	8.64	0.5x
Lundin Gold Inc.	LUG	RS	2.479	230.0	10.78	16.00	↓	Sclodnick	n/a	0.54u	1.14u	20.0x	9.5x	n/a	0.73u	1.46u	14.9x	7.4x	11.73	0.9x
New Gold Inc	NGD	RS	1.947	676.05	2.88	4.00		Parkin	(0.08)u	(0.00)u	0.15u	n/a	18.9x	0.39u	0.37u	0.37u	6.1x	6.1x	4.01	0.7x
OceanaGold Corp	OGC	RS	1.851	703.99	2.63	4.00		Parkin	0.06u	(0.08)u	0.20u	n/a	13.2x	0.33u	0.31u	0.31u	6.7x	6.7x	3.64	0.7x
Pretium Resources	PVG	RM	2.843	188.0	15.12	19.00		DeMarco	0.54u	0.97u	1.23u	15.6x	12.3x	1.13u	2.00u	2.00u	7.6x	7.6x	15.81	1.0x
SSR Mining Inc	SSRM	RS	5.677	219.36	26.88	45.00	↑	Parkin	0.74u	1.50u	2.65u	13.6x	7.7x	1.59u	2.25u	2.25u	9.1x	9.1x	34.33	0.8x
Teranga Gold Corp	TGZ	AO	2.535	167.5	15.13	28.25		DeMarco	0.01u	0.75u	1.64u	20.1x	9.2x	0.50u	1.68u	3.14u	9.0x	4.8x	14.79	1.0x
Yamana Gold Inc	YRI	RM	7.369	986.45	7.47	9.00		Parkin	0.10u	0.30u	0.30u	19.5x	19.8x	0.51u	0.73u	0.73u	8.0x	8.0x	5.51	1.4x
<b>Producteurs d'argent</b>																				
First Majestic Silver Corp	FR	RM	3.815	214.9	17.75	18.00		DeMarco	0.03u	0.21u	0.39u	86.2x	45.4x	0.53u	0.54u	1.01u	33.0x	17.6x	6.95	2.6x
Fortuna Silver Mines Inc	FVI	RM	2.183	184.0	11.86	11.00		DeMarco	0.18u	0.15u	0.94u	78.5x	12.6x	0.45u	0.47u	1.57u	25.1x	7.6x	7.07	1.7x
Pan American Silver	PAAS	RM	10.196	210.1	48.53	57.00		DeMarco	0.60u	1.03u	2.15u	46.9x	22.5x	1.60u	1.95u	3.49u	24.9x	13.9x	24.92	1.9x
<b>Petits producteurs (production &lt;250 Koz)</b>																				
Argonaut Gold Inc.	AR	RS	819	293.7	2.79	4.25		Sclodnick	0.26u	0.23u	0.41u	12.2x	6.8x	0.40u	0.35u	0.76u	7.9x	3.7x	4.43	0.6x
Golden Star Resources	GSC	RS	535	109.6	4.88	8.25		DeMarco	0.21u	0.31u	0.66u	15.6x	7.4x	0.40u	0.74u	0.95u	6.6x	5.1x	7.04	0.7x
K92 Mining Inc.	KMT	RS	1.765	218.9	8.06	12.25		Egilo	0.15u	0.21u	0.39u	38.2x	20.9x	0.24u	0.35u	0.48u	22.9x	16.8x	9.51	0.8x
TMAC Resources	TMR	AO	285	130.3	2.19	2.20	↑	DeMarco	0.04u	0.16u	0.41u	14.0x	5.4x	0.76u	0.66u	0.65u	3.3x	3.4x	1.98	1.1x
Wedome Corp.	WDO	RS	1.497	138.4	10.82	17.50		DeMarco	0.32u	0.49u	0.80u	21.9x	13.5x	0.56u	0.79u	1.07u	13.7x	10.1x	11.55	0.9x
<b>Sociétés de mise en valeur</b>																				
Artemis Gold Inc.	ARTG	RS	790	122.7	6.44	8.50		DeMarco	0.00u	(0.04)u	(0.02)u	-	-	0.00u	(0.08)u	(0.02)u	-	-	8.37	8.37
Barsele Minerals Corp.	BME	RM	72	124.3	0.58	0.75	↑	Sclodnick	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.72	0.8x
Bluestone Resources Inc.	BSR	RS	286	143.5	1.99	3.50		Sclodnick	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	3.85	0.5x
Falco Resources Ltd.	FFC	RM	83	207.9	0.40	0.55		Sclodnick	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.61	0.7x
Integra Resources Corp.	ITR	RS	262	54.6	4.80	7.25		Sclodnick	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	7.53	0.6x
Liberty Gold Corp	LGD	RS	408	247.1	1.65	2.90		Sclodnick	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	3.35	0.5x
MAG Silver Corp	MAG	RS	2.563	91.2	28.11	29.50		DeMarco	(0.06)u	(0.18)u	0.59u	-	47.9x	(0.04)u	(0.04)u	0.80u	-	35.2x	19.50	1.4x
Marathon Gold Corp.	MOZ	RS	616	211.1	2.92	3.50	↑	Sclodnick	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	3.40	0.9x
Minera Alamos	MAI	RS	307	438.2	0.70	1.10		Sclodnick	n/a	n/a	0.03u	n/a	27.1x	n/a	n/a	0.04u	n/a	18.6x	0.94	0.7x
O3 Mining Inc.	OIII	RS	188	60.2	3.12	4.75		DeMarco	(0.09)u	(0.20)u	(0.18)u	-	-	(0.09)u	(0.20)u	(0.18)u	-	-	6.52	6.52
Osisko Development	ODV	RS	1.033	125.6	8.22	10.75		Sclodnick	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	RS	1.251	340.7	3.67	6.25		DeMarco	(0.16)u	(0.05)u	(0.04)u	-	-	(0.00)u	(0.02)u	(0.02)u	-	-	5.00	5.00
Pure Gold Mining Inc.	PGM	RM	889	393.3	2.26	2.50		Sclodnick	n/a	n/a	0.06u	n/a	38.6x	n/a	n/a	0.14u	n/a	15.7x	2.42	0.9x
Sabina Gold and Silver Corp.	SBB	RS	1.014	326.1	3.11	3.75	↑	Sclodnick	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	3.47	0.9x
SilverCrest Metals	SIL	RS	1.892	128.5	14.73	17.00		DeMarco	(0.22)u	(0.23)u	(0.04)u	-	-	(0.19)u	(0.20)u	(0.03)u	-	-	10.96	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 une année houleuse marquée par des turbulences sans précédent, les actions énergétiques ont terminé 2020 sur une note prometteuse. En particulier, les actions des sociétés pétrolières ont enregistré une puissante reprise depuis le début de novembre (+40% pour l'indice plafonné S&P/TSX de l'énergie) grâce à une amélioration du contexte macroéconomique due à la distribution de vaccins aux quatre coins du globe. Quant aux perspectives de 2021, la demande pourrait subir des pressions à court terme, car la production continue d'augmenter en Libye, où elle devrait atteindre 1.2 Mb/j en 2021 (comparativement à 1.1 Mb/j actuellement), et les sanctions imposées à l'Iran pourraient être allégées sous la présidence de Joe Biden, de sorte que le pays pourrait faire doubler sa production à 4.5 Mb/j en 2021. Cependant, nous restons prudemment optimistes pour le deuxième semestre de l'année, où la reprise économique devrait se poursuivre, entraînant une normalisation du complexe de l'offre et de la demande, à un moment où nous espérons que la pandémie sera bien chose du passé. En outre, nous nous attendons à ce que l'OPEP+ trouve l'équilibre fragile nécessaire pour s'assurer que les stocks mondiaux continuent de baisser jusqu'aux niveaux moyens historiques au milieu de l'année 2021. Pour refléter notre regain d'optimisme, nous avons relevé nos prévisions de prix du WTI de US\$42.25/b à US\$50/b. Pour 2022 et au-delà, nous maintenons notre hypothèse de US\$50/b. Par rapport à nos estimations, les prix Cal21 et Cal22 pour le WTI se situent actuellement à US\$49.74/b and US\$47.15/b, respectivement.

#### ► Gaz naturel :

Contrairement au pétrole brut, les prix du gaz naturel sont descendus des précédents sommets inscrits à la fin du mois d'octobre, principalement en raison des prévisions d'un hiver plutôt chaud. Le phénomène a été exacerbé par la récente montée des prix du pétrole, car le gaz naturel a une corrélation inverse avec le pétrole brut. Le marché du gaz en Amérique du Nord devrait rester sous-approvisionné d'environ 3 Gpi<sup>3</sup>/j tout au long de 2021. De plus, les investissements en immobilisations restent limités, si bien que la production ne devrait pas croître de façon significative. La demande devrait rester résiliente pendant toute l'année,

soutenue par l'élasticité des prix liée à la demande d'électricité et par le bond des exportations de GNL (environ 11 Gpi<sup>3</sup>/j actuellement), même s'il est possible qu'elle souffre à court terme des prévisions d'un hiver plus chaud. Nous avons abaissé nos prévisions pour le gaz AECO de CA\$2.85/kpi<sup>3</sup> à CA\$2.40/kpi<sup>3</sup> pour 2021 et de CA\$2.95/kpi<sup>3</sup> à CA\$2.35/kpi<sup>3</sup> pour 2022. Nous avons également revu à la baisse nos prévisions pour le gaz NYMEX de US\$2.90/kpi<sup>3</sup> à US\$2.60/kpi<sup>3</sup> pour 2021 et de US\$3.00/kpi<sup>3</sup> à 2.60/kpi<sup>3</sup> pour 2022. Par rapport à nos prévisions de prix, les prix Cal21 et Cal22 pour les gaz AECO et NYMEX se situent respectivement à \$CA2.64/kpi<sup>3</sup> et \$CA2.38/kpi<sup>3</sup>, et à US\$2.74/kpi<sup>3</sup> et US\$2.59/kpi<sup>3</sup>.

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 est maintenant résolument terminée, 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. Les sociétés gagnantes, qui comptent parmi nos premiers choix, devraient se démarquer des autres aussi longtemps que ce schéma persiste.

#### ► 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 des 10 dernières années. Sur notre horizon de prévision, nous nous attendons à ce que Parex dégage des FTD supérieurs 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**

Symb.	Cote du titre	Δ	Analyste	Actions e.c. (M)	Cours 1/7	Cap. bours. (M)	Rend. (%)	VE/FTCD					FTPA dilués			12 mois				
								2019A	est. 2020E	est. 2021E	2020E	2021E	2020E	est. 2021E	est. 2022E	Cible	Cours	Rend.	Δ	
<b>Grandes sociétés/Intégrées</b>																				
Canadian Natural Resources	CNQ	RS	Wood	1181.1	\$33.81	\$39,931	5%	5.2x	9.7x	5.9x	3.8x	1.9x	\$8.60	\$4.66	\$7.52	7.2x	4.5x	\$42.00	29%	↑
Cenovus Energy	CVE	RS	Wood	2017.3	\$8.49	\$17,127	0%	5.0x	28.2x	4.8x	29.5x	2.0x	\$3.01	\$0.19	\$2.54	45.0x	3.3x	\$13.50	59%	↑
Ovintiv Inc (US\$)	OVV	RS	Wood	259.8	\$17.28	\$4,490	2%	6.4x	5.4x	4.4x	4.1x	3.1x	\$11.22	\$7.27	\$8.74	2.4x	2.0x	\$18.50	9%	↑
Imperial Oil	IMO	RM	Wood	736.3	\$27.42	\$20,189	3%	8.3x	35.4x	5.7x	6.8x	0.6x	\$4.59	\$0.87	\$5.26	31.6x	5.2x	\$30.00	13%	↑
Suncor Energy	SU	RM	Wood	1558.1	\$23.54	\$36,679	4%	6.8x	9.7x	5.5x	3.7x	1.5x	\$6.93	\$2.52	\$5.33	9.5x	4.4x	\$28.00	23%	↑
<b>Grandes cap./Cap. Moyennes</b>																				
Advantage Oil & Gas	AAV	RS	Payne	193.4	\$1.74	\$336	0%	4.1x	4.5x	3.2x	2.2x	1.3x	\$0.83	\$0.60	\$0.89	2.9x	2.0x	\$3.00	72%	↓
ARC Resources Ltd.	ARX	RS	Wood	353.4	\$6.37	\$2,251	4%	4.3x	4.7x	4.3x	1.3x	1.0x	\$1.97	\$1.73	\$1.84	3.7x	3.5x	\$7.00	14%	↓
Baytex Energy	BTE	RM	Payne	566.5	\$0.86	\$487	0%	3.0x	5.6x	4.2x	6.0x	4.0x	\$1.62	\$0.56	\$0.75	1.5x	1.1x	\$1.00	16%	↑
Birchcliff Energy	BIR	RS	Payne	265.9	\$1.90	\$905	1%	4.1x	6.1x	3.8x	3.8x	2.2x	\$1.26	\$0.73	\$1.13	2.6x	1.7x	\$3.00	59%	↑
Crescent Point Energy Corp.	CPG	RS	Wood	530.0	\$3.39	\$1,797	0%	2.7x	4.2x	4.0x	2.6x	2.3x	\$3.35	\$1.60	\$1.56	2.1x	2.2x	\$3.50	4%	↑
Enerplus Corporation	ERF	RS	Wood	222.5	\$4.46	\$993	3%	2.1x	3.8x	3.5x	1.4x	1.1x	\$3.04	\$1.89	\$1.79	2.6x	2.5x	\$5.50	26%	↑
Freshford Royalties	FRU	RS	Wood	130.7	\$5.53	\$723	4%	6.1x	9.7x	6.4x	0.1x	0.0x	\$1.00	\$0.60	\$0.85	10.0x	6.5x	\$7.50	40%	↑
Headwater Exploration	HWX	RS	Payne	199.1	\$2.60	\$518	0%	-0.3x	80.9x	7.6x	-12.4x	-0.9x	\$0.09	\$0.05	\$0.31	55.7x	8.4x	\$3.50	35%	↑
Kell Exploration	KEL	RS	Payne	188.5	\$2.05	\$386	0%	5.6x	4.9x	5.5x	-0.6x	-0.2x	\$0.99	\$0.31	\$0.36	6.5x	5.6x	\$2.50	22%	↑
MEG Energy	MEG	RM	Wood	302.7	\$4.70	\$1,423	0%	4.6x	8.0x	7.8x	10.0x	9.1x	\$2.41	\$0.92	\$0.97	5.1x	4.9x	\$5.50	17%	↑
NuVista Energy	NVA	RM	Payne	225.7	\$1.00	\$226	0%	4.3x	4.3x	4.2x	3.9x	3.8x	\$1.18	\$0.68	\$0.72	1.5x	1.4x	\$1.25	25%	↑
Paramount Resources	POU	RM	Payne	133.8	\$6.50	\$736	0%	4.9x	8.4x	3.9x	5.9x	2.2x	\$2.29	\$1.06	\$2.50	5.2x	2.2x	\$7.00	27%	↑
Parex Resources	PXT	RS	Wood	117.9	\$19.14	\$2,256	0%	3.1x	5.1x	2.6x	-1.2x	-1.0x	\$5.02	\$2.86	\$4.99	6.7x	3.8x	\$30.00	57%	↑
Peyto Exploration & Development	PEY	RS	Wood	164.9	\$3.18	\$524	1%	5.2x	6.3x	4.1x	5.5x	3.3x	\$1.95	\$1.29	\$2.14	2.5x	1.5x	\$3.50	11%	↓
PrairieSky Royalty	PSK	RM	Wood	223.3	\$10.72	\$2,394	2%	18.4x	17.0x	14.3x	0.3x	-0.4x	\$0.94	\$0.62	\$0.73	16.8x	14.7x	\$11.50	10%	↑
Seven Generations	VII	RS	Wood	333.3	\$6.84	\$2,280	0%	3.4x	4.5x	4.0x	2.4x	2.1x	\$3.98	\$4.29	\$2.73	2.8x	2.5x	\$8.50	24%	↑
Spartan Delta	SDE	RS	Payne	69.8	\$3.60	\$251	0%	-92.2x	6.3x	2.7x	0.2x	-0.4x	-\$0.89	\$0.58	\$1.20	0.0x	0.0x	\$6.00	67%	↑
Storm Resources	SRX	RM	Payne	121.6	\$2.16	\$263	0%	5.3x	6.2x	4.2x	2.3x	1.5x	\$0.49	\$0.47	\$0.71	0.0x	0.0x	\$3.00	39%	↑
Tamarack Valley Energy	TVE	RS	Payne	262.2	\$1.40	\$367	0%	3.0x	4.6x	3.3x	1.9x	1.1x	\$0.97	\$0.53	\$0.58	2.7x	2.4x	\$2.25	61%	↑
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	\$14.05	\$1,586	6%	-1.7x	15.0x	12.1x	-2.7x	-1.2x	\$11.16	\$0.99	\$1.07	14.2x	13.1x	\$17.00	27%	↓
Tourmaline Oil	TOU	RS	Payne	296.5	\$18.30	\$5,426	3%	4.9x	6.0x	3.7x	1.6x	0.8x	\$4.43	\$4.28	\$6.04	4.3x	3.0x	\$30.00	67%	↓
Vermilion Energy Inc.	VET	RM	Wood	158.3	\$6.42	\$1,016	0%	6.2x	5.6x	4.7x	4.3x	3.5x	\$5.82	\$3.00	\$3.45	2.1x	1.9x	\$7.00	9%	↑
Whitecap Resources	WCP	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R
<b>Petites capitalisations</b>																				
Crew Energy	CR	RM	Payne	160.3	\$0.60	\$96	0%	4.1x	6.9x	4.1x	8.4x	4.2x	\$0.53	\$0.28	\$0.62	2.2x	1.0x	\$0.75	25%	↑
PetroShale	PSH	RM	Payne	187.3	\$0.15	\$27	0%	6.1x	7.1x	5.9x	8.3x	6.6x	\$0.39	\$0.22	\$0.27	0.6x	0.5x	\$0.20	38%	↑
Pipestone Energy	PIPE	RM	Payne	189.9	\$0.72	\$137	0%	32.4x	6.8x	2.6x	4.0x	1.3x	\$0.01	\$0.22	\$0.73	3.2x	1.0x	\$0.85	18%	↑
Surge Energy	SGY	RM	Payne	362.7	\$0.34	\$122	0%	4.0x	5.3x	3.8x	5.3x	3.0x	\$0.55	\$0.21	\$0.31	1.6x	1.1x	\$0.50	49%	↑
Yangarra Resources	YGR	RM	Payne	85.4	\$0.85	\$73	0%	3.2x	4.2x	2.8x	3.7x	2.3x	\$1.08	\$0.57	\$0.86	1.5x	1.0x	\$1.00	18%	↑

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

Symb.	Cote du titre	Δ	Analyste	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Prix de l'action 1-7	BAIIA (M)			VE/BAIIA			Dette nette / BAIIA			12 mois cours		
							2019	2020e	2021e	2019	2020e	2021e	2019	2020e	2021e	Cible	Rend.	Δ
<b>Services pétroliers</b>																		
CES Energy Solutions Corp.	CES	RM	Payne	\$ 378.10	262.6	\$1.44	\$ 167.1	\$ 76.4	\$ 90.4	21.0x	5.5x	6.1x	2.3x	3.8x	2.9x	\$1.80	25%	↑
National Energy Services Reunited	NESR	RS	Payne	\$ 949.10	89.9	\$10.56	\$ 185.9	\$ 209.6	\$ 245.3	6.4x	5.9x	4.7x	1.7x	1.6x	1.0x	\$12.00	14%	↑
Precision Drilling Corp.	PD	RM	Payne	\$ 357.95	13.7	\$26.08	\$ 411.4	\$ 276.8	\$ 230.9	21.0x	5.5x	6.1x	3.3x	4.1x	4.5x	\$30.00	15%	↑
Trican Well Services	TCW	RM	Payne	\$ 429.77	258.9	\$1.66	\$ 30.6	\$ 19.3	\$ 29.6	11.6x	21.4x	13.3x	1.3x	-0.4x	-0.1x	\$2.00	20%	↑

# Pipelines, services publics et infrastructures

## Analyse sectorielle



**Patrick Kenny, CFA**

Analyste

403 290-5451

—

Adjoint:

Zach Warnock: 403 355-6643

### Aperçu

Les premiers résultats de l'élection présidentielle de 2020 semblaient ne pas faire honneur à la thèse de la « vague bleue », mais les récentes élections sénatoriales en Géorgie ont donné deux sièges de plus aux démocrates au Sénat, qui ont donc remporté la Maison-Blanche et contrôlent maintenant la Chambre des représentants et le Sénat. Nous pensons donc que Joe Biden aura les mains plus libres pour faire progresser son programme de transition énergétique et faire adopter plus d'aides budgétaires. L'indice S&P TSX était en hausse d'environ 1.5% en décembre, où les titres du secteur énergétique ont remonté en raison de la hausse des prix des matières premières, tandis que notre indice de référence pour le secteur intermédiaire affichait une hausse d'environ 6.5% et que celui des services publics était relativement stable.

### ► Mise à jour sur les produits de base :

Même si la hausse du nombre de cas de COVID lors de la deuxième vague a poussé une grande partie des pays d'Europe et d'Amérique du Nord à réinstaurer ou à prolonger leurs mesures de confinement, le lancement des campagnes de vaccination dans les pays développés a entraîné une large reprise des prix des produits de base, portés par les espoirs d'un retour plus rapide en 2021 vers les conditions économiques d'avant la COVID. Le WTI a donc poursuivi ses gains en décembre, avec un baril se négociant en moyenne autour de US\$47, soit environ 15% de plus qu'en novembre, ce qui donne une moyenne d'environ US\$40 le baril en 2020, soit une contraction de près de 30% en glissement annuel. Cependant, nous relevons que les prix sont élevés en début d'année 2021, le baril WTI ayant dépassé la barre des US\$50 pour la première fois depuis février 2020. Du côté du gaz, comme l'hiver tarde à arriver, le prix du gaz AECO s'est contracté en décembre, avec une moyenne de \$2.58/kpi<sup>3</sup> pour le mois, en baisse de 9% par rapport à la moyenne de novembre de \$2.85/kpi<sup>3</sup>. Comme l'hiver nord-américain est bien plus doux qu'on ne s'y attendait, nous anticipons des prix inférieurs aux attentes pour le gaz AECO tout au long de 2021, en dessous de notre estimation antérieure de \$2.85/kpi<sup>3</sup> et conformes aux prix à terme. En ce qui a trait aux perspectives de marketing, la moyenne du différentiel du pétrole lourd WCS s'est creusée en décembre, à environ US\$13.50/b (novembre environ US\$10/b), car les stocks du BSOC se sont accumulés et certains sites sont retournés en activité, de sorte que les conditions sont légèrement meilleures pour le marketing du pétrole brut. Pour ce qui est des LGN, avec la baisse des prix du

gaz et la hausse des prix des liquides, l'écart de prix des liquides issus de la fracturation hydraulique a terminé l'année à des niveaux inégalés en 2020 d'environ US\$25/b, comparativement à une moyenne de près de US\$15/b sur l'année.

### ► Mise à jour sur le transport par pipeline :

Avec la victoire de Joe Biden, nous nous attendons à ce qu'il honore sa promesse d'annuler le permis présidentiel visant le pipeline KXL, si bien que nous avons supprimé 50% de la valeur liée au risque (environ \$3 par action) incluse dans notre cours cible pour KXL, tandis que le pipeline Marketlink d'une capacité d'environ 700,000 b/j (de Cushing au golfe du Mexique; environ 5% du BAIIA) pourrait également souffrir d'une baisse des volumes liée à un ralentissement de la production de pétrole. 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. Pendant ce temps, le refus de nouvelles concessions de pétrole et de gaz sur les territoires fédéraux devrait faire baisser la production américaine d'environ 1.1 Mb/j (environ 10%), ce qui soutiendrait les prix du WTI et comprimerait les différentiels avec les produits canadiens, favorisant alors la croissance de la production de sables bitumineux et la demande de nouvelles capacités de stockage en réservoirs pour le secteur intermédiaire. En comptant sur la Ligne 3R et sur TMX et en excluant KXL, nous continuons de tabler sur une utilisation durable des capacités du Réseau principal d'ENB de plus de 90%.

Pendant ce temps, après de nombreuses décisions positives des autorités de réglementation en novembre et en décembre, ENB a obtenu tous les permis d'État et fédéraux en suspens pour le tronçon américain du projet de remplacement de la Ligne 3, ce qui a permis à la Minnesota Public Utilities Commission d'autoriser le début des travaux (le 24 novembre). Avec la disparition des obstacles réglementaires, Enbridge a entamé les travaux de construction à la fin du mois de novembre et a maintenu la date d'entrée en service au T4 2021 lors de sa journée des investisseurs de décembre. La société a indiqué qu'elle présenterait une nouvelle estimation des coûts (actuellement de US\$3.4 milliards en comptant Southern Access Expansion) au début de 2021. Les précautions liées à la COVID et les conditions hivernales devraient faire monter les coûts de construction. Nous maintenons notre hypothèse d'une entrée en service le 1er janvier 2022 en tablant sur un délai de construction de six à neuf mois, sous réserve que les travaux progressent sans entrave. Par

# Pipelines, services publics et infrastructures

## Analyse sectorielle

### Patrick Kenny, CFA

Analyste  
403 290-5451

Adjoint:  
Zach Warnock: 403 355-6643

ailleurs, le 16 octobre, des groupes opposés au projet ont déposé plainte contre le pipeline DAPL auprès de la Cour d'appel des États-Unis, et la réponse d'Energy Transfer Partners et du Federal Army Corps of Engineers était attendue pour le 20 novembre. Nous attendons une décision de la Cour d'appel des États-Unis au début du mois de janvier sur la fermeture ou non du pipeline pendant le processus, d'une durée d'un an environ, qui permettra à l'Army Corps de présenter une étude d'impact environnemental.

### ► 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, quand le président élu Joe Biden cherchera 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, lors de sa récente journée des investisseurs, Capital Power a confirmé qu'elle souhaitait abandonner le charbon d'ici la fin de 2023 et 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 restent 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<sub>2</sub>e/MWh. Dans l'ensemble, le projet devrait produire un TRI d'environ 14% (plus de 20% avec la dette).

### ► Mise à jour sur les critères ESG :

Nous avons récemment mis à jour notre tableau de bord ESG pour Pembina en relevant son résultat de 11 points, de 61 à 72 sur 100, en raison d'une meilleure communication des indicateurs de performance ESG clés, en particulier en ce qui a trait au roulement volontaire et aux taux de diversité. En ce qui concerne les émissions de GES, PPL a noté une augmentation d'environ 1% des émissions en 2019 a/c, à près de 3,087 MT CO<sub>2</sub>e, mais nous relevons une baisse des émissions par rapport au BAIIA chaque année au cours des cinq dernières années, reflétant la croissance des activités. Pembina cherchera à définir globalement une stratégie claire relative aux émissions de GES en 2021, ainsi que des cibles d'intensité des émissions.

### ► Titres favoris :

Dans l'ensemble, compte tenu de nos estimations pour 2021, nous prévoyons une croissance stable des FPER par action en 2020e, 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 2020 sont Enbridge (ENB), Keyera (KEY), Capital Power (CPX) et TC Énergie (TRP).

### Sélections

- › Enbridge
- › Keyera
- › Capital Power
- › TC Energy

# Pipelines, services publics et infrastructures

## Analyse sectorielle

Patrick Kenny, CFA

Analyste

403 290-5451

Adjoint:

Zach Warnock: 403 355-6643

	Parts		Cap. bours.	Distributions par part			Rendement des distr.		FTPA distr. Dilués			C/FT distr.		Dette/ Enc. distr. 20e	12 mois					
	Cote du titre	e.c. (M)		Cours 01-07	est. 2019	est. 2020e	est. 2021e	2020e	2021e	est. 2019	est. 2020e	est. 2021e	2020e		2021e	Cible	Cours Rend.	Rendement Δ combiné		
																			Symb.	titre
<b>Pipelines &amp; divers</b>																				
AltaGas	ALA	RS	279.4	\$18.72	\$5,231	\$0.96	\$0.96	\$1.00	5.1%	5.3%	\$1.92	\$2.06	\$2.42	9.1x	7.7x	5.9x	22.00	17.5%	↑	22.9%
Enbridge Inc.	ENB	RS	2019.5	\$40.71	\$82,214	\$2.95	\$3.24	\$3.34	8.0%	8.2%	\$4.57	\$4.70	\$4.89	8.7x	8.3x	5.0x	54.00	32.6%	↓	40.8%
Gibson Energy	GEI	RM	149.0	\$20.56	\$3,063	\$1.32	\$1.36	\$1.36	6.6%	6.6%	\$2.04	\$1.97	\$2.04	10.4x	10.1x	3.2x	24.00	16.7%		23.3%
Inter Pipeline	IPL	RM	429.2	\$11.87	\$5,095	\$1.71	\$0.48	\$0.48	4.0%	4.0%	\$1.95	\$1.68	\$1.44	7.1x	8.2x	6.9x	14.00	17.9%		22.0%
Keyera	KEY	RS	221.0	\$22.62	\$5,000	\$1.85	\$1.92	\$1.92	8.5%	8.5%	\$2.77	\$3.32	\$2.58	6.8x	8.8x	4.0x	27.00	19.4%		27.9%
Pembina Pipelines	PPL	RM	548.0	\$30.10	\$16,495	\$2.36	\$2.52	\$2.52	8.4%	8.4%	\$4.22	\$3.79	\$3.75	7.9x	8.0x	4.9x	36.00	19.6%	↑	28.0%
Secure Energy	SES	RS	158.6	\$2.46	\$390	\$0.27	\$0.03	\$0.03	1.2%	1.2%	\$0.59	\$0.41	\$0.47	6.0x	5.2x	3.0x	2.50	1.6%		2.8%
Superior Plus	SPB	RM	176.0	\$12.18	\$2,144	\$0.72	\$0.72	\$0.72	5.9%	5.9%	\$1.58	\$1.41	\$1.30	8.6x	9.4x	3.5x	14.00	14.9%		20.9%
Tidewater Midstream	TWM	RS	338.5	\$0.82	\$278	\$0.04	\$0.04	\$0.04	4.9%	4.9%	\$0.17	\$0.15	\$0.25	5.4x	3.3x	3.8x	1.00	22.0%		26.8%
TC Energy Corp.	TRP	RS	940.0	\$51.75	\$48,645	\$3.00	\$3.24	\$3.50	6.3%	6.8%	\$5.42	\$5.58	\$5.50	9.3x	9.4x	5.1x	70.00	35.3%		42.0%
Tervita	TEV	RM	113.4	\$2.90	\$329	\$0.00	\$0.00	\$0.00	0.0%	0.0%	\$0.55	\$0.32	\$0.29	9.0x	10.1x	4.4x	2.50	-13.8%		-13.8%
<b>Producteurs d'électricité</b>																				
ATCO Ltd.	ACO	RM	114.7	\$36.49	\$4,184	\$1.62	\$1.74	\$1.81	4.8%	5.0%	\$3.34	\$2.19	\$2.08	16.7x	17.6x	4.4x	45.00	23.3%		28.3%
Canadian Utilities	CU	RM	273.1	\$31.09	\$8,490	\$1.69	\$1.74	\$1.81	5.6%	5.8%	\$4.23	\$2.71	\$2.92	11.5x	10.7x	5.1x	36.00	15.8%		21.6%
Capital Power	CPX	RS	105.5	\$34.98	\$3,690	\$1.86	\$1.99	\$2.12	5.7%	6.1%	\$5.31	\$4.97	\$5.05	7.0x	6.9x	4.3x	39.00	11.5%	↑	17.6%
Emera Inc.	EMA	RM	249.6	\$54.10	\$13,501	\$2.39	\$2.48	\$2.58	4.6%	4.8%	\$2.89	\$2.75	\$4.22	19.7x	12.8x	6.0x	62.00	14.6%		19.4%
Fortis Inc.	FTS	RM	465.1	\$52.00	\$24,186	\$1.83	\$1.92	\$2.05	3.7%	3.9%	\$3.52	\$3.85	\$4.39	13.5x	11.8x	6.3x	61.00	17.3%		21.3%
Hydro One Ltd.	H	RM	596.9	\$28.65	\$17,102	\$0.95	\$1.01	\$1.07	3.5%	3.7%	\$1.86	\$1.65	\$1.72	17.4x	16.7x	5.5x	31.00	8.2%		11.9%
TransAlta	TA	RM	274.2	\$9.67	\$2,652	\$0.16	\$0.17	\$0.17	1.8%	1.8%	\$1.37	\$1.35	\$1.67	7.1x	5.8x	3.8x	10.00	3.4%		5.2%

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

### ► Medical Facilities (DR: TSX)

*Les perspectives s'améliorent et notre cours cible monte, suivant la valorisation des sociétés comparables :*

En novembre 2020, Medical Facilities a publié des résultats solides au T3 2020 qui, en grande partie et malgré des résultats mitigés au titre des établissements médicaux, étaient supérieurs à nos prévisions ou en hausse sur douze mois, même compte tenu des aides gouvernementales. Nous restons prudents vis-à-vis de ce titre depuis quelque temps en raison d'acquisitions non rentables et de baisses des marges, mais la société semble être arrivée à un point d'inflexion : 1) elle s'est largement départie de ses actifs peu rentables tout au long de l'année 2020; et 2) sa marge BAIIA a augmenté pendant une bonne partie de l'année (+50 pb a/a au T1 2020 et +1.33 pb a/a au T3 2020, tandis que le T2 2020 a gravement pâti de la pandémie). En outre, 1) les volumes de DR continuent de se normaliser au T4 2020 malgré le fait que certains de ses hôpitaux opèrent dans un État très touché par la COVID-19 (C-19), le Dakota du Sud; 2) les volumes pourraient augmenter au cours des prochains trimestres, car DR, qui ne traite pas les patients atteints de la C-19, récupère les patients en attente d'opérations chirurgicales d'autres hôpitaux qui traitent les patients infectés par le virus (ces volumes se maintiendront si des médecins rejoignent les hôpitaux de DR); et 3) la société continuera probablement d'ouvrir de nouveaux centres de chirurgie ambulatoire (elle en a inauguré un au T3 2020) pour prendre de l'expansion.

En plus de voir ses perspectives s'améliorer, DR présente également plusieurs attributs financiers positifs, notamment : 1) un ratio dette nette/BAIIA 2021e d'environ 2.4, ce qui est raisonnable (près de 4 pour les sociétés comparables); 2) un rendement du dividende d'environ 4% (0.1% pour les sociétés comparables) durable, avec un ratio de distribution 2021e de 25%; et 3) une valorisation faible, le ratio VE/BAIIA 2021e de 6.2 représentant une décote d'environ 40% par rapport aux sociétés comparables. Celles-ci ont vu leur valorisation augmenter de 0.6 (ratio VE/BAIIA du prochain exercice de 10.1 en date du 10 décembre 2020) depuis notre dernière analyse de DR, ce qui implique un écart de 4.1 par rapport à notre cours cible, comparativement à 3.5 auparavant. La hausse de l'écart de valorisation nous a poussés à relever notre ratio VE/BAIIA cible pour DR dans une mesure similaire, à 6.5 (auparavant 6.0), ce qui correspond à un nouveau cours cible de \$7.75 (auparavant \$6.75). Le rendement implicite d'environ 1.3% correspond toujours à une cote Rendement supérieur.

## Sélections

- Jamieson Wellness
- Medical Facilities

Santé et biotechnologie	Symb.	Cote du titre	Capitalisation boursière (M)	Actions (M)	Dernier Cours 1/7	Dernier quartier déclaré	Rendement actuel	FTDPAD			C/FTDA		BAIIA (M)			VE/BAIIA		Dette Nette (M)	Dette nette/BAIIA	Cours cible 12 mois		
								Rendement	est.	est.	Ex1	Ex2	Dern. Ex.	est.	est.	Ex1	Ex2				Ex1	Ex2
Akumin	AKU.u	RM	210.54	70.2	3.00u	3/2020	0.0%	0.26u	0.10u	0.11u	29.1	26.3	75.4u	80.2u	86.8u	8.5	8.8	472.4u	5.4	3.25u		
Andlauer Healthcare Group	AND	RI	1,403.23	37.6	37.32	3/2020	0.5%	0.79	0.82	1.02	45.7	36.5	70.6	78.2	85.9	19.1	17.3	88.6	1.0	36.25		
CRH Medical	CRH	RS	203.67	71.5	2.85	3/2020	0.0%	0.41u	0.32u	0.46u	6.4	4.5	36.6u	26.8u	43.3u	8.1	5.0	70.1u	1.6	4.25		
IMV Inc.	IMV	RM	293.87	67.1	4.38	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	1,521.40	39.8	38.18	3/2020	1.3%	0.96	1.15	1.24	33.3	30.7	75.9	88.0	100.0	19.3	17.0	157.0	1.6	42.75		
Knight Therapeutics	GUD	RS	697.53	130.9	5.33	3/2020	0.0%	0.16	0.15	0.25	28.9	17.4	(1.2)	20.2	38.1	17.3	9.1	-	-	6.75		
Medical Facilities Corp.	DR	RS	220.85	31.1	7.10	3/2020	3.9%	0.66u	1.00u	0.86u	5.3	6.3	54.9u	57.9u	54.2u	5.8	6.2	106.2u	2.4	7.75		
Theratechnologies	TH	RM	278.02	77.0	3.61	3/2020	0.0%	(0.15)u	(0.12)u	0.11u	nmf	24.2	0.3u	(3.8)u	13.1u	nmf	17.7	25.1u	1.9	4.00		
<b>Situations spéciales</b>																						
K-Bro Linen	KBL	RS	432.96	10.6	40.99	3/2020	2.9%	2.65	2.14	2.74	19.1	14.9	47.6	41.0	49.0	13.1	10.9	102.3	2.1	35.00		
Just Energy Group	JE	R	-	-	6.28	2/2021	-	-	R	R	R	R	-	R	R	R	R	-	R	R		
Rogers Sugar	RSI	RM	582.91	103.5	5.63	4/2020	6.4%	0.37	0.42	0.43	13.6	13.2	92.3	98.9	103.2	9.4	9.2	340.7	3.3	5.00		
Chemtrade Logistics Income Fund	CHE.UN	RM	569.55	92.8	6.14	3/2020	9.8%	1.27	0.80	1.01	7.7	6.1	335.6	279.8	335.1	7.2	5.9	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

Source: Rapports des sociétés, FBN, Refinitiv

u = dollars US

# Services financiers diversifiés

## Analyse sectorielle



**Jaeme Gloyn, CFA**

Analyste

416 869-8042

—

Adjointe :

Julia Gul: 416 869-7495

### Point sur l'état des activités de certaines entreprises

#### ▣ Home Capital Group (HCG: TSX)

*Alors que le BSIF envisage de plus en plus d'assouplir les restrictions, nous nous intéressons à la situation des fonds propres excédentaires de HCG :*

Nous pensons que les actions de HCG sont bien placées pour croître lorsque le BSIF assouplira les restrictions relatives au remboursement des fonds propres. Nous estimons que, avec un ratio CET1 de 19.3% au T3 2020, HCG détient des fonds propres excédentaires correspondant à environ \$4 par action (ou 13% de la VC) au-dessus de son ratio CET1 cible de 16-17%. De plus, nous estimons que HCG accroît ses fonds propres excédentaires d'environ \$1 par action tous les six mois. Pour le contexte, selon nos estimations, EQB détient des fonds propres excédentaires correspondant à environ 4% de sa VC pour le T3 2020, ce qui est nettement moindre compte tenu d'un coussin plus étroit par rapport à son ratio CET1 cible (14.3% c. 13-14%). En supposant que HCG ait été autorisé à rembourser immédiatement ces fonds propres aux actionnaires par le biais d'un dividende extraordinaire, nous estimons que le RCP de 2021 passerait à environ 14%, contre environ 12% selon nos estimations actuelles. À son tour, le ratio C/VC de HCG devrait également passer d'environ 0.99 à environ 1.5 en raison d'une simple régression RCP-C/VC. Cela se traduirait par un cours d'environ \$47 (selon la VC du T3 2020). Notre cours cible de \$34 découle de l'application d'un ratio C/VC d'environ 1.0 à notre estimation de la VCC pour le T3 2021.

#### ▣ Intact Corporation financière (IFC : TSX)

*IFC conclut un financement par actions pour financer l'opération avec RSA :*

Nous avons levé la restriction à la suite de la clôture d'un placement privé pris ferme de \$1.25 milliard et de la clôture précédente d'un placement privé de \$3.2 milliards auprès de trois investisseurs clés pour financer l'acquisition des activités de RSA au Canada et au Royaume-Uni et ailleurs dans le monde, qui devrait être conclue au cours du T2 2021. Dans l'ensemble, nous réaffirmons notre avis favorable sur l'opération, compte tenu de l'augmentation massive des bénéfices et de la valeur comptable ainsi que des impératifs stratégiques incontournables. Nous pensons qu'IFC i) intégrera et exploitera avec succès les

activités de RSA au Canada et au Royaume-Uni et ailleurs dans le monde avec une synergie positive, et ii) continuera à générer un RECI d'environ 15% au moins jusqu'en 2022. Nous réitérons la cote Rendement supérieur.

#### ▣ Trisura Group (TSU: TSX)

*Le lancement de l'entreprise américaine de cautionnement renforce la confiance dans les perspectives de croissance rapide :*

TSU marque le lancement de l'entreprise américaine de cautionnement avec la nomination de George R. James à titre de chef de l'exploitation en date du 4 janvier 2021. M. James apporte 25 ans d'expertise et de relations dans le domaine du cautionnement aux États-Unis. Cette annonce renforce notre confiance dans les perspectives de croissance rapide des activités de Trisura aux États-Unis, car la société tire parti 1) du succès de l'entreprise canadienne de cautionnement (actuellement le troisième plus grand fournisseur de cautionnements au Canada) et fournit un portail en ligne et une plate-forme de cautionnement électronique par lesquels les agents et courtiers américains peuvent accéder aux activités canadiennes, et 2) des relations clés des cadres supérieurs, comme M. James, pour obtenir des contrats importants. À l'heure actuelle, nos prévisions n'envisagent pas d'entrée sur les principaux marchés américains, ce qui indique encore plus le potentiel de croissance de Trisura. Notre cours cible de \$114 découle de l'application d'un multiple d'environ 3.6 sur notre estimation de la VCPA (excluant le CAERG) au T3 2021 (plus environ 1 en incluant le CAERG), ce qui constitue une prime par rapport au multiple actuel de 3.3. Cette prime reflète i) notre opinion selon laquelle TSU va réaliser nos prévisions de croissance robuste, ii) la hausse des valorisations dans le groupe de référence et iii) les valorisations de la prime attribuées aux spécialistes en assurance de risques successifs et assurance complémentaire aux États-Unis qui offrent une croissance constante à deux chiffres du RCP et du BPA. De plus, selon nous, il y a toujours un potentiel de hausse important de la valorisation, car la société continue à faire la preuve de la valeur de la plateforme américaine d'assurance de façade.

#### Sélections

- *Element Fleet Management*
- *Trisura Group*

# Services financiers diversifiés

## Analyse sectorielle

**Jaeme Gloyn, CFA**

Analyste

416 869-8042

Adjointe:

Julia Gul: 416 869-7495

Symb.	Cote du titre	Δ	Cap. bours. (Md)	Actions e.c. (M)	Cours 1/7	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B		VCPA			C/V		Div. %	Cours cible 12 mois	Δ
							dernier exerc.	est. FE1	est. FE2	FE1	FE2	dernier trimest.	est. FE1	est. FE2	FE1	FE2			
<b>Financement hypothécaire</b>																			
Equitable Group	EQB	RS	1.86	16.8	110.72	12/2019	12.29	11.89	13.60	9.3	8.1	89.25	92.17	104.31	1.2	1.1	1.3%	110.00	
First National Financial	FN	RM	2.56	60.0	42.63	12/2019	3.02	3.90	3.68	10.9	11.6	7.74	7.80	9.38	5.5	4.5	4.9%	39.00	
Sagen MI Canada	MIC	AO	3.75	86.3	43.46	12/2019	5.35	5.09	4.68	8.5	9.3	43.57	44.22	46.76	1.0	0.9	5.0%	43.50	
Home Capital Group	HCG	RS	1.63	51.8	31.51	12/2019	2.50	3.39	4.07	9.3	7.7	31.28	32.19	36.09	1.0	0.9	0.0%	34.00	
Timbercreek Financial	TF	RM	0.71	81.1	8.75	12/2019	0.66	0.65	0.73	13.5	12.0	8.66	8.67	8.71	1.0	1.0	7.9%	9.00	
<b>Financement spécialisé</b>																			
ECN Capital	ECN	RS	1.67	242.5	6.89	12/2019	0.16	0.20	0.37	27.1	14.6	2.91	2.94	3.10	1.9	1.8	1.5%	7.50	
Element Fleet Management	EFN	RS	5.81	438.8	13.25	12/2019	0.36	0.76	0.86	17.5	15.4	7.34	7.41	7.78	1.8	1.7	2.0%	18.00	
goeasy	GSY	RS	1.48	14.9	99.71	12/2019	5.16	7.26	7.42	13.7	13.4	27.57	29.24	34.90	3.4	2.9	1.8%	93.00	
<b>Entreprises de RH</b>																			
Morneau Shepell	MSI	RS	2.2	70.0	31.30	12/2019	0.29	0.74	0.55	42.2	56.4	9.58	9.52	9.39	3.3	3.3	2.5%	36.00	
People Corporation	PEO	AO	1.1	71.9	14.92	08/2020	0.21	0.26	0.25	58.2	59.0	3.03	3.18	3.37	4.7	4.4	0.0%	15.22	↑
<b>Bourses des valeurs</b>																			
TMX Group	X	RS	7.19	56.6	127.00	12/2019	5.31	5.77	6.05	22.0	21.0	63.76	64.21	66.72	2.0	1.9	2.2%	141.00	
<b>Assurance</b>																			
Intact Financial Corp.	IFC	RS	20.72	143.0	144.85	12/2019	6.05	9.06	9.13	16.0	15.9	56.22	57.31	76.88	2.5	1.9	2.3%	192.00	
Trisura Group Ltd.	TSU	RS	0.91	10.3	88.64	12/2019	0.58	3.09	4.16	28.7	21.3	26.86	27.73	31.96	3.2	2.8	0.0%	114.00	
Fairfax Financial Holdings	FFH	RS	12.04	26.2	458.79	12/2019	69.78	-22.29	40.94	nmf	8.8	442.17	447.95	481.48	0.8	0.8	2.8%	525.00	
<b>Gestion d'actifs</b>																			
Fiera Capital Corp.	FSZ	RM	1.18	103.8	11.40	12/2019	1.33	1.34	1.35	8.5	8.5	4.91	5.00	4.96	2.3	2.3	7.4%	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

Remarque: Les numéros BPA dilué et VCPA d'ECN et de FFH sont en USD. Tous les autres chiffres sont en CAD.

# Services industriels diversifiés

## Analyse sectorielle



**Michael Storry-Robertson**

Adjoint  
416 507-8007

### Shawcor Ltd.

► **Shawcor annonce la vente de son entreprise de produits pour environ US\$91.5 millions, ce qui apaise en partie nos préoccupations concernant le bilan.**

Pendant les vacances, SCL a annoncé la vente de son entreprise de produits de performance pour pipelines (Pipeline Performance Products) à Seal For Life Industries pour environ US\$91.5 millions, le produit de la vente devant être utilisé pour financer la croissance du fonds de roulement et l'amélioration du bilan jusqu'en 2021. Dans la déclaration de changement important connexe, SCL a noté un multiple de prix d'achat approximatif de 13,0 fois le BAIIA ajusté (2019), la direction soulignant un chiffre d'affaires de US\$85 millions en 2019 (significatif, mais inférieur à 10% du chiffre d'affaires total de SCL pour 2019, soit environ \$1.5 milliard). Nous sommes très intrigués par le potentiel d'amélioration du bilan, l'endettement constituant notre principale préoccupation à l'égard de SCL avant l'annonce (dont le ratio dette nette/BAIIA sur 12 mois était, selon nos estimations, supérieur à 11.0 à la fin du T3, y compris toutefois le BAIIA trimestriel, qui a connu un creux). Avec une dette nette d'environ \$390 millions à la fin du T3, nous pensons que le prix de vente d'environ US\$91.5 millions pourrait contribuer à réduire considérablement l'encours de la facilité de crédit, selon le montant consacré au financement du fonds de roulement. **Bien que nous réduisons notre BAIIA 2021e de 6% pour refléter la vente de l'entreprise, nos inquiétudes concernant l'endettement étant apaisées, nous augmentons notre ratio VE/BAIIA cible à 6.5 pour 2021e (toujours bien en dessous du ratio moyen historique de SCL de 8.0 sur un an), ce qui, combiné à l'amélioration des perspectives d'endettement, donne un cours cible de \$5.75, le rendement implicite justifiant le passage à la cote Rendement supérieur.**

### Mullen Group Ltd.

► **Le plan d'affaires 2021 de Mullen renforce à la fois notre position positive et nos attentes globales à son égard pour l'année à venir.**

Début décembre, Mullen a publié le plan d'affaires 2021, qui prévoit un BEAIIA compris entre \$200 et \$220 millions (englobant l'estimation du consensus à propos du BAIIA de 2021, soit \$213 millions), tout en annonçant une augmentation de 33% du dividende, qui passera de \$0.36 par action à \$0.48 par action (annualisé). Mullen a souligné que le chiffre d'affaires 2021e se situe entre \$1.2 et \$1.3 milliard (sans compter les acquisitions potentielles en 2021), ce qui correspond à la fois à la prévision consensuelle de \$1.23 milliard et à notre estimation de \$1.24 milliard. En plus de l'augmentation du dividende et des prévisions financières, Mullen a également souligné l'intention de demander l'autorisation de renouveler un programme de rachat d'actions en avril 2021 (ayant atteint le maximum autorisé en 2020 après avoir dépensé \$53.4 millions pour racheter près de 8 millions d'actions (7.6% des actions en circulation au début de 2020). Enfin, la direction a également souligné un solde de trésorerie de plus de \$100 millions (à peu près stable par rapport au solde d'environ \$105 millions inscrit à la fin du T3) qui sera utilisé pour financer des acquisitions stratégiques dans les secteurs des transports de lots brisés et de la logistique et de l'entreposage en 2021. **Nous considérons cette mise à jour comme positive, car elle renforce nos attentes pour d'autres résultats similaires de la part de Mullen en 2021 : des acquisitions complémentaires relatives, des flux de trésorerie disponibles fiables et un rendement sur le capital investi significatif pour les actionnaires. Nous réitérons notre cote Rendement supérieur et notre cours cible de \$12.00, qui s'explique par un ratio VE/BAIIA 2021e inchangé de 7.3, légèrement inférieur au ratio VE/BAIIA moyen sur un an postérieur à 2008, soit environ 8.0, et à la moyenne du groupe de pairs dans son ensemble, qui est d'environ 7.5.**

### Sélections

- › *Enerflex Ltd.*
- › *Mullen Group*

	Symb.	Cote du titre	Cote du titre Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 1/7	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		586.40	18.7	31.34	144.3	144.5	165.5	9.3	9.7	8.0	5.7	41.00	33%	
Enerflex Ltd.	EFX	RS		658.24	89.7	7.34	345.7	172.1	141.6	3.1	6.1	7.1	2.3	8.00	10%	
Mullen Group Ltd.	MTL	RS		1051.48	96.9	10.85	202.3	195.4	209.3	7.6	7.3	6.8	2.0	12.00	15%	
Pason Systems Corp.	PSI	RM		712.20	83.7	8.51	129.6	31.7	27.5	4.3	17.7	21.1	-4.8	7.50	-10%	
Shawcor Ltd.	SCL	RS	↑	281.66	70.4	4	136.4	28.9	104.6	5.0	18.6	5.3	9.5	5.75	44%	↑

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

## Passage vers 2021 avec les fusions et acquisitions (GDI : TSX, HDI : TSX, BCI : TSX)

L'année 2020 étant enfin derrière nous, nous profitons de l'occasion pour mettre en lumière les dernières acquisitions réalisées par Hardwoods, New Look et GDI. Nous continuons à croire que la pandémie de COVID-19 a créé des occasions en accélérant la planification de la relève chez les propriétaires plus âgés et nous prévoyons des activités de fusion et d'acquisition toujours considérables au sein de notre univers de couverture.

### ► Une troisième acquisition complémentaire pour HDI en 2020 : River City Millwork :

Le 14 décembre, Hardwoods Distribution a annoncé l'acquisition de River City Millwork Inc. pour US\$4.2 millions. Ce distributeur en gros de portes intérieures et extérieures, de menuiseries sur mesure et d'autres produits accessoires, établi à Rockford, dans l'Illinois, devrait générer un chiffre d'affaires annuel supplémentaire de US\$14 millions sous la marque Rugby. Nous soulignons que les trois acquisitions de HDI en 2020 devraient générer un chiffre d'affaires annuel combiné d'environ US\$73 millions et nous pensons que la société peut facilement majorer le BAIIA d'une somme supplémentaire de \$20 à \$40 millions par le biais de fusions et acquisitions tout en restant dans la zone de confort de la direction. Notre cours cible de \$35 est basé sur un BPA de 16 pour 2022e et nous attribuons à HDI la cote Rendement supérieur.

### ► BCI acquiert l'une des rares chaînes restantes pour clore 2020 :

Le 21 décembre, New Look a annoncé l'acquisition d'une participation majoritaire dans The Vision Clinic (TVC), entreprise

de Grimsby, en Ontario, qui compte 12 établissements, pour \$18.8 millions. Bien que ni la taille de la participation majoritaire ni le chiffre d'affaires de TVC n'aient été communiqués, nous estimons que sa contribution au chiffre d'affaires par magasin sera importante et que le travail d'intégration nécessaire pour porter les marges au niveau de celles de BCI sera minime. Selon nous, bénéficiant encore de réserves liquides de plus de \$80 millions, New Look sera en mesure de conclure d'autres fusions et acquisitions à des ratios historiques, ce qui devrait lui permettre de majorer son BAIIA d'une somme supplémentaire \$8 à \$15 millions. Notre cours cible de \$45.50 est basé sur un ratio VE/BAIIA de 10 pour 2022e. Rendement supérieur.

### ► Ainsworth de GDI s'étend aux États-Unis avec BP :

Le 6 janvier, GDI a annoncé l'acquisition du fournisseur de services techniques de l'État de New York, The BPAC Group, Inc. (BP) par l'intermédiaire de sa filiale Ainsworth. La cible est l'un des plus grands fournisseurs de services mécaniques de l'État de New York, spécialisé dans le domaine du CVCA (conception, installation, entretien, réparation, nouvelle construction) pour diverses industries et générant un chiffre d'affaires d'environ US\$110 millions. Nous estimons un multiple post-acquisition de 6 à 8 fois le BAIIA sur des marges à peine inférieures à la fourchette normalisée de 5% à 6% de la division des services techniques de GDI (hors pandémie), ce qui se traduit vraisemblablement par un prix d'achat de l'ordre de \$40 à \$55 millions. L'acquisition de BP est la première grande acquisition stratégique d'Ainsworth aux États-Unis, établissant une plate-forme dans laquelle les futures acquisitions pourront être intégrées. Nous avons établi que le ratio d'endettement pour les 12 prochains mois se situait à 1.8, et nous pensons que GDI peut accroître son BAIIA d'une somme supplémentaire de \$25 à \$35 millions tout en restant dans la zone de confort de la direction. Notre cours cible de \$52 est basé sur un ratio VE/BAIIA de 10.5 pour 2022e. Rendement supérieur.

## Sélections

- Alaris
- Dexterra
- Hardwoods Distribution

Symb.	Cote du titre	Cote du titre	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 1/7	Dernier exerc. déclaré	BPA dilué			C/B		BAIIA (M)			VE/BAIIA		Div. %	Dette nette/ BAIIA Ex2	12 mois Cours cible	12 mois Cours cible	Δ
							(A)	est.	est.	Ex1	Ex2	(A)	est.	est.	Ex1	Ex2					
							Dem. Ex.	Ex1	Ex2	Dem. Ex.	Ex1	Ex2	Dem. Ex.	Ex1	Ex2						
Alaris Equity Partners Income Trust	AD	RS	537.7	35.6	15.11	12/2019	0.98	0.13	1.38	120.1	11.0	101.0	84.5	92.6	9.1	8.3	8.2%	2.5	19.00	▲	
Boyd Group Services Inc.	BYD	RM	4,680.9	21.5	218.00	12/2019	4.99	2.47	4.91	88.4	44.4	319.9	293.0	376.8	18.3	14.5	0.3%	1.8	230.00	▲	
CanWel Building Materials	CWX	RS	606.2	77.9	7.78	12/2019	0.22	0.61	0.47	12.7	16.5	86.2	124.5	109.7	7.0	7.8	6.2%	2.1	7.50	▼	
Cascades	CAS	RS	1,529.0	103.5	14.77	12/2019	1.02	1.71	1.77	8.6	8.3	604.0	650.9	716.7	5.1	4.8	2.2%	2.8	21.00	▼	
Dexterra Group Inc.	DXT	RS	424.9	64.9	6.55	12/2019	0.07	0.35	0.33	18.5	19.6	16.5	37.2	66.6	14.1	7.2	4.6%	1.7	8.50	▲	
GDI Integrated Facility Services	GDI	RS	1,034.7	22.4	46.23	12/2019	0.31	1.85	1.57	25.0	29.4	77.5	101.5	109.2	11.8	11.0	0.0%	1.7	52.00	▲	
Hardwoods Distribution	HDI	RS	550.0	21.4	25.69	12/2019	1.48	1.93	2.04	13.3	12.6	78.9	93.7	99.2	8.1	7.6	1.6%	1.7	35.00	▲	
Intertape Polymer Group Inc.	ITP	RM	1,481.1	59.7	24.79	12/2019	0.99	1.41	1.42	14.4	14.3	172.1	201.0	211.4	8.4	7.8	3.2%	2.4	27.00	▲	
KP Tissue	KPT	RS	106.9	9.7	11.00	12/2019	0.04	1.21	0.50	9.1	21.9	145.0	204.2	189.9	5.9	6.8	6.5%	3.6	15.00	▲	
New Look Vision Group	BCI	RS	598.8	15.7	38.24	12/2019	1.67	1.09	1.50	35.0	25.5	56.4	78.8	95.7	11.4	9.1	0.0%	3.0	45.50	▲	
Park Lawn Corporation	PLC	RS	864.1	29.9	28.86	12/2019	0.80	1.05	1.05	27.6	27.4	53.3	74.7	81.6	14.5	13.1	1.6%	2.3	33.50	▼	
Richelieu Hardware	RCH	RM	1,874.5	55.6	33.70	11/2019	1.17	1.41	1.49	24.0	22.6	116.9	145.1	149.7	12.7	11.9	0.8%	0.0	32.50	▼	
Savaria Corporation	SIS	RS	760.0	51.1	14.88	12/2019	0.53	0.53	0.65	28.2	23.1	55.6	58.1	62.6	13.4	12.4	3.2%	0.6	16.50	▼	
Uni-Sélect	UNS	RM	329.8	42.4	7.78	12/2019	0.73	(0.29)	0.45	-21.5	13.9	129.9	82.3	121.3	9.7	6.2	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 Roul: 416 869-8049

John Shao: 416 869-7938

## Tourner la page et regarder vers 2021

Bonne année! Tout d'abord, nous aimerions vous présenter, à vous ainsi qu'à tous vos proches, nos meilleurs vœux pour l'année 2021. Comme vous le savez sans doute, 2020 a encore été un bon cru pour le secteur de la technologie. Aux États-Unis, l'indice S&P de la technologie était en hausse de 42.2%, contre +18.4% pour l'indice S&P 500. Au Canada, l'indice TSX de la technologie était en hausse de 80.7%, contre +5.6% pour l'indice TSX. Ces gains étaient en grande partie attribuables à certains de nos titres favoris, parmi lesquels Shopify (+185%), Lightspeed (+149%) et Kinaxis (+80%), qui, ensemble, ont compté pour près de 70% du rendement de l'indice en 2020. La question sur toutes les lèvres à présent est de savoir ce qui nous attend pour 2021. Il pourrait sembler hasardeux d'affirmer que ces titres reproduiront ces résultats en 2021, mais il faut savoir que 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 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 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. Ce sont ces moteurs qui offrent le potentiel d'une augmentation significative du chiffre d'affaires à l'avenir et, compte tenu de l'exécution jusqu'à présent, nous pensons qu'il est raisonnable de tenir compte de ces facteurs potentiels dans le prix du titre étant donné l'historique d'exécution.

## 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 1/7	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.	ABT	RM	800	52.1	15.35	2020	0.24u	0.22u	0.24u	NMF	NMF	27.4u	28.7u	29.4u	17.7	17.3	(0.8u)	0%	18.00	
Altus Group Limited	AIF	RM	1,968	40.6	48.50	2019	1.46	1.82	1.91	26.7	25.3	88.1	98.7	101.9	20.6	19.9	9.5u	28%	52.00	
CGI Inc.	GIB.A	RS	26,438	261.8	100.99	2020	4.68	5.40	5.80	18.7	17.4	2426.3	2732.7	2883.4	10.4	9.8	27.7u	33%	115.00	
Constellation Software Inc.	CSU	RM	35,097	21.2	1,656.16	2019	27.84	36.08	44.00	36.2	29.7	933.0	1194.7	1303.4	23.3	21.3	42.6u	43%	1600.00	
Docebo Inc.	DCBO	RS	2,565	32.2	79.66	2019	(0.35u)	(0.06u)	0.02u	NMF	NMF	(5.7u)	(2.5u)	(0.8u)	NMF	NMF	1.4u	0%	65.00u	↑
EXFO Inc.	EXFO	RM	184u	54.6	3.37u	2020	0.01u	0.21u	0.38u	16.2	8.8	18.2u	26.3u	30.9u	7.1	6.1	3.2u	18%	3.50u	
Kinaxis Inc.	KXS	RS	4,970	27.8	178.98	2019	1.36u	1.16u	1.90u	NMF	NMF	57.7u	56.8u	81.0u	65.4	45.8	9.9u	0%	250.00	
Lightspeed POS	LSPD	RS	7,971u	119.9	66.49u	2020	(0.48u)	(0.51u)	(0.52u)	NMF	NMF	(21.7u)	(29.9u)	(48.7u)	NMF	NMF	5.4u	4%	70.00u	↑
Maxar Technologies Ltd.	MAXR	RM	2,367u	63.4	37.33u	2019	(3.02u)	3.59u	(1.71u)	10.4	NMF	416.0u	437.0u	451.7u	10.8	10.5	15.7u	71%	28.00u	
mdf commerce inc.	MDF	RM	284	22.7	12.50	2020	(0.03)	(0.20)	(0.09)	NMF	NMF	8.5	6.3	6.9	39.0	35.7	4.7u	11%	10.50	
Nuvei Corporation	NVEI	RS	9,123	131.5	69.40	2019	(0.32)	(0.04)	0.89	NMF	NMF	87.2	157.8	172.1	45.7	41.9	8.8u	9%	70.00	
Open Text Corporation	OTEX	RS	12,469u	272.8	45.70u	2020	2.89u	3.29u	3.41u	13.9	13.4	1,148.2u	1,231.8u	1,335.6u	12.0	11.1	14.9u	51%	55.00u	
Pivotree Inc. *	PVT	RS	335u	26.6	12.60u	2019	(0.03u)	(0.02u)	0.07u	NMF	NMF	5.4u	5.6u	7.1u	61.8	48.9	0.5u	58%	14.00u	
Real Matters Inc.	REAL	RS	1,751	88.5	19.80	2020	0.56u	0.81u	1.05u	19.3	14.8	72.2u	90.5u	116.9u	13.8	10.7	2.4u	0%	40.00	
Shopify Inc.	SHOP	RS	139,740u	124.9	1,118.74u	2019	0.30u	3.48u	4.68u	NMF	NMF	71.3u	364.2u	578.0u	NMF	NMF	49.5u	11%	1,250.00u	
Sierra Wireless Inc.	SWIR	RM	548u	36.4	15.06u	2019	(0.01u)	(1.16u)	(0.44u)	NMF	NMF	21.0u	(25.8u)	4.8u	NMF	105.4	9.4u	7%	13.00u	

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

—

Adjoint:

Hassaan Khan : 416 869-7538

### Points saillants des sociétés

Les titres des sociétés d'infrastructures publiques dédiées à la production d'énergies renouvelables que nous couvrons continuent de monter vers de nouveaux sommets, soutenus par des investissements rentables, les annonces gouvernementales, un coût du capital historiquement bas et la rareté des alternatives à l'investissement. Les valorisations sont élevées, mais nous pensons qu'elles restent raisonnables par rapport au marché et favorables par rapport à d'autres secteurs tels que les services publics. Nous préférons les titres qui ont un potentiel de rendement relativement élevé, mais avec des flux de trésorerie moins durables. 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 \$50.00) :*

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 intéressants. 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 partenariats et de fusion-acquisition, les récentes transactions valorisation 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 \$7 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\$55.00) :*

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. La sensibilité de BIP à la situation macroéconomique globale est en grande partie liée aux flux de trésorerie provenant de sa division Transport, dont les effets peuvent être limités à 5% ou moins des FPE totaux. BIP vise plus de \$2 milliards d'investissements de croissance par an au cours des trois à cinq prochaines années, principalement

# Technologies propres et développement durable

## Analyse sectorielle

Rupert Merer, P. Eng, CFA

Analyste

416 869-8008

Adjoint:

Hassaan Khan: 416 869-7538

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 6%.

### Sélections

- › Innergex énergie renouvelable inc.
- › Northland Power Inc.
- › Brookfield Infrastructure Partners L.P.

Symb.	Cote du titre	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 01/07	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B		Ventes par action			C/V		Valeur compt.	Ratio d'endet.	Cours cible 12 mois	Δ	
						(A)	est.	est.	Ex1	Ex2	(A)	est.	est.	Ex1	Ex2					
						Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2					
<b>Technologie énergétique</b>																				
5N Plus	VNP	RS	270.7	82	3.30	12/2019	0.05u	0.08u	0.17u	50.7	24.7	2.33u	2.07u	2.25u	2.1	1.9	1.35u	0.24	2.90	
Algonquin Power	AQN	RS	10006.1u	601	16.66u	12/2019	0.63u	0.63u	0.65u	34.4	33.4	3.25u	2.99u	3.21u	7.2	6.8	8.67u	0.43	16.50u	
Atlantic Power	AT	RS	258.5u	118	2.20u	12/2019	(0.35)u	0.43u	0.43u	6.7	6.6	2.58u	2.44u	2.63u	1.2	1.1	1.02u	0.71	2.60u	
Ballard Power Systems	BLDP	RS	6615.1u	244	27.15u	12/2019	(0.16)u	(0.19)u	(0.13)u	nmf	nmf	0.46u	0.39u	0.41u	nmf	nmf	1.38u	0.00	25.00u	
Boralax	BLX	RS	5303.6	103	51.37	12/2019	(0.45)	(0.43)	0.69	nmf	nmf	5.95	6.19	6.30	10.8	10.6	9.39	0.68	50.00	↑
Brookfield Business	BBU	RS	5727.4u	150	38.28u	12/2019	1.12u	1.14u	2.15u	43.7	23.1	88.26u	85.79u	75.15u	0.6	0.7	20.63u	0.71	38.00u	
Brookfield Infrastructure	BIP	RS	22598.8u	465	48.61u	12/2019	0.16u	(0.14)u	(0.01)u	nmf	nmf	8.58u	8.52u	9.32u	7.4	6.8	44.40u	0.69	55.00u	
Brookfield Renewable	BEP	RM	31882.1u	645	49.40u	12/2019	1.55u	1.77u	1.86u	36.4	34.5	3.46u	3.49u	4.10u	18.4	15.6	24.27u	0.35	42.00u	↑
DIRTT Environmental Solutions	DRT	R	210.0u	85	2.48u	12/2019				na	na				na	na				
GFL Environmental Inc.	GFL	RS	13531.8	360	37.55	12/2019	(2.46)	(1.69)	(0.70)	nmf	nmf	18.24	11.40	13.57	4.3	3.6	1.38	0.00	34.00	
Innergex	INE	RS	5475.6	174	31.38	12/2019	(0.25)	(0.14)	0.59	nmf	68.9	4.10	3.51	3.90	11.6	10.5	6.40	0.80	32.00	↑
Lithium Americas	LAC	RS	1686.0u	91	18.46u	12/2019	(0.11)u	(0.31)u	0.60u	nmf	40.3	0.05u	0.05u	0.05u	nmf	nmf	1.59	0.48	20.00u	↑
NanoXplore	GRA	RS	129.7	140	4.45	06/2019	(0.10)	(0.07)	(0.02)	nmf	nmf	0.55	0.46	0.46	12.5	12.5	0.50	0.32	3.50	↑
Northland Power	NPI	RS	9697.3	202	48.11	12/2019	1.71	2.09	1.87	30.0	33.5	8.84	10.42	10.75	6.0	5.8	9.74	0.80	50.00	↑
Pinnacle Renewable	PL	RS	327.2	33	9.77	12/2019	(0.33)	0.06	0.38	nmf	33.8	11.37	14.96	17.28	0.8	0.7	4.59	0.71	12.50	
Sigma Lithium	SGMA	RS	246.9	69	3.60	12/2019	(0.02)	(0.23)	(0.07)	nmf	nmf	0.00	0.00	0.00	na	na	0.14	0.37	4.00	
TransAlta Renewables	RNW	RM	6378.7	266	23.98	12/2019	0.68	0.36	0.57	nmf	54.5	1.69	1.63	1.70	19.1	18.3	8.30	0.23	21.00	↑
Xebec Adsorption	XBC	RS	1071.4	108	9.95	12/2019	0.03	(0.04)	0.06	nmf	nmf	0.72	0.68	1.06	19.0	12.2	0.81	0.14	9.00	↑

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

<sup>1</sup> 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

### Québecor

#### ▶ Québecor – L'exécution reste solide, les bénéfices dépassent les attentes :

Malgré la concurrence intense de Bell depuis le lancement de sa campagne de déploiement de la fibre jusqu'à l'abonné (fibre-to-the-premise – FTTP) en 2018, le contexte de la pandémie et l'adoption encore incomplète de ses nouvelles offres, QBR a atteint (au T1 2019 et au T1 2020) ou dépassé les prévisions consensuelles (BAIIA) ces sept derniers trimestres. Sa part de marché dans le sans-fil est de 20% et pourrait bien monter à 25%, voire au-delà. Deux tiers des abonnés ajoutés chaque trimestre ont souscrit des forfaits avec un téléphone qui est déjà le leur, ce qui soutient les marges. Nous pensons que cette base représente maintenant plus de 45% des abonnés aux services mobiles, et que QBR pourrait faire croître cette proportion entre 60% et 70% au cours des deux à trois prochaines années. Plus Québecor progressera vers ce nouvel équilibre, plus les pressions sur la FMU (facturation moyenne par utilisateur) se relâcheront, renoueront avec la croissance et soutiendront la hausse des revenus, avec un cycle inévitable d'adoption d'un appareil plus moderne. Après une croissance du BAIIA des services sans fil estimée à 30% en 2020, nous nous attendons à un gain d'environ 15% en 2021, qui pourrait être revu à la hausse. Dans le segment des services sur

fil, des gains d'efficacité continueront d'être dégagés et soutiendront les marges du secteur. Le passage au numérique a été bénéfique en 2020 et continuera d'entraîner des gains d'efficacité à l'avenir. QBR fera également des coupes dans son patrimoine immobilier (une charge de \$17 millions a été inscrite au T3 pour mettre fin à un certain nombre de contrats de location). La société consolide actuellement ses deux systèmes de gestion des relations avec la clientèle et nous nous attendons inévitablement à des économies de main-d'œuvre. Les investissements dans le secteur des télécommunications sont en baisse. Ils se situaient auparavant dans une fourchette stable de \$725 millions à \$800 millions, mais ils devraient s'établir autour de \$600 millions en 2020E et peut-être entre \$650 millions et \$700 millions en 2021E en excluant les achats de spectre. Nous pensons que le consensus s'établit vers la borne supérieure de cette fourchette, tandis que nous avons récemment abaissé nos prévisions, qui se situent maintenant dans cette fourchette. Les FTD restent élevés et la note de la dette de la société pourrait être réévaluée à la hausse, avec une note de qualité investissement en 2021. QBR considère que son action est sous-évaluée et persiste dans son programme de rachat d'actions, tandis que le dividende a été relevé pour que le ratio de distribution des FTD s'établisse dans la fourchette de 30% à 50% (nous verrons si une forte hausse en 2021 poussera le ratio de distribution au point médian de la fourchette ou si une approche plus graduelle sera adoptée). Notre cours cible repose sur la moyenne de nos estimations de la VAN pour 2021E et 2022E, avec un ratio VE/BAIIA implicite de 7,9, 7,4 et 7,0 d'après nos estimations pour 2020E, 2021E et 2022E. La société publiera ses résultats du T4 en mars. Notre estimation actuelle de la VAN 2022E est de \$40.

### Sélections

- ▶ Rogers
- ▶ Telus
- ▶ Québecor

Symb.	Cote du titre	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 1/7	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B		BAIIA (M\$)			VE/BAIIA		Valeur compt.	Ratio d'endet.	Cours cible 12 mois	
						(A)	est.	est.	Ex1	Ex2	(A)	est.	est.	Ex1	Ex2				
						Dernier Ex	Ex1	Ex2	Dernier Ex	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2						
<b>Radiodiffusion et divertissement</b>																			
Cineplex Inc.	CGX	RM	593	63.3	9.37	12/2019	0.58	(7.62)	(1.25)	NM	NM	230.5	-158.5	134.2	NM	9.1	4.05	0.72	8.00
Corus Entertainment Inc.	CJR.b	RS	919	208.4	4.41	08/2020	0.75	0.86	0.80	5.1	5.5	505.8	532.2	504.1	4.7	4.5	4.30	0.64	5.00
WildBrain Ltd.	WILD	RM	299	170.8	1.75	06/2020	(0.64)	(0.00)	0.05	NM	NM	81.8	82.3	90.4	9.2	7.9	0.46	0.84	1.80
Spin Master	TOY	RS	2,874	102.0	28.18	12/2019	0.90	0.65	1.26	34.4	17.6	219.0	176.2	252.9	12.5	8.5	6.98	-0.34	36.50
Stingray Digital	RAY.a	RS	501	73.5	6.82	03/2020	0.70	0.74	0.89	9.3	7.7	112.1	118.1	117.1	7.6	7.3	3.83	0.60	7.50
TVA Group Inc.	TVA.b	RM	95	43.2	2.20	12/2019	0.49	0.54	0.53	4.1	4.2	72.4	68.2	64.9	1.9	1.6	6.46	0.14	2.00
<b>Impression et édition</b>																			
Thomson Reuters	TRI	RM	50,833	497.1	102.26	12/2019	1.29	1.81	2.04	44.6	39.5	1493.0	1955.3	2067.0	22.0	20.5	19.23	0.24	111.00
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
<b>Publicité et marketing</b>																			
Yellow Pages	Y	RM	350	28.0	12.50	12/2019	3.44	2.23	2.25	5.6	5.6	161.3	130.0	118.0	2.5	2.4	NM	-0.05	13.00
<b>Télécommunications</b>																			
BCE Inc.	BCE	RS	49,883	904.3	55.16	12/2019	3.50	2.97	3.34	18.6	16.5	10006.0	9624.2	10081.3	8.1	7.7	18.49	0.41	64.00
Cogeco Communications Inc.	CCA	RS	4,696	47.9	98.00	08/2020	7.41	8.42	9.32	11.6	10.5	1148.7	1198.9	1247.7	6.0	5.5	54.79	0.52	120.00
Quebecor Inc.	QBR.b	RS	7,893	250.5	31.51	12/2019	2.24	2.32	2.54	13.6	12.4	1879.5	1929.9	2003.2	7.0	6.5	4.34	0.83	39.00
Rogers Communications Inc.	RCL.b	RS	30,492	504.9	60.39	12/2019	4.13	3.39	3.39	17.8	17.8	6212.0	5851.7	6232.3	8.1	7.4	19.87	0.44	70.00
Shaw Communications	SJR.b	RS	11,613	515.0	22.55	08/2020	1.31	1.39	1.50	16.3	15.0	2391.0	2437.7	2504.3	6.9	6.5	12.10	0.46	28.00
Telus Corp.	T	RS	33,782	1284.0	26.31	12/2019	1.45	0.96	1.10	27.5	23.9	5554.1	5514.3	5987.5	9.7	8.8	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 FBN

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

## Air Canada, une société gagnante après la fin de la pandémie

### ► Air Canada (AC : TSX; Rendement supérieur, cours cible de \$30.00).

Avec le début des campagnes de vaccination, nous nous attendons à ce que les investisseurs positionnent leurs portefeuilles pour tirer parti d'un retour à la normale après la fin de la pandémie. D'importants défis à court terme demeurent pour le secteur du transport aérien, car les restrictions de déplacement liées au virus persistent, mais nous pensons qu'Air Canada sera parmi les sociétés de notre univers qui tireront le meilleur parti du retour des consommateurs vers des services tels que les voyages.

► **Air Canada a suffisamment de liquidités et son bilan ne sera pas affaibli après la pandémie.** À la fin du T3, les liquidités d'AC totalisaient \$8.7 milliards; en comptant les récents problèmes de liquidités, qui se sont chiffrés à \$850 millions, et les ponctions nettes des liquidités au T4 (qu'AC évalue entre \$14 et \$16 millions par jour au T4 2020), nous estimons qu'AC clôturera le T4 avec environ \$8.4 milliards de liquidités. Sans amélioration dans l'absorption des liquidités et avec un solde de trésorerie minimal de \$2.4 milliards, AC aurait assez de liquidités pour plus de 12 mois. En outre, d'après nos prévisions, le ratio d'endettement d'Air Canada à la fin de 2022 serait gérable, à 3.0 (ou 2.5 environ en tenant compte de la conversion des billets convertibles).

► **Le positionnement par rapport à la concurrence reste solide.** Nous supposons que tous les concurrents d'Air Canada au pays ou à l'international auront souffert de la pandémie et qu'ils sortiront de

cette crise avec un endettement accru et moins de flexibilité pour faire croître considérablement leurs capacités sur le marché. Par ailleurs, si Air Canada parvient à clôturer son projet d'acquisition d'Air Transat (cotation interdite), nous entrevoyons un potentiel de hausse du chiffre d'affaires et de synergies de coûts à mesure que la demande de voyages d'agrément reprendra.

► **La structure des coûts s'est améliorée.** Les coûts unitaires d'Air Canada devraient souffrir jusqu'en 2022, à mesure que la compagnie remplira ses capacités, mais nous pensons qu'elle peut être structurellement plus rentable à plus long terme. Ainsi, avec la mise à la casse des vieux gros porteurs 767 et le remplacement des appareils à fuselage étroit par des nouveaux 737 MAX et des A220, Air Canada consommera moins de carburant. Nous considérons également le déploiement du nouveau programme Aéroplan comme un facteur positif pour les marges, car la possibilité d'échanger des points par des billets d'avion s'effectuera effectivement en alignement avec les prix du marché, permettant une meilleure gestion des revenus à l'échelle du réseau.

► **La demande refoulée est importante.** Comme l'activité liée aux voyages internationaux et aux voyages d'affaires est presque réduite à néant depuis le mois de mars, nous pensons que la demande refoulée est importante de la part des consommateurs qui n'attendent que de pouvoir partir en vacances, tout comme des hommes et femmes d'affaires. La campagne de vaccination pourrait ne pas être assez avancée pour provoquer un rebond majeur des voyages vers les destinations ensoleillées à l'été 2021, mais cette demande refoulée pourrait se manifester par une vive augmentation des voyages vers ces destinations à l'automne prochain et au début de l'hiver 2021-2022. Pour ce qui est des voyages d'affaires, nous pensons qu'une partie de la demande s'est définitivement envolée, remplacée par les réunions virtuelles, mais presque tous les salons et conférences professionnels ont été annulés ou reportés pendant la pandémie, et nous ne doutons pas qu'ils reprendront en 2022.

## Sélections

- TFI International
- Air Canada
- Cargojet

	Actions			Cap. bours.	Dernier exercice déclaré	BPA			FTDPAD						Cours cible					
	Symb.	Cote du titre	Δ			(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	23.20	6,890	12/2019	3.37	-13.34	-7.15	na	na	18.92	(5.53)	(0.81)	nmf	nmf	nmf	30.00	↑
Bombardier Inc.	BBD.b	RM		2411	0.50	1,205	12/2019	-0.25	-0.60	-0.17	na	na	-0.51	-0.16	-0.04	nmf	nmf	nmf	0.50	
BRP Inc.	DOO	RS		90	84.19	7,544	01/2020	3.83	5.16	5.46	16.3x	15.4x	1.59	4.01	2.78	21.0x	30.3x	145%	88.00	
CAE Inc.	CAE	RM		266	34.29	9,114	03/2020	1.34	0.42	0.96	80.7x	35.6x	(80.30)	(80.00)	(90.00)	nmf	nmf	50%	34.00	
Canadian National Rail	CNR	RM		713	144.05	102,679	12/2019	5.80	5.28	6.23	27.3x	23.1x	8.97	8.49	9.20	17.0x	15.7x	42%	141.00	
Canadian Pacific Rail	CP	RM		136	469.76	63,793	12/2019	16.44	17.62	20.02	26.7x	23.5x	21.65	23.29	26.87	20.2x	17.5x	56%	445.00	↑
Cargojet Inc.	CJT	RS		16	222.48	3,470	12/2019	0.85	-2.47	5.89	na	37.8x	(4.79)	4.76	7.81	46.8x	28.5x	73%	264.00	
Chorus Aviation Inc.	CHR	RM		162	3.91	633	12/2019	0.62	0.44	0.46	8.8x	8.4x	(3.37)	(1.79)	1.39	nmf	2.8x	75%	3.70	
Exchange Income Corporation	EIF	RS		36	37.23	1,345	12/2019	2.97	0.81	1.75	45.9x	21.3x	7.58	5.08	6.15	7.3x	6.1x	62%	40.00	
Héroux-Devtek Inc.	HRX	RS		36	15.15	551	03/2020	1.00	0.63	0.68	24.0x	22.2x	2.26	1.71	1.96	8.8x	7.7x	38%	17.50	
NFI Group Inc.	NFI	RS		63	25.85	1,616	12/2019	u1.64	-0.79	u0.65	na	31.3x	u0.99	u0.02	u1.44	0.0x	14.2x	68%	24.00	↑
Transat A.T. Inc.*	TRZ	R		38	5.40	204	10/2019	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R
TFI International Inc.	TFII	RS		91	67.92	6,178	12/2019	3.94	4.09	4.50	16.6x	15.1x	3.53	6.23	6.02	10.9x	11.3x	38%	85.00	↑

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

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

Source: Rapports des sociétés, Refinitiv, FBN

u = dollars US

# Liste alphabétique des sociétés

5N Plus	VNP	61	Crew Energy	CR	48	Lassonde	LAS.a	40	SmartCentres REIT	SRU.un	42
Absolute Software Corp.	ABST	59	CRH Medical	CRH	53	Liberty Gold Corp	LGD	46	SNC-Lavalin	SNC	52
Advantage Oil & Gas	AAV	48	Crombie REIT	CRR.un	42	Lightspeed POS	LSPD	59	Spartan Delta	SDE	48
Adventus Mining	ADZN	44	CT REIT	CRT.un	42	Lithium Americas	LAC	61	Spin Master	TOY	62
Aecon Group	ARE	52	Dexterra Group Inc.	DXT	57	Loblaw	L	40	SSR Mining Inc	SSRM	46
Ag Growth International Inc.	AFN	56	DIRTT Environmental Solutions	DRT	61	Lundin Gold Inc.	LUG	46	Stantec Inc.	STN	52
AGF Management Ltd.	AGFB	55	Docebo Inc.	DCBO	59	Lundin Mining	LUN	44	Stelco	STLC	52
Agnico-Eagle Mines Ltd	AEM	46	Dollarama	DOL	40	MAG Silver Corp	MAG	46	Stella-Jones	SJ	52
Air Canada	AC	63	DREAM Industrial REIT	DIR.un	42	Marathon Gold Corp.	MOZ	46	Stingray Digital	RAY.a	62
Akumin	AKU.u	53	DREAM Office REIT	D.un	42	MAV Beauty Brands	MAV	40	StorageVault Canada	SVL.V	42
Alamos Gold Inc	AGI	46	Dundee Precious Metals	DPM	46	Maverix Metals Inc	MMX	46	Storm Resources	SRX	48
Alaris Equity Partners Income Trust	AD	57	ECN Capital	ECN	55	Maxar Technologies Ltd.	MAXR	59	Summit Industrial	SMU.un	42
Algonquin Power	AGN	61	Eldorado Gold Corp	ELD	46	mdf commerce inc.	MDF	59	Suncor Energy	SU	48
Alio Gold Inc.	ALO	46	Element Fleet Management	EFN	55	Medical Facilities Corp.	DR	53	Superior Plus	SPB	51
Allied Properties REIT	AP.un	42	Emera Inc.	EMA	51	MEG Energy	MEG	48	Surge Energy	SGY	48
AltaGas	ALA	51	Empire Company	EMP.a	40	Metro	MRU	40	Tamarack Valley Energy	TVE	48
Altus Group Limited	AIF	59	Enbridge Inc.	ENB	51	Minera Alamos	MAI	46	Taseko Mines	TKO	44
American Hotel Income Properties	HOT.un	42	Endeavour Mining	EDV	46	Minto Apartment REIT	MI.un	42	TC Energy Corp.	TRP	51
Andlauer Healthcare Group	AND	53	Enerflex Ltd.	EFX	56	Morneau Shepell	MSI	55	Teck Resources	TECKb	44
ARC Resources Ltd.	ARX	48	Enerplus Corporation	ERF	48	MTY Food Group	MTY	40	Telus Corp.	T	62
Argonaut Gold Inc.	AR	46	Equinox Gold Corp	EQX	46	Mullen Group Ltd.	MTL	56	Teranga Gold Corp	TGZ	46
Artemis Gold Inc.	ARTG	46	Equitable Group	EQB	55	NanoXplore	GRA	61	Tervita	TEV	51
Artis REIT	AX.un	42	ERES REIT	ERE.un	42	National Energy Services Reunited	NESR	48	TFI International Inc.	TFI	63
ATCO Ltd.	ACO	51	Ero Copper	ERO	44	Nevada Copper	NCU	44	Theretechnologies	TH	53
Atlantic Power	AT	61	Exchange Income Corporation	EIF	63	New Gold Inc	NGD	46	Thomson Reuters	TRI	62
ATS Automation	ATA	52	EXFO Inc.	EXFO	59	New Look Vision Group	BCI	57	Tidewater Midstream	TWM	51
Aurico Metals Inc	AMI.TO	46	Extencare	EXE	42	Newmont	NGT	46	Trillium Financial	TF	55
AutoCanada	ACQ	52	Fairfax Financial Holdings	FFH	55	Nexa Resources	NEXA	44	Titan Mining	TI	44
Automotive Properties REIT	APR.un	42	Falco Resources Ltd.	FPC	46	NFI Group Inc.	NFI	63	TMAC Resources	TMR	46
B2Gold	BTO	46	Fiera Capital Corp.	FSZ	55	North American Construction Group Ltd.	NOA	52	TMX Group	X	55
Ballard Power Systems	BLDP	61	Filo Mining	FIL	44	Northland Power	NPI	61	Topaz	TPZ	48
Banque Canadienne de l'Ouest	CWBV	39	Financière Manuvie	MFC	39	NorthWest H.P. REIT	NWH.un	42	Torc Oil & Gas	TOG	48
Banque de Montréal	BMO	39	Financière Sun Life	SLF	39	Nuvei Corporation	NVEI	59	Toromont Industries Ltd.	TIH	52
Banque Laurentienne	LB	39	Finning International Inc.	FTT	52	NuVista Energy	NVA	48	Tormaline Oil	TOU	48
Banque Nationale	NA	39	First Capital REIT	FCR	42	O3 Mining Inc.	OIII	46	TransAlta	TA	51
Banque Royale du Canada	RY	39	First Majestic Silver Corp	FR	46	OceanoGold Corp	OGC	46	TransAlta Renewables	TRN	61
Banque Scotia	BNS	39	First National Financial	FN	55	Open Text Corporation	OTEX	59	Transat A.T. Inc.*	TRZ	63
Banque Toronto-Dominion	TD	39	First Quantum Minerals	FM	44	Osisko Development	ODV	46	Transcontinental Inc.	TCL.a	62
Barrick Gold	ABX	46	Flagship Communities REIT	MHCu	42	Osisko Gold Royalties Ltd	OR	46	Trevi Mining	TV	44
Barsele Minerals Corp.	BME	46	Fortis Inc.	FTS	51	Osisko Mining	OSK	46	Trican Well Services	TCW	48
Baytex Energy	BTE	48	Fortuna Silver Mines Inc	FVI	46	Ovintiv Inc (US\$)	OVV	48	Tricon Capital Group	TCN	42
BCE Inc.	BCE	62	Franco-Nevada Corp	FNV	46	Pan American Silver	PAAS	46	Trilogy Metals	TMQ	44
Birchcliff Energy	BIR	48	Freehold Royalties	FRU	48	Paramount Resources	POU	48	Trisura Group Ltd.	TSU	55
Bird Construction Inc.	BDT	52	GDI Integrated Facility Services	GDI	57	Parex Resources	PXT	48	TVA Group Inc.	TVA.b	62
Bluestone Resources Inc.	BSR	46	GFL Environmental Inc.	GFL	61	Park Lawn Corporation	PLC	57	Uni-Sélect	UNS	57
Boardwalk REIT	BEI.un	42	Gibson Energy	GEI	51	Parkland Fuel Corporation	PKI	40	Veresen Inc.	VSN	51
Bombardier Inc.	BBD.b	63	Gildan	GIL	40	Pason Systems Corp.	PSI	56	Vermillion Energy Inc.	VET	48
Boralex	BLX	61	goeasys	GSY	55	Pembina Pipelines	PPL	51	Wesdome Corp.	WDO	46
Boyd Group Services Inc.	BYD	57	Golden Star Resources	GSC	46	People Corporation	PEO	55	Wheaton Precious Metals Corp	WPM	46
Brookfield Business	BBU	61	Goodfood Market	FOOD	40	PetroShale	PSH	48	Whitecap Resources	WCP	48
Brookfield Infrastructure	BIP	61	Granite REIT	GRT.un	42	Peyto Exploration & Development	PEY	48	WildBrain Ltd.	WILD	62
Brookfield Renewable	BEP	61	Great-West Lifeco	GWO	39	Pinnacle Renewable	PL	61	WPT Industrial REIT	WIRU-T	42
BRP Inc.	DOO	63	H&R REIT	HR.un	42	Pipestone Energy	PIPE	48	WSP Global	WSP	52
BSR REIT	HOM.un	42	Hardwoods Distribution	HDI	57	Pivotree Inc.*	PVT	59	Xebec Adsorption	XBC	61
BTB REIT	BTB.un	42	Headwater Exploration	HWX	48	PrairieSky Royalty	PSK	48	Yamana Gold Inc	YRI	46
CAE Inc.	CAE	63	Héroux-Devtek Inc.	HRX	63	Precision Drilling Corp.	PD	48	Yangarra Resources	YGR	48
Canadian National Rail	CNR	63	Home Capital Group	HCG	55	Premium Brands Holdings	PBH	40	Yellow Pages	Y	62
Canadian Natural Resources	CNQ	48	Hudbay Minerals	HBM	44	Pretium Resources	PVG	46			
Canadian Pacific Rail	CP	63	Hydro One Ltd.	H	51	Pure Gold Mining Inc.	PGM	46			
Canadian Tire	CTC.a	40	IAMGOLD Corp	IMG	46	Quebecor Inc.	QBR.b	62			
Canadian Utilities	CU	51	IBI Group Inc.	IBG	52	Real Matters Inc.	REAL	59			
CanWel Building Materials	CWX	57	Imperial Oil	IMO	48	Richelieu Hardware	RCH	57			
CAP REIT	CAR.un	42	IMV Inc.	IMV	53	RicCan REIT	REI.un	42			
Capital Power	CPX	51	Industrielle Alliance	IAG	39	Ritchie Bros. Auctioneers	RBA	52			
Capstone Mining	CS	44	Innervex	INE	61	Rogers Communications Inc.	RCL.b	62			
Cargojet Inc.	CJT	63	Inovalis REIT	INO.un	42	Rogers Sugar	RSI	53			
Cascades	CAS	57	Intact Financial Corp.	IFC	55	Roots Corporation	ROOT	40			
Cenovus Energy	CVE	48	Integra Resources Corp.	ITR	46	Royal Gold Inc	RGLD	46			
Centerra Gold Inc	CG	46	Inter Pipeline	IPL	51	Sabina Gold and Silver Corp.	SBB	46			
CES Energy Solutions Corp.	CES	48	InterRent REIT	IIP.un	42	Sagen MI Canada	MIC	55			
CGI Inc.	GIBA	59	Intertape Polymer Group Inc.	ITP	57	Sandstorm Gold Ltd	SSL	46			
Chartwell Retirement Residences	CSH.un	42	Invesque	IVQu	42	Saputo	SAP	40			
Chemtrade Logistics Income Fund	CHEUN	53	Jamieson Wellness	JWEL	53	Savaria Corporation	SIS	57			
Choice Properties REIT	CHP.un	42	Josemaria Resources	JOSE	44	Secure Energy	SES	51			
Chorus Aviation Inc.	CHR	63	Just Energy Group	JE	53	Seven Generations	VII	48			
CI Financial Corp	CIX	55	K92 Mining Inc.	KNT	46	Shaw Communications	SJR.b	62			
CIBC	CM	39	K-Bro Linen	KBL	53	Shawcor Ltd.	SCL	56			
Cineplex Inc.	CGX	62	Kelt Exploration	KEL	48	Sherritt International	S	44			
Cogeco Communications Inc.	CCA	42	Keyera	KEY	51	Shopify Inc.	SHOP	59			
Cominar REIT	CUF.un	42	Killam Apartment REIT	KMP.un	42	Sienna Senior Living	SIA	42			
Constellation Software Inc.	CSU	59	Kinaxis Inc.	KXS	59	Sierra Wireless Inc.	SWIR	59			
Copper Mountain Mining	CMMC	44	Kinross Gold Corp	K	46	Sigma Lithium	SGMA	61			
Corus Entertainment Inc.	CJR.b	62	Kirkland Lake Gold Corp	KL	46	SilverCrest Metals	SIL	46			
Couche Tard	ATD.b	40	Knight Therapeutics	GUD	53	Slate Office REIT	SOT.un	42			
Crescent Point Energy Corp.	CPG	48	KP Tissue	KPT	57	Sleep Country Canada	ZZZ	40			

# 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<sup>ère</sup> 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, 18<sup>th</sup> Street, Brandon, MB, R7A 5B3 • 204-571-3200  
**Calgary** • 239 8<sup>th</sup> 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, 6<sup>th</sup> 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<sup>e</sup> 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 2<sup>nd</sup> 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 48<sup>th</sup> 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<sup>e</sup> rue, Rouyn-Noranda, QC, J9X 2A6 • 819-762-4347  
**Saint John** • 69 King Street, 2<sup>nd</sup> 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 - 8<sup>th</sup> St.** • 1220 8<sup>th</sup> 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<sup>e</sup> 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 160<sup>th</sup> 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, 11<sup>th</sup> floor  
London, England EC3M 4HD  
Tel.: 44-207-680-9370  
Tel.: 44-207-488-9379

### **New York**

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

## National Bank of Canada Financial Inc.

### **New York**

65 East 55<sup>th</sup> Street, 34<sup>th</sup> 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  
4<sup>th</sup> 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'assument 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 récupérez 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 SFC ni n'est inscrite auprès de la SFC. Par conséquent, ces entités et leurs employés ne sont pas autorisés à ni n'ont l'intention de : (i) se livrer à une activité réglementée à Hong Kong; (ii) se présenter comme s'ils se 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.