

MARS 2021

VISI **Mensuel économique et financier** N



**BANQUE NATIONALE
DU CANADA**

MARCHÉS FINANCIERS

Études financières

Économie et Stratégie

Bureau Montréal

Stéfane Marion 514 879-3781
Économiste et stratège en chef

Matthieu Arseneau 514 879-2252
Chef économiste adjoint

Kyle Dahms 514 879-3195
Économiste

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 : Will Flanigan 416 507-8006
Adjoint : Pranoy Kurian 416 507-9568

Distribution et produits de consommation

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

ESG et développement durable

Amber Brown 403 290-5624

FNB et produits financiers

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

Immobilier

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

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

Metals & Mining

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 : Alessandro Cairo 416 869-8511
Adjoint : Jonathan Egilo 416 507-8177
Adjoint : Rabi Nizami 416 869-7925

Pétrole et gaz

› Moyennes sociétés et services pétroliers

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

› Grandes capitalisations

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

Pipelines, services publics et infrastructures

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

Produits industriels

Maxim Sytchev 416 869-6517
Adjointe : Aizeh 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 Gloyne 416 869-8042
Adjointe : Julia Gul 416 869-7495

Services industriels diversifiés

Adjoint : Michael Story-Robertson 416 507-8007

Situations spéciales

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

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

Technologie

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

Technologies propres et développement durable

Rupert Merer 416 869-8008
Adjoint : Hassaan Khan 416 869-7538
Adjoint : Viveck Panjabi 416 869-6763

Télécommunications et médias

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

Transport et produits industriels

Cameron Doerksen 514 879-2579
Adjoint : 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	4
L'économie	6
Taux d'intérêt et marché obligataire	17
Marché boursier et stratégie de portefeuille	23
Analyse technique	30
Analyse sectorielle	37
› Liste de sélections FBN.....	38
› Glossaire des tableaux des analystes . . .	39
› Recommandations des analystes.....	40
› Liste alphabétique des sociétés	72

Points saillants

Économie

- Le nombre d'infections à la COVID-19 est en net recul dans les économies avancées depuis quelques semaines. Résultat? La reprise économique mondiale s'accélère. Outre l'amélioration de la situation de santé, ce regain s'appuie sur le soutien budgétaire assuré par la plupart des gouvernements du monde. Celui-ci n'a aucune commune mesure avec l'effort consenti au lendemain de la crise de 2008 et son impact positif se fait déjà sentir dans plusieurs secteurs. Du côté monétaire, le choc initial ayant été géré avec brio, l'attention des grands argentiers doit maintenant se tourner vers l'accompagnement de la reprise. Conscientes des niveaux de dettes élevés, et ayant été critiqués dans le dernier cycle économique pour avoir resserré la politique monétaire trop tôt, les banques centrales devraient cette fois-ci errer du côté de la prudence. Cela devrait se traduire par un environnement où les taux réels demeureront très bas, un fait qui permettra aux gouvernements et aux entreprises de composer avec des niveaux d'endettement plus élevés. Le maintien de l'accommodement monétaire dans un environnement où la croissance promet d'être robuste devrait engendrer un raffermissement de l'inflation. Encouragés par la tournure récente des événements, nous avons décidé de rehausser notre prévision de croissance mondiale pour 2021 de 5.5% à 6.0%. Cette révision reflète nos convictions quant à une reprise très solide aux États-Unis. La Chine devrait aussi être l'un des moteurs importants de la croissance cette année, alors que la zone euro devrait demeurer à la traîne.
- Le 20 janvier 2020, les autorités américaines confirmaient la première infection à la COVID-19 sur leur territoire. Quelques semaines plus tard, le virus allait forcer la fermeture complète de plusieurs pans de l'économie et plonger le pays dans l'inconnu. Un an après, où en sommes-nous? Force est d'admettre que l'économie américaine se remet beaucoup plus rapidement que prévu du choc de la pandémie. Au T4, le PIB réel ne se situait qu'à 2.5% sous son niveau d'avant la crise. Qui plus est, les nouvelles les plus récentes laissent penser que l'écart de production résiduel devrait se résorber plus rapidement que nous ne le prévoyions le mois dernier. L'investissement des entreprises, la consommation des ménages et

le secteur résidentiel se comportant tous mieux que prévu, nous avons nettement révisé à la hausse notre prévision de croissance pour le premier trimestre de l'année. Autre bonne nouvelle, il y a lieu de croire que cette impressionnante reprise pourra se poursuivre tout au long de l'année grâce à l'importante aide budgétaire déployée par Washington. Nous prévoyons maintenant une croissance de 6.6% en 2021 (préalablement à 5.2%), suivie d'une expansion de 3.8% l'an prochain. En lien avec ce scénario de croissance, notre prévision d'inflation demeure supérieure aux attentes consensuelles et à celles de la Réserve fédérale. Notons que le secteur privé peine déjà à subvenir à la demande et fait face à une augmentation importante du coût des intrants. Nous croyons que ces pressions finiront tôt ou tard par se répercuter sur le consommateur. Cela dit, nous envisageons que l'inflation demeure dans une fourchette acceptable pour la Fed.

- Nous relevons notre scénario de croissance pour le Canada en 2021 à 5.4% (préalablement à 4.2%). Cette révision importante s'explique par un point de départ meilleur qu'anticipé étant donné la croissance supérieure aux attentes du quatrième trimestre. Mais, ce qui nous a surpris encore plus, c'est l'estimation préliminaire de Statistique Canada qui table sur une croissance de 0.5% en janvier malgré le fait que les commerces non essentiels étaient fermés pendant une bonne partie du mois en Ontario et au Québec. Cela signifie qu'une contraction de l'économie au premier trimestre n'est plus attendue. Nous sommes également plus optimistes pour les prochains mois. Le gouvernement fédéral a une nouvelle fois prolongé son programme extraordinaire de soutien au revenu ce qui pourrait vouloir dire qu'il aura été en place jusqu'à ce que la pandémie soit sous contrôle. Les mesures sanitaires maintiennent la consommation de services à des niveaux anormalement bas, mais la situation pourrait rapidement se rétablir dans les prochains mois. De plus, l'économie canadienne bénéficiera indirectement de la stimulation budgétaire américaine gigantesque ainsi que du progrès des États-Unis sur le front de la vaccination (en supposant la réception des excédents de vaccins à partir de juin). L'envolée des prix des matières premières dénote quant à elle une nette amélioration des termes de l'échange au premier trimestre 2021 ce qui pourrait signifier des profits

records des entreprises au pays. Cela est de bon augure pour l'embauche et l'investissement.

Taux d'intérêt et devise

- Notre *Mensuel économique* de mars a dévoilé d'imposantes révisions à la hausse de notre vision de base de la croissance nord-américaine. Un plan de relance budgétaire monstre survoltera la croissance en 2021 aux États-Unis et la maintiendra clairement au-dessus de son potentiel jusqu'en 2022 (voire plus longtemps). Pendant ce temps, le Canada semble avoir étonnamment bien traversé les confinements décrétés par les gouvernements dans des régions clés en début d'année. Tout cela implique une résorption beaucoup plus rapide des écarts de production et l'amorce d'une inflation supérieure à la cible, toutes choses étant égales par ailleurs. Ainsi, malgré l'incertitude qui persiste, le terrain est de plus en plus prêt pour un retrait de la détente monétaire. Nous entrevoyons une séquence claire et simple : 12 à 18 mois de réduction progressive des achats d'actifs, suivis des premières hausses du taux directeur en 2023.
- S'il fallait baptiser la période des deux derniers mois, on pourrait bien l'appeler Taper Tantrum* 2.0. La réduction des achats d'obligations par les banques centrales (probablement à partir d'avril pour la BdC et peut-être cet automne pour la Fed) et, à terme, la hausse des taux directeurs resserreront les conditions financières. Nous avons eu droit à un premier tour de chauffe dernièrement. Mais le retrait progressif de mesures de stimulation monétaire sans précédent semble atténué par les soutiens budgétaires très importants. Une fois que tout sera joué, nous ne voyons pas Jay ou Tiff compromettre indûment la croissance nord-américaine, saper le marché boursier, étouffer une reprise des prix des produits de base, rogner gravement les ailes du huard ou déstabiliser le crédit... du moins pas cette année.
- Après deux semaines en mars, il est clair que la hausse des taux obligataires a persisté. Et comme notre nouveau tableau de prévision des taux d'intérêt en témoigne, nous nous attendons à ce que cela continue. Cependant, le rythme rapide de l'augmentation devrait ralentir alors que la stimulation budgétaire et les craintes de l'inflation transparaissent de plus en plus dans les cours. Alors que le taux à

Points saillants

dix ans se situera très probablement au-dessus de son niveau de la fin de février d'ici deux mois, nous ne nous attendons pas à une nouvelle hausse de 50 points de base avec l'arrivée du printemps.

- › Dans l'ensemble, nous plaidons pour le maintien du mandat actuel de ciblage de l'inflation de la BdC. Cela ne veut pas dire que la banque centrale ne devrait pas tenir compte de la situation de l'emploi dans ses décisions de politique monétaire. Nous croyons simplement que les statistiques de l'emploi ne devraient pas être utilisées comme une fin en elles-mêmes, mais comme un des nombreux outils employés par la banque pour aider à déterminer la trajectoire de l'inflation.
- › Le dollar canadien a été la monnaie la plus performante par rapport à l'USD ces dernières semaines. La vigueur du huard a été soutenue par l'augmentation de la croissance du PIB nominal attribuable à une forte amélioration des termes de l'échange du Canada et à l'augmentation des attentes d'une réduction progressive de l'assouplissement quantitatif par la Banque du Canada. Notre cible pour la fin de 2021 reste de CA\$1.20 pour 1 USD.

Répartition des actifs et marché boursier

- › Malgré un récent revers, l'indice MSCI Monde TP reste positif sur l'année avec un gain de 2.6% dû notamment à la performance robuste du Canada (+5.4%) et des marchés émergents (+5.1%). Pourquoi les marchés boursiers deviennent-ils plus hésitants malgré de bonnes nouvelles? Réponse : à cause de la hausse des taux des obligations du Trésor.
- › Combien de temps la Réserve fédérale pourra-t-elle maintenir les taux d'intérêt en dessous de l'inflation maintenant que la vaccination mondiale contre le coronavirus monte en puissance et que le marché du travail américain s'améliore? Un certain temps encore, à notre avis. À 57%, le taux d'emploi aux É.U. reste inférieur au plus bas niveau observé après la récession de 2008-2009. Pour ramener ce taux à son niveau d'avant la pandémie de 61%, plus de 9 millions d'emplois devront être ajoutés.
- › L'indice S&P/TSX continue de très bien se comporter en 2021; il oscille actuellement autour d'un nouveau sommet record. Nous avons écrit le mois dernier que

ce n'était qu'une question de temps avant que l'écart de valorisation entre les indices S&P 500 et S&P/TSX commence à diminuer, si nous voyons juste dans nos prévisions d'un rebond de la croissance économique. L'indice de référence canadien nous a donné raison et a déjà augmenté de façon importante depuis le début de l'année grâce à l'apport de l'énergie et des banques.

- › Les banques canadiennes ont laissé les analystes perplexes à la fin de février en déclarant des bénéfices de qualité qui dépassaient largement les attentes. Les analystes boursiers ont, dans leur consensus, réagi en rehaussant leurs prévisions de bénéfices par action (BPA) à 12 mois de pas moins de 10%, la plus

forte révision à la hausse enregistrée. Même après cette révision massive, il est important de noter que les attentes en matière de BPA des banques canadiennes restent inférieures à leur niveau d'avant la pandémie.

- › Notre répartition des actifs est inchangée ce mois-ci : Longue en actions et courte en titres à revenu fixe avec une répartition géographique qui favorise le Canada et les marchés émergents. La récente remontée des taux obligataires reflète une amélioration des perspectives de l'économie mondiale plutôt qu'une perte de confiance dans les gouvernements et une dérive des attentes d'inflation.

Rotation sectorielle FBN

Secteurs du S&P/TSX	Pondération*	Recommandation	Variation
Énergie	12.8	Équipondérer	
Matériaux	12.1	Surpondérer	
Industrie	12.3	Équipondérer	
Consommation discrétionnaire	4.0	Équipondérer	
Consommation de base	3.6	Équipondérer	
Santé	1.5	Équipondérer	
Finance	31.6	Surpondérer	
Technologies de l'information	9.5	Sous-pondérer	
Services de télécommunications	4.8	Équipondérer	
Services publics	4.7	Sous-pondérer	
Immobilier	3.2	Sous-pondérer	
Total	100		

* Au 10 Mars 2021

L'économie





Matthieu Arseneau
Chef économiste adjoint
514 879-2252

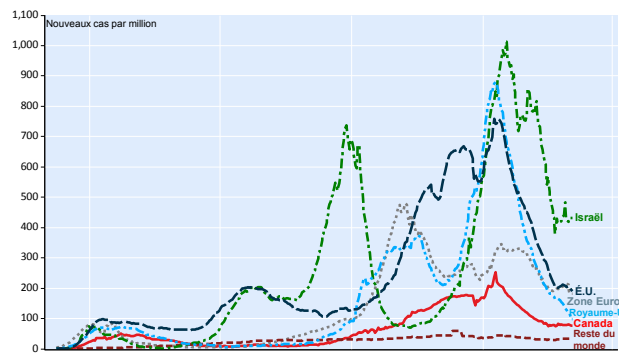


Jocelyn Paquet
Économiste
514 412-3693

Monde : Un jour nouveau se lève

Le nombre d'infections à la COVID-19 est en net recul dans les économies avancées depuis quelques semaines.

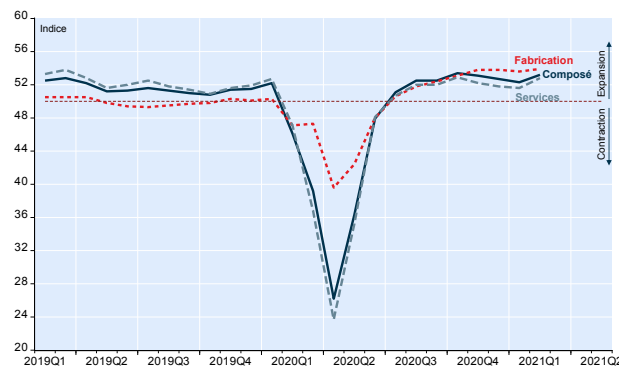
Monde : Le recul de la pandémie...
Nouveaux cas quotidiens par million d'habitants, par région, moyenne mobile de 7 jours



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

Résultat? La reprise économique mondiale s'accélère. À preuve, Markit rapportait la plus solide expansion du secteur privé en près de trois ans en février. Fait à noter, la montée de l'indice reflétait une nette amélioration dans le secteur des services, dont la vitalité est plus directement corrélée avec l'évolution de la situation sanitaire. Le secteur manufacturier, pour sa part, a crû au rythme le plus rapide depuis février 2018.

... a permis une amélioration soutenue des conditions dans le secteur privé
Indice PMI JPMorgan composite mondial, dernière observation : février 2020

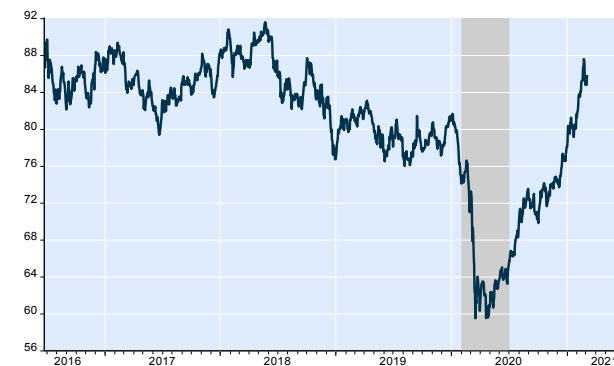


FBN Économie et Stratégie (source : Markit par Refinitiv)

La bonne performance du secteur manufacturier, jumelée à la réouverture progressive de l'économie dans

plusieurs pays, est positive pour le secteur des matières premières. Les pays qui en produisant semblent en effet avoir de la difficulté à répondre au rebond de la demande et, par conséquent, les prix montent.

Monde : La demande de matières premières augmente
Indice Bloomberg du prix des matières premières et denrées



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

L'augmentation des cours du cuivre, un métal ayant un large éventail d'applications industrielles, est un signe particulièrement encourageant. Comparativement au prix de l'or, valeur refuge qui tend à monter pendant les périodes d'incertitude, le prix du cuivre n'a pas été aussi élevé depuis la mi-2018, signe que la peur liée aux impacts potentiels du virus a maintenant fait place sur les marchés mondiaux à l'optimisme pour une croissance solide en 2021.

Monde : La confiance renaît

Ratio des prix au comptant cuivre/or



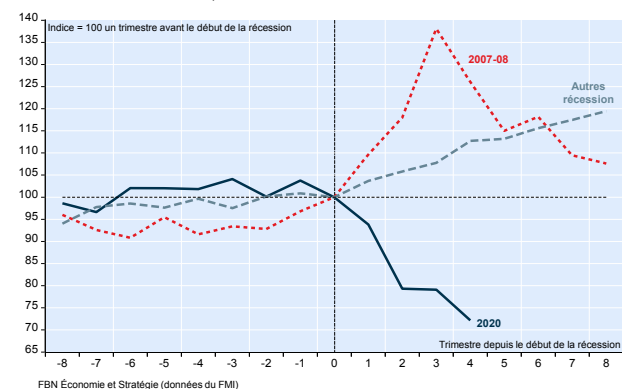
FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Ce regain de confiance semble s'appuyer sur plusieurs facteurs, notamment le soutien budgétaire assuré par la plupart des gouvernements du monde. Celui-ci n'a aucune commune mesure avec l'effort consenti au lendemain de la crise de 2008 et son impact positif se fait déjà sentir dans plusieurs secteurs. La consommation des ménages, par exemple, est restée étonnamment résiliente dans le monde compte tenu des pertes d'emplois massives causées par la crise sanitaire et les confinements. Cela s'explique en grande partie par les programmes de remplacement du revenu mis en place dans les économies avancées (chèques aux ménages, subventions salariales, etc.). Ceux-ci ont amoindri les effets pervers de la crise sur la consommation et permettront aux ménages qui en bénéficient de tenir bon pendant la crise.

L'entreprise privée a elle aussi profité de l'aide budgétaire. Que ce soit par le versement de subventions ou par une aide à l'accès au crédit, les gouvernements sont parvenus à limiter les faillites d'entreprises. Si l'on se fie aux données publiées récemment par le FMI, ces dernières sont même en baisse depuis le début de la crise, un fait plutôt inusité en période de récession.

Monde : Pas la catastrophe anticipée pour les entreprises

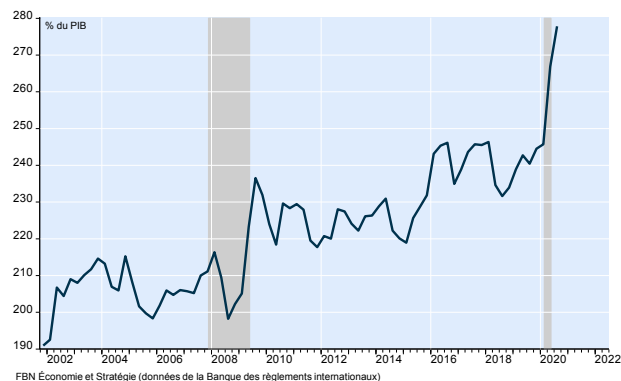
Indice du nombre de faillites d'entreprises de 13 économies avancées



Bien sûr, la générosité des administrations publiques aura des effets à long terme. L'augmentation rapide de la dette publique forcera tôt ou tard les décideurs politiques à faire des choix difficiles. L'explosion de la dette des entreprises est un autre élément à surveiller puisqu'elle pourrait limiter leur rentabilité.

Monde : La crise laissera des marques

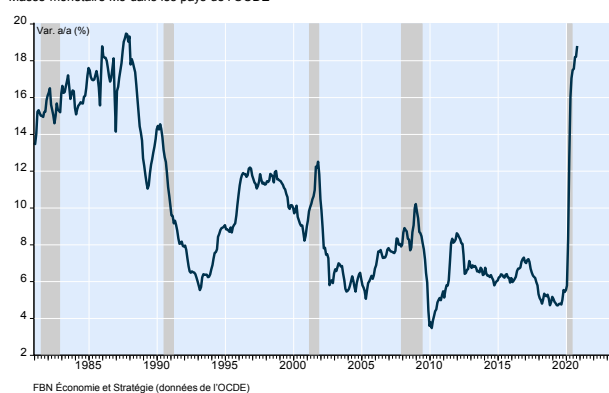
Crédit total au secteur non financier en pourcentage du PIB. Dernière observation: T3 2020



C'est là que les banques centrales entrent en jeu. Pour éviter que le service de la dette ne devienne un fardeau trop important pour les gouvernements et les entreprises, elles devront s'assurer de maintenir des politiques monétaires accommodantes le plus longtemps possible. Déjà depuis le début de la crise, elles se sont montrées très proactives, en réduisant leur taux directeur à leur valeur plancher et (dans plusieurs cas) en mettant en branle de vastes programmes d'achat d'actifs. Ces interventions ont permis d'injecter énormément de liquidités dans le système financier...

Monde : Un soutien important des banques centrales

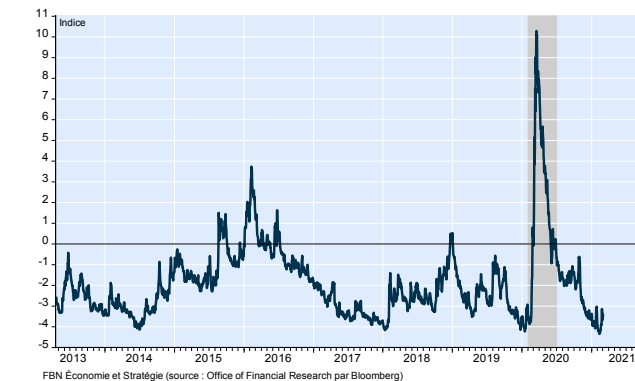
Masse monétaire M3 dans les pays de l'OCDE



...et de réduire le stress engendré par le virus.

Monde : Les conditions du marché de retour à leur niveau d'avant la crise

Indice de stress financier mondial OFR

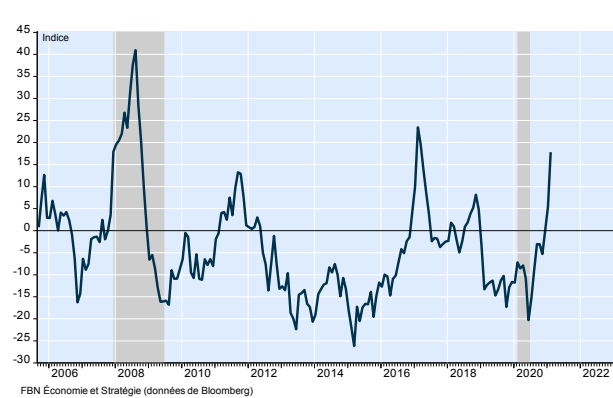


Le choc initial ayant été géré avec brio, l'attention des grands argentiers doit maintenant se tourner vers l'accompagnement de la reprise. Conscientes des niveaux de dettes élevés, et ayant été critiqués dans le dernier cycle économique pour avoir resserré la politique monétaire trop tôt, les banques centrales devraient cette fois-ci errer du côté de la prudence. Cela devrait se traduire par un environnement où les taux réels demeureront très bas, un fait qui permettra aux gouvernements et aux entreprises de composer avec des niveaux d'endettement plus élevés.

Le maintien de l'accommodement monétaire dans un environnement où la croissance promet d'être robuste devrait engendrer un raffermissement de l'inflation. La hausse des prix surpasse déjà les attentes dans plusieurs régions du globe et la tendance devrait se maintenir.

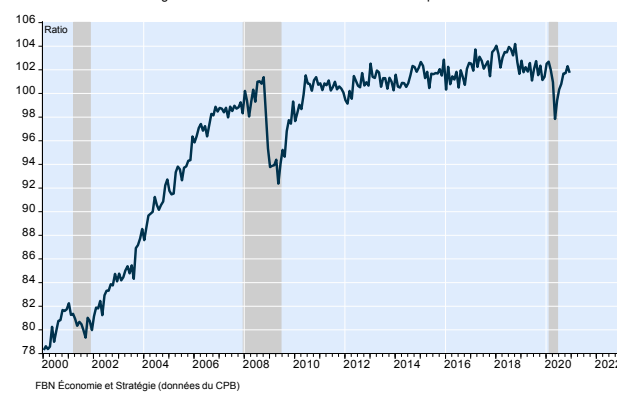
L'économie

Monde : Une croissance meilleure que prévu et plus d'inflation



Contributing to this likelihood is the prospect that some of the factors that limited inflation in recent years will have less effect going forward. One such factor is globalization. After China joined the World Trade Organization in 2001, production of many goods moved to countries with lower costs. Most of the gains from this process are now behind us. Moreover, political conditions today seem to favour a reversal of this trend. Protectionism is gaining more and more adherents as the Covid-19 crisis encourages a repatriation (or at least a diversification) of supply chains.

Monde : Les gains associés à la mondialisation sont-ils derrière nous?



Encouragés par la tournure récente des événements, nous avons décidé de rehausser notre prévision de

croissance mondiale pour 2021 de 5,5% à 6,0%. Cette révision reflète nos convictions quant à une reprise très solide aux États-Unis (voir ci-dessous). La Chine devrait aussi être l'un des moteurs importants de la croissance cette année, alors que la zone euro devrait demeurer à la traîne.

Perspectives mondiales			
	2020	2021	2022
Économies avancées	-4.7	5.1	3.7
États-Unis	-3.5	6.6	3.8
Zone euro	-6.6	4.3	4.0
Japon	-4.9	2.7	2.3
Royaume-Uni	-10.0	5.5	4.9
Canada	-5.4	5.4	4.0
Australie	-2.4	3.9	3.3
Corée du Sud	-1.0	3.5	3.0
Économies émergentes	-2.3	6.6	5.0
Chine	2.3	8.4	5.5
Inde	-7.5	11.0	6.2
Mexique	-8.2	4.3	2.6
Brésil	-4.1	3.5	2.6
Russie	-3.1	3.5	3.0
Monde	-3.3	6.0	4.4

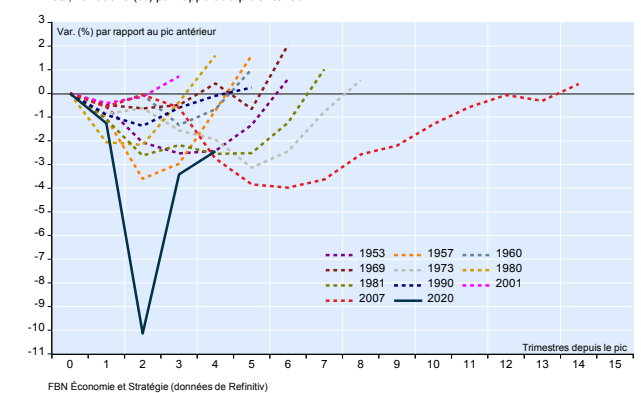
FBN Économie et Stratégie (données FBN et Consensus Economics)

États-Unis : Les astres s'alignent

Le 20 janvier 2020, les autorités américaines confirmaient la première infection à la COVID-19 sur leur territoire. Quelques semaines plus tard, le virus allait forcer la fermeture complète de plusieurs pans de l'économie et plonger le pays dans l'inconnu. Un an après, où en sommes-nous?

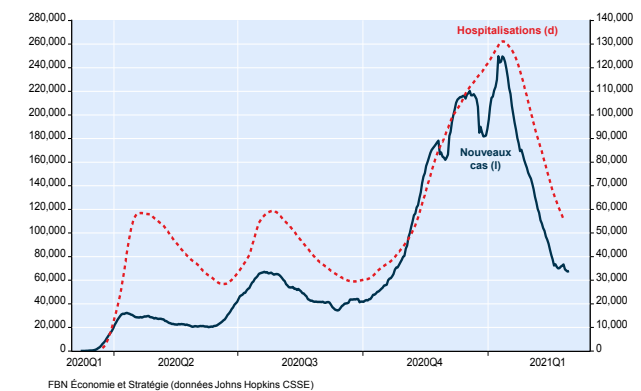
Force est d'admettre que l'économie américaine se remet beaucoup plus rapidement que prévu du choc de la pandémie. Au T4, le PIB réel ne se situait qu'à 2.5% sous son niveau d'avant la crise.

États-Unis : Chute sans précédent, rebond rapide



Qui plus est, les nouvelles les plus récentes laissent penser que l'écart de production résiduel devrait se résorber plus rapidement que nous ne le prévoyions le mois dernier. D'abord, le nombre de nouveaux cas de COVID-19 est en forte baisse, tout comme celui des hospitalisations.

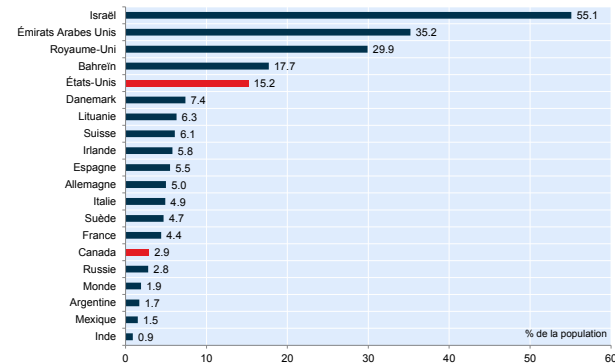
États-Unis : La situation épidémiologique s'améliore rapidement



Autre fait encourageant, la campagne de vaccination progresse à un rythme impressionnant. Près de 20% de la population américaine ont déjà reçu au moins une dose du vaccin et le président Biden annonce maintenant que tous les adultes qui le désirent pourront être vaccinés d'ici la fin mai.

États-Unis : La vaccination progresse plus vite que prévu

Pourcentage de la population ayant reçu au moins une dose de vaccin contre la COVID-19

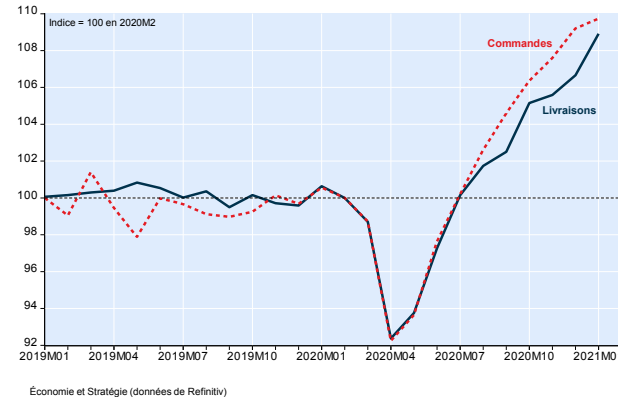


FBN Économie et Stratégie (données de <https://ourworldindata.org/covid-vaccinations>)

L'amélioration de la situation épidémiologique permettra certes une reprise plus complète de l'activité économique. Il faut dire toutefois que la production ne semble pas avoir beaucoup souffert de la troisième vague d'infections. Au contraire, l'investissement des entreprises en machines et équipements est resté solide au début de 2021. C'est du moins ce que laissait entrevoir le plus récent rapport sur les commandes de biens durables. Celui-ci révélait une augmentation de 2.1% des livraisons de biens d'équipement non militaires hormis les aéronefs en janvier, un chiffre de loin supérieur aux attentes (+0.6%). Suite à ce gain solide, les livraisons de base se situaient à 8.9% au-dessus de leur niveau d'avant la récession (à un nouveau record historique). Les commandes de base, indicatrices des dépenses en immobilisations futures, ont, elles aussi, dépassé davantage leur pic d'avant la crise pendant le mois.

É.-U. : L'investissement des entreprises demeure très solide au début du T1

Commandes/livraisons de biens d'équipement non militaires hormis les aéronefs

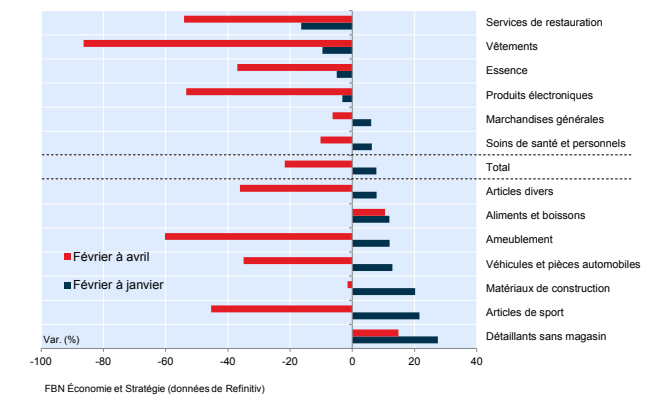


Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

La consommation des ménages a elle aussi surpris par sa vigueur. Les ventes au détail ont bondi de 5.3% m/m en janvier, dépassant de loin l'estimation consensuelle de +1.1%. En fait, si on exclut les mois qui ont directement suivi l'écllosion de l'épidémie de COVID-19, l'expansion de janvier était la deuxième plus importante dans les annales. Toutes les 13 catégories de ventes ont enregistré une augmentation pendant le mois, ce qui ne s'est produit que cinq fois depuis qu'on a commencé à collecter ces données, en 1992. Neuf secteurs sont maintenant pleinement remis du choc de la pandémie. Trois des quatre autres sont les catégories les plus durement touchées par les mesures de distanciation sociale, à savoir les restaurants et les bars (-16.4% par rapport au pic d'avant la pandémie), les vêtements (-9.6%) et les stations-service (-5.0%). Celles-ci devraient récupérer rapidement une fois que les effets positifs des campagnes de vaccination commenceront à se faire sentir.

É.-U. : Dépenses supérieures à avant la COVID dans 9 secteurs sur 13

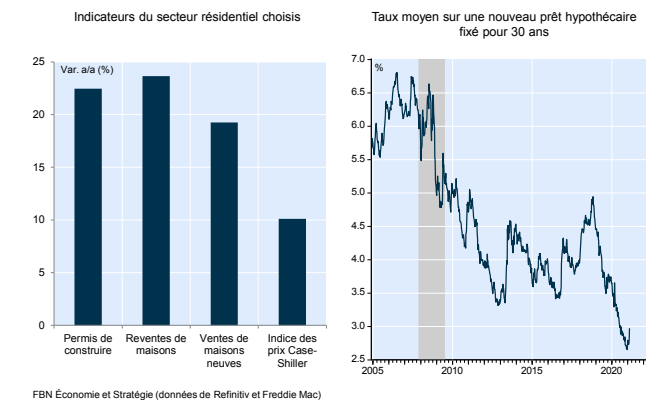
Ventes au détail par catégories



FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Le secteur résidentiel en est un autre qui ne semble pas vouloir dérogier au T1. Les permis de construire ont atteint leur plus haut niveau depuis 2006 en janvier alors que les reventes de logements se sont maintenues près du sommet de 15 ans atteint en octobre. Les ventes d'habitations neuves, pendant ce temps, demeurent bien au-delà de leur niveau d'avant la crise. La récente remontée des taux hypothécaires pourrait freiner quelque peu l'élan, mais les coûts d'emprunt demeurent extrêmement bas sur une base historique et ne devraient donc pas constituer un obstacle majeur à court terme.

É.-U. : Le secteur résidentiel en effervescence



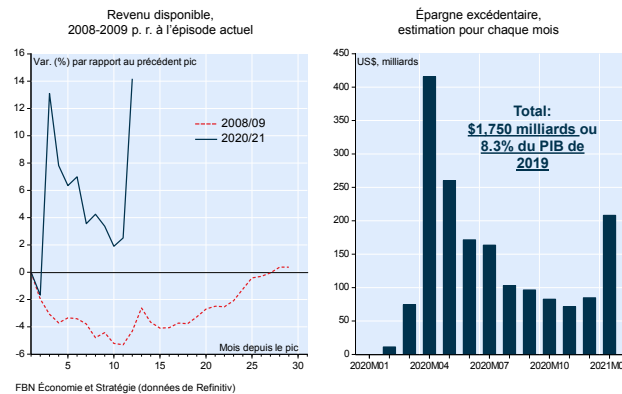
FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv et Freddie Mac)

L'économie

L'investissement des entreprises, la consommation des ménages et le secteur résidentiel se comportant tous mieux que prévu, nous avons nettement révisé à la hausse notre prévision de croissance pour le premier trimestre de l'année (à 8.6% annualisé).

Autre bonne nouvelle, il y a lieu de croire que cette impressionnante reprise pourra se poursuivre tout au long de l'année grâce à l'importante aide budgétaire déployée par Washington. Rappelons que le revenu disponible a bondi de 11.4% au premier mois de l'année (sa deuxième plus forte hausse depuis qu'on a commencé à enregistrer les données, à la fin des années 1950), les ménages américains ayant reçu les chèques d'aide prévus par le programme de stimulation de \$900 milliards adopté à la fin de la présidence de Donald Trump. Une bonne partie de cette somme a été mise de côté si bien que, selon nos calculs, l'épargne excédentaire accumulée depuis le début de la crise se chiffre maintenant à \$1,750 milliards (ou 8.3% du PIB de 2019).

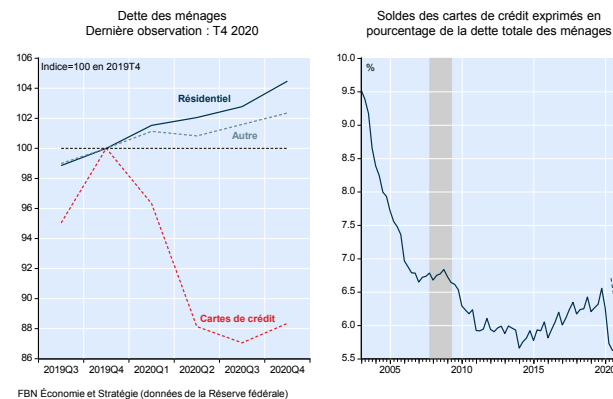
É.-U. : Les chèques d'aide font exploser le revenu disponible



À elles seules, ces sommes auraient certainement été suffisantes pour maintenir la consommation dans la seconde moitié de 2021 et au début de 2022. Mais voilà que le Congrès américain semble sur le point d'entériner un nouveau plan de relance encore plus imposant (\$1,900 milliards). Celui-ci prévoit un prolongement de la bonification de l'assurance chômage (jusqu'à septembre) et une nouvelle ronde de chèques aux ménages. Difficile donc d'envisager

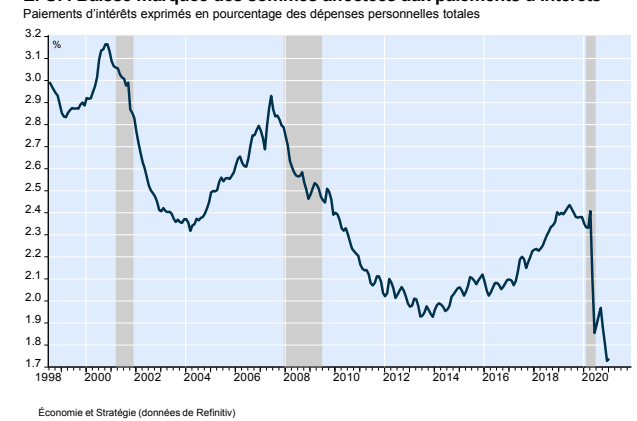
un ralentissement de la consommation pour le reste de 2021, surtout dans un contexte où le bilan des ménages est en meilleure posture qu'il y a un an. Les soldes des cartes de crédit ont, en effet, baissé de pas moins de 11.7% (-\$108 milliards) dans la dernière année, si bien que ceux-ci ne représentent plus que 5.6% du crédit total des ménages (la part la plus faible jamais enregistrée).

É.-U. : Les ménages profitent de l'aide budgétaire pour assainir leur bilan



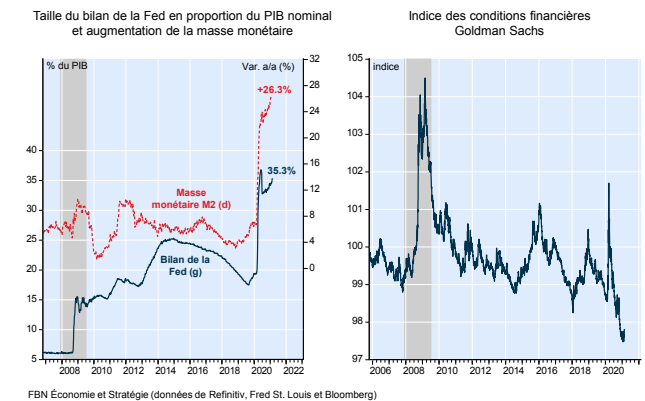
Il est vrai que cette diminution a été largement compensée par une hausse de 4.5% (+\$445 milliards) du crédit résidentiel (qui comprend la dette hypothécaire et les marges de crédit), mais rappelons que les taux d'intérêt hypothécaires sont bien inférieurs à ceux payés sur les soldes de cartes de crédit. Cette réaffectation de la dette, jumelée à une baisse globale des taux d'intérêt, a entraîné une réduction marquée de la part des dépenses personnelles consacrée au paiement d'intérêts, autre élément qui libère de la marge de manœuvre pour les consommateurs américains.

É.-U. : Baisse marquée des sommes affectées aux paiements d'intérêts



Bien sûr, nous ne sommes pas à l'abri d'une remontée soudaine des taux d'intérêt qui viendrait renverser cette tendance, mais nous nous réconfortons du message véhiculé à l'heure actuelle par la Réserve fédérale. Cette dernière semble prête à conserver son ton accommodant un bon moment encore; nous nous attendons à ce que la première hausse des taux directeurs ne survienne qu'au début de 2023. D'ici là, les conditions financières devraient demeurer assez détendues, une aubaine pour les consommateurs, les entreprises et les marchés financiers.

É.-U. : La Fed en mode de détente pendant un bon moment encore



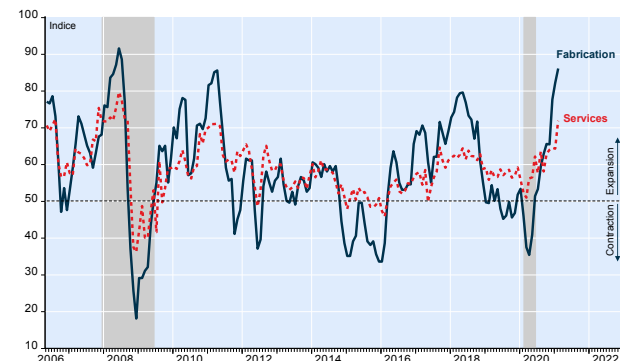
La politique budgétaire et la politique monétaire semblent donc s'aligner pour permettre une reprise très

L'économie

vigoureuse de l'économie en 2021 et en 2022. Nous prévoyons maintenant une croissance de 6.6% cette année (préalablement 5.2%), suivie d'une expansion de 3.8% l'an prochain. En lien avec ce scénario de croissance, notre prévision d'inflation demeure supérieure aux attentes consensuelles et à celles de la Réserve fédérale. Notons que le secteur privé peine déjà à subvenir à la demande et fait face à une augmentation importante du coût des intrants. Nous croyons que ces pressions finiront tôt ou tard par se répercuter sur le consommateur. Cela dit, nous envisageons que l'inflation demeura dans une fourchette acceptable pour la Fed.

É.-U.: La hausse des coûts se répercutera-t-elle sur le consommateur?

Indice PMI ISM, prix payés



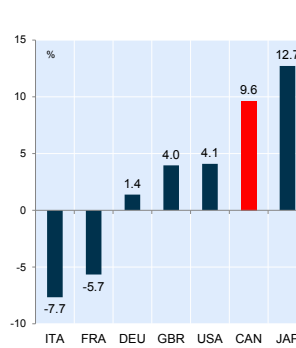
FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Canada : Terminer l'année en beauté

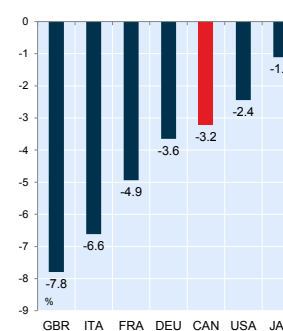
Avec la divulgation des comptes économiques du quatrième trimestre, nous avons maintenant un aperçu global du PIB en 2020 qui a enregistré une contraction annuelle record de 5.4%, dépassant de loin le précédent record de 3.2% de 1982. Mais, plus important encore, nous avons maintenant une bien meilleure perspective sur le rythme de la reprise au T4 2020, et les chiffres sont impressionnants compte tenu des circonstances. Grâce à une croissance annualisée de 9.6% - la deuxième au classement des pays du G7 -, l'économie canadienne n'est plus qu'à 3.2% du niveau d'activité du T4 2019. Une situation fort enviable sur une base relative.

Canada : Une reprise enviable

PIB - Croissance trimestrielle annualisée au T4 2020



PIB - Variation en pourcentage par rapport au T4 2019

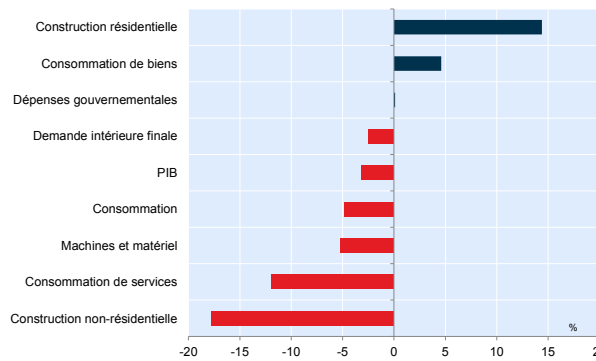


FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Il faut souligner que la hausse de l'activité économique au T4 était en grande partie attribuable aux stocks, qui ont enregistré une petite accumulation après les importantes ponctions qui ont nuï à la croissance au cours des trimestres précédents. Cela dit, la demande intérieure a réussi à dégager une croissance malgré le fait que la consommation dans le secteur des services a continué de pâtir des mesures de distanciation sociale et que l'investissement dans l'immobilier non résidentiel est resté déprimé, la demande concernant les immeubles de bureaux et les centres commerciaux étant faible.

Canada : Une reprise très variable selon les composantes du PIB

Produit intérieur brut au T4 2020 - variation par rapport au T4 2019



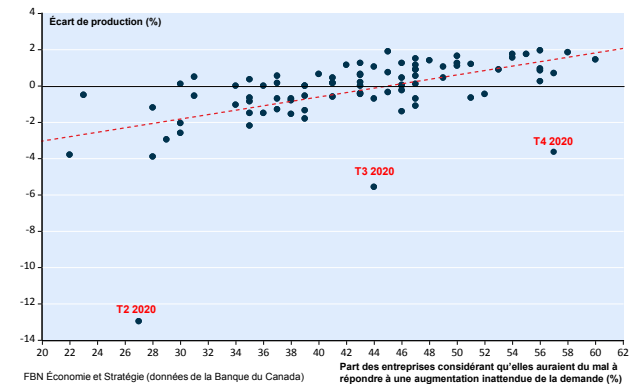
FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

Une chose est certaine, comme la plupart des prévisionnistes, la Banque du Canada a été surprise

par la croissance au quatrième trimestre qu'elle projetait à 4.8% dans son Rapport sur la politique monétaire de janvier. L'écart de production (différence en pourcentage entre le PIB réel et le PIB potentiel estimée selon deux méthodes) qu'elle estimait à -4.6% aurait fondu à -3.6% selon nos calculs. Un tel niveau demeure substantiel, s'apparentant à celui qui régnait au plus fort de la récession de 2008-2009. Mais ce portrait désinflationniste suppose que leur estimation du PIB potentiel est bonne. Or, quelle est la production potentielle d'une économie quand les autorités gouvernementales exigent la fermeture de certains secteurs et exhortent les entreprises au télétravail? Quelle est-elle quand une partie de la population continue d'avoir peur de circuler librement? Si nous partageons l'estimation de la Banque du Canada dans une perspective de long terme (environnement post-pandémique), à court terme, c'est une autre histoire. D'ailleurs, d'autres indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production et l'inflation au Canada laissent entrevoir des pressions beaucoup plus aiguës que ce que dénote l'écart de production. Au T4 2020, 57% des entreprises considéraient qu'une augmentation de la demande serait difficile à combler, un niveau qu'on observe habituellement quand le PIB est au-dessus du PIB potentiel (c.-à-d. écart de production positif).

L'écart de production projeté par la BdC sous-estime-t-il l'inflation?

Moyenne de deux mesures de l'écart production de la BdC et pressions sur les capacités vues par les entreprises



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

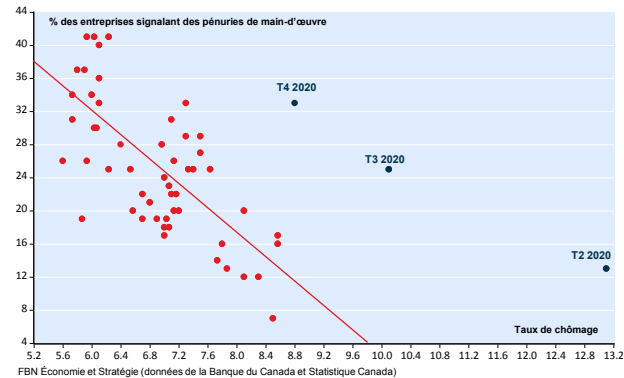
Mais comment se fait-il que les entreprises ressentent une pression sur leur capacité de production alors que de nombreux travailleurs sont actuellement inemployés?

L'économie

Au quatrième trimestre, le tiers des entreprises signalait des pénuries de main-d'œuvre, niveau qui traduisait un taux de chômage avoisinant les 6% si on se fie au précédent cycle. Or, le taux de chômage était à 8,8%.

Canada : Pénuries de main-d'œuvre malgré un chômage élevé

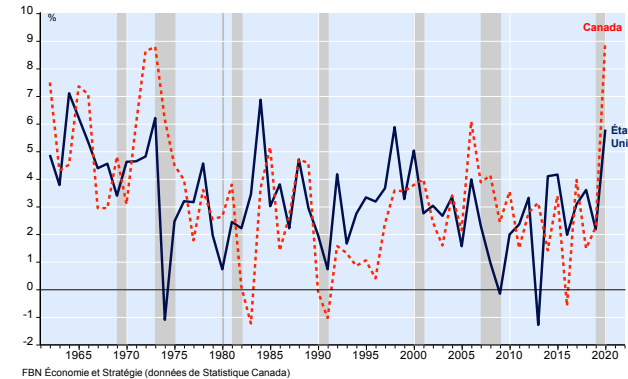
Pourcentage des entreprises signalant des pénuries de main-d'œuvre et taux de chômage (2007-2021)



Il se pourrait que certains travailleurs écartés du marché du travail par la crise ne répondent plus aux besoins des entreprises actuellement en exploitation. Mais il n'y a pas que cela. Certains d'entre eux ne sont peut-être pas nécessairement pressés de reprendre le travail rapidement. En effet, les travailleurs qui ont perdu leur emploi durant la pandémie continuent d'être généreusement soutenus par le gouvernement fédéral comme en témoigne l'évolution des revenus. Au quatrième trimestre, le revenu disponible réel des ménages était encore en forte hausse, enregistrant une progression de 6,8% par rapport au même trimestre l'an passé. Pour l'année entière, le revenu disponible réel a affiché une croissance de 9,0%, du jamais vu depuis que les données sont compilées. Cela a permis de soutenir la consommation durant l'année, mais l'impact pourrait se faire sentir sur les prochains trimestres également. La hausse du taux d'épargne a permis aux ménages d'accumuler au cours des 4 derniers trimestres un montant d'épargne excédentaire représentant pas moins de 8,0% du PIB.

Canada : Une croissance sans précédent du revenu disponible réel

Croissance annuelle du revenu disponible réel

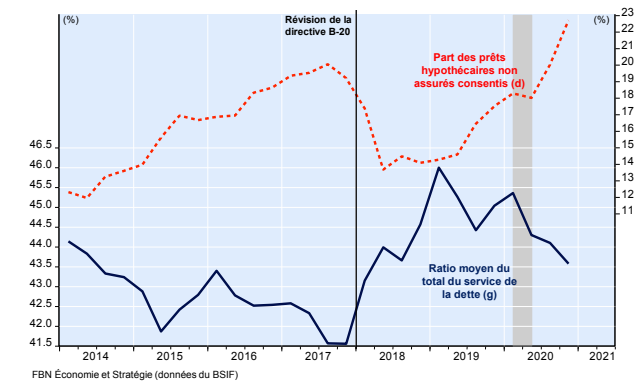


Malgré cet environnement propice à une accélération de l'inflation et alors que deux des trois mesures de l'inflation fondamentale atteignent déjà la cible de la banque centrale, le dernier discours du gouverneur de la Banque du Canada, Tiff Macklem, n'indique pas d'inconfort dû à l'accommodement budgétaire et monétaire présentement en place. Même au sujet de l'immobilier, le gouverneur ne semble pas trop préoccupé pour le moment. Il a dit qu'il notait les premiers signes d'une exubérance excessive, mais a maintenu que le marché était encore loin de l'essor de 2016/2017. Toutefois, pas moins de 69% des marchés connaissent actuellement des hausses de prix de dix pour cent ou plus (un record), comparativement à 55% pendant le boom de 2016/2017. Dans sa Revue du système financier de juin 2016, la Banque du Canada mentionnait que le ratio de prêt au revenu est une mesure utile parce qu'elle qu'il facilite l'évaluation de la vulnérabilité des ménages endettés sur l'ensemble du cycle contrairement au ratio du service de la dette. Pendant le boom de 2016-2017, la banque centrale suivait de près les emprunteurs ayant un ratio de prêt au revenu de plus de 450% en raison du risque qu'ils représentaient pour le système financier. Avec deux mois de données du T4 2020, la proportion d'emprunteurs hypothécaires à endettement élevé non assurés a atteint le niveau record de 23% selon le BSIF, dépassant le pic constaté lors du boom de 2016-2017. Certes, le ratio de service de la dette moyen de ces emprunteurs suit une tendance à la baisse grâce aux taux d'intérêt d'une faiblesse record, mais une perspective sur

l'ensemble du cycle incite à la prudence. En 2016-2017, ces craintes ont été apaisées par un resserrement des mesures macroprudentielles et cela pourrait de nouveau être le cas cette année. Cela permettrait à la banque centrale de gagner du temps avant de devoir hausser le taux directeur, ce que nous n'envisageons pas avant le T1 2023. Cela dit, nous continuons de croire qu'elle pourrait réduire le rythme des achats dans le cadre de son programme d'assouplissement quantitatif de manière imminente (voir le [Mensuel obligatoire](#)).

Canada : Part des emprunteurs vulnérables dépassant le pic de 2017

Part des prêts au ratio prêt/revenu de plus de 450% et ratio moyen du service de la dette



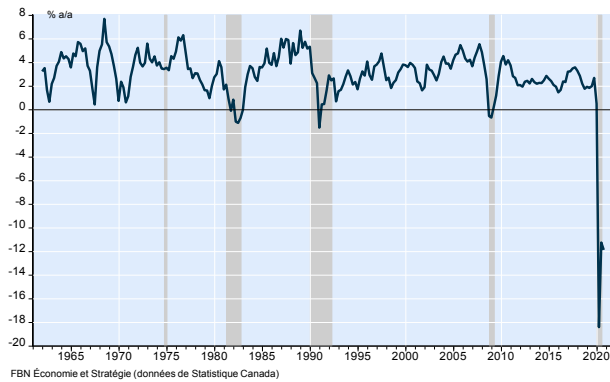
Nous relevons notre scénario de croissance pour 2021 à 5,4% (préalablement à 4,2%). Cette révision importante s'explique par un point de départ meilleur qu'anticipé étant donné la croissance supérieure aux attentes du quatrième trimestre. Mais, ce qui nous a surpris encore plus, c'est l'estimation préliminaire de Statistique Canada qui table sur une croissance de 0,5% en janvier malgré le fait que les commerces non essentiels étaient fermés pendant une bonne partie du mois en Ontario et au Québec. Cela signifie qu'une contraction de l'économie au premier trimestre n'est plus attendue. Nous sommes également plus optimistes pour les prochains mois. Le gouvernement fédéral a une nouvelle fois prolongé son programme extraordinaire de soutien au revenu ce qui pourrait vouloir dire qu'il aura été en place jusqu'à ce que la pandémie soit sous contrôle. Les mesures sanitaires en place maintiennent la consommation de services à des niveaux anormalement bas, mais la situation qui pourrait rapidement se rétablir dans les prochains mois. Puisque la consommation de

L'économie

services représente 30% du PIB, un retour au niveau d'activité qui régnait avant la crise effacerait à lui seul l'écart de production estimé par la banque centrale.

Canada : Une contraction sans précédent des services

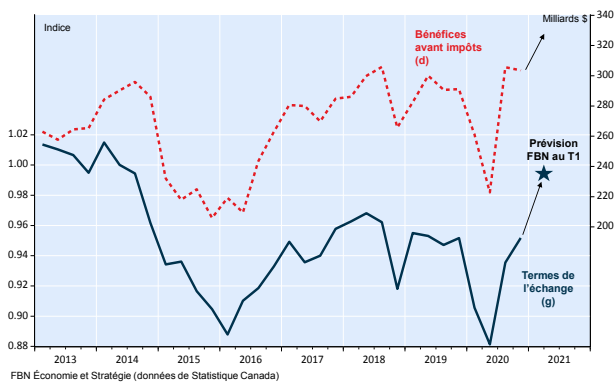
Consommation de services



De plus, l'économie canadienne bénéficiera indirectement de la stimulation budgétaire américaine gigantesque ainsi que du progrès des États-Unis sur le front de la vaccination (en supposant la réception des excédents de vaccins à partir de juin). L'envolée des prix des matières premières dénote quant à elle une nette amélioration des termes de l'échange au premier trimestre 2021 ce qui pourrait signifier des profits records des entreprises au pays. Cela est de bon augure pour l'embauche et l'investissement.

Canada : Les termes de l'échange au plus haut depuis 2014?

Bénéfices avant impôts et termes de l'échange



États-Unis Scénario économique

(Variation annuelle en %)*	2018	2019	2020	2021	2022	2020	T4/T4 2021	2022
Produit intérieur brut (\$constants, 2012)	3.0	2.2	(3.5)	6.6	3.8	(2.4)	6.6	2.7
Dépenses personnelles	2.7	2.4	(3.9)	7.1	4.3	(2.6)	7.1	3.0
Construction résidentielle	(0.6)	(1.7)	6.0	14.9	(2.2)	14.1	6.1	(5.0)
Investissements des entreprises	6.9	2.9	(4.0)	7.8	2.2	(1.2)	6.2	0.6
Dépenses publiques	1.8	2.3	1.1	1.5	2.1	(0.6)	3.0	2.5
Exportations	3.0	(0.1)	(13.0)	8.9	6.9	(11.0)	9.5	5.5
Importations	4.1	1.1	(9.3)	12.7	2.4	(0.6)	5.7	1.0
Variation des stocks (milliards \$)	53.4	48.5	(80.9)	42.1	35.4	48.0	30.4	6.2
Demande intérieure	3.0	2.3	(2.7)	6.5	3.3	(1.5)	6.2	2.2
Revenu réel disponible	3.6	2.2	5.8	0.5	(1.0)	3.2	2.0	(0.1)
Emploi des salariés	1.6	1.3	(5.7)	2.3	3.0	(6.0)	3.6	2.0
Taux de chômage	3.9	3.7	8.1	5.3	4.2	6.8	4.6	4.2
Taux d'inflation	2.4	1.8	1.3	2.7	2.4	1.2	2.7	2.5
Bénéfices avant impôts	6.1	0.3	(5.7)	13.4	6.2	(0.4)	7.0	6.0
Compte courant (milliards \$)	(449.7)	(480.2)	(626.4)	(666.3)	(647.5)

* Sauf indication contraire.

Scénario financier**

	actuel 10/03/21	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	0.04	0.05	0.10	0.10	0.10	0.09	0.10	0.15
Obligations fédérales								
2 ans	0.16	0.15	0.20	0.25	0.30	0.13	0.30	0.85
5 ans	0.80	0.85	0.95	1.05	1.15	0.36	1.15	1.55
10 ans	1.53	1.60	1.70	1.80	1.90	0.93	1.90	2.25
30 ans	2.24	2.30	2.35	2.45	2.50	1.65	2.50	2.70
Taux de change								
US\$/Euro	1.19	1.19	1.22	1.23	1.22	1.22	1.22	1.19
YEN/\$US	109	108	106	105	105	103	105	100

** fin de période

Dynamique trimestrielle

	T1 2020 publié	T2 2020 publié	T3 2020 publié	T4 2020 prévision	T1 2021 prévision	T2 2021 prévision	T3 2021 prévision	T4 2021 prévision
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	(5.0)	(31.4)	33.4	4.1	8.6	7.7	5.8	4.4
IPC (var. a/a %)	2.1	0.4	1.3	1.2	1.8	3.3	2.8	2.7
IPC de base (var. a/a %)	2.2	1.3	1.7	1.6	1.4	2.2	1.7	1.9
Taux de chômage (%)	3.8	13.1	8.8	6.8	6.2	5.5	4.9	4.6

Financière Banque Nationale

Canada Scénario économique

(Variation annuelle en %)*	2018	2019	2020	2021	2022	2020	T4/T4 2021	2022
Produit intérieur brut (\$constants, 2012)	2.4	1.9	(5.4)	5.4	4.0	(3.2)	4.3	3.1
Dépenses personnelles	2.5	1.6	(6.1)	4.5	4.8	(4.8)	4.8	3.5
Construction résidentielle	(1.7)	(0.2)	3.9	10.2	(1.5)	14.4	(3.3)	0.0
Investissements des entreprises	3.1	1.1	(13.1)	0.9	6.8	(13.1)	4.9	7.1
Dépenses publiques	3.2	1.7	(0.3)	3.3	2.2	1.3	1.9	2.1
Exportations	3.7	1.3	(9.8)	6.4	4.7	(7.1)	5.3	4.8
Importations	3.4	0.4	(11.3)	7.0	4.4	(6.0)	3.7	4.5
Variation des stocks (millions \$)	15,486	18,766	(15,533)	11,075	15,525	1,721	15,300	14,300
Demande intérieure	2.5	1.4	(4.5)	4.4	3.7	(2.5)	3.3	3.0
Revenu réel disponible	1.5	2.2	9.0	(2.9)	0.2	6.8	(2.4)	1.1
Emploi	1.6	2.2	(5.1)	4.0	2.7	(2.9)	2.7	2.0
Taux de chômage	5.9	5.7	9.6	8.2	7.0	8.8	7.3	6.8
Taux d'inflation	2.3	1.9	0.7	2.5	2.3	0.8	2.6	2.3
Bénéfices avant impôts	3.8	0.6	(6.1)	15.5	5.4	4.3	5.7	6.0
Compte courant (milliards, \$)	(52.2)	(47.4)	(42.7)	(25.0)	(35.0)

* Sauf indication contraire.

Scénario financier**

	actuel 10/03/21	T1 2021	T2 2021	T3 2021	T4 2021	2020	2021	2022
Taux à un jour	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
Bons du Trésor 3M	0.11	0.10	0.15	0.15	0.20	0.07	0.20	0.30
Obligations fédérales								
2 ans	0.25	0.25	0.30	0.40	0.50	0.20	0.50	0.95
5 ans	0.92	0.95	1.00	1.10	1.15	0.39	1.15	1.55
10 ans	1.41	1.50	1.55	1.65	1.75	0.68	1.75	2.15
30 ans	1.84	1.85	1.90	1.95	2.00	1.21	2.00	2.20
Taux de change								
CAD par USD	1.26	1.28	1.25	1.23	1.20	1.27	1.20	1.22
Prix du pétrole (WTI), \$U.S.	64	61	62	64	65	48	65	60

** fin de période

Dynamique trimestrielle

	T1 2020 publié	T2 2020 publié	T3 2020 publié	T4 2020 prévision	T1 2021 prévision	T2 2021 prévision	T3 2021 prévision	T4 2021 prévision
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	(7.5)	(38.5)	40.6	9.6	3.6	3.4	5.1	5.3
IPC (var. a/a %)	1.8	0.0	0.3	0.8	1.6	3.0	2.9	2.6
IPC ex. aliments et énergie (var. a/a %)	1.8	1.0	0.6	1.1	1.3	2.1	2.3	2.2
Taux de chômage (%)	6.4	13.1	10.1	8.8	9.0	8.6	7.9	7.3

Financière Banque Nationale

Prévisions économiques provinciales

	2018	2019	2020p	2021p	2022p	2018	2019	2020p	2021p	2022p
	PIB réel (croissance en %)					PIB nominal (croissance en %)				
Terre-Neuve-et-Labrador	-3.5	4.0	-6.0	3.5	2.8	0.8	4.1	-9.0	12.2	4.6
Île-du-Prince-Édouard	2.5	5.1	-3.5	4.5	4.0	3.6	7.0	-1.3	6.2	6.8
Nouvelle-Écosse	1.9	2.4	-4.0	5.0	3.3	3.6	3.8	-2.7	6.9	5.0
Nouveau-Brunswick	0.5	1.2	-3.5	4.2	3.3	3.6	3.0	-1.7	8.3	5.4
Québec	2.9	2.7	-5.2	5.2	4.2	5.4	4.3	-3.5	8.1	6.1
Ontario	2.8	2.1	-5.6	5.4	4.1	4.1	3.8	-3.8	8.0	6.0
Manitoba	1.5	0.6	-3.9	4.5	3.5	2.5	1.0	-3.1	9.3	5.2
Saskatchewan	1.2	-0.7	-4.8	4.7	3.5	3.2	0.1	-8.9	12.7	4.5
Alberta	1.9	0.1	-7.5	6.0	3.7	3.4	2.7	-9.7	15.8	5.0
Colombie-Britannique	2.7	2.7	-4.7	5.5	4.2	4.9	4.4	-3.2	9.8	5.4
Canada	2.4	1.9	-5.4	5.4	4.0	4.2	3.6	-4.6	9.6	5.6
	Emploi (croissance en %)					Taux de chômage (%)				
Terre-Neuve-et-Labrador	0.5	1.3	-5.9	4.1	0.2	14.1	12.3	14.2	12.2	11.8
Île-du-Prince-Édouard	4.2	3.4	-3.2	3.0	2.2	9.4	8.6	10.6	10.4	9.7
Nouvelle-Écosse	1.9	2.3	-4.7	4.5	1.6	7.7	7.3	9.8	9.7	8.9
Nouveau-Brunswick	0.6	0.7	-2.6	3.0	1.2	8.0	8.2	10.1	9.2	8.4
Québec	1.5	2.0	-4.8	3.8	2.7	5.5	5.2	8.9	7.5	6.4
Ontario	1.7	2.8	-4.7	3.9	2.8	5.7	5.6	9.6	8.5	7.0
Manitoba	1.1	1.0	-3.7	3.0	2.0	6.0	5.4	8.0	7.6	7.1
Saskatchewan	0.6	1.7	-4.6	3.8	2.3	6.2	5.5	8.4	8.1	7.4
Alberta	1.9	0.6	-6.5	4.6	3.2	6.7	7.0	11.5	10.3	8.8
Colombie-Britannique	1.4	2.9	-6.5	4.2	2.6	4.8	4.7	9.0	6.3	5.5
Canada	1.6	2.2	-5.1	4.0	2.7	5.9	5.7	9.6	8.2	7.0
	Mises en chantier de logements (000)					IPC (Croissance en %)				
Terre-Neuve-et-Labrador	1.1	0.9	0.8	0.7	0.6	1.7	1.0	0.2	2.7	2.5
Île-du-Prince-Édouard	1.1	1.5	1.2	1.3	1.2	2.3	1.2	0.0	2.2	2.3
Nouvelle-Écosse	4.8	4.7	4.9	4.5	4.2	2.2	1.6	0.3	2.4	2.3
Nouveau-Brunswick	2.3	2.9	3.5	3.4	2.9	2.2	1.7	0.2	2.2	2.2
Québec	46.9	48.0	54.1	51.0	48.3	1.7	2.1	0.8	2.6	2.3
Ontario	78.7	69.0	81.3	77.8	76.0	2.4	1.9	0.6	2.6	2.3
Manitoba	7.4	6.9	7.3	6.3	6.1	2.5	2.3	0.5	2.3	2.4
Saskatchewan	3.6	2.4	3.1	3.0	3.2	2.3	1.7	0.6	2.3	2.2
Alberta	26.1	27.3	24.0	25.5	27.0	2.5	1.7	1.1	2.3	2.2
Colombie-Britannique	40.9	44.9	37.7	36.5	35.5	2.7	2.3	0.8	2.5	2.4
Canada	212.8	208.7	217.8	210.0	205.0	2.3	1.9	0.7	2.5	2.3

e: estimé

p: prévision

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

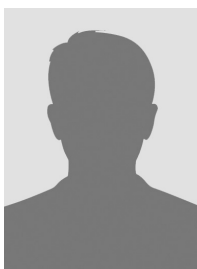
Taux d'intérêt et marché obligataire



Taux d'intérêt et marché obligataire



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



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



Jocelyn Paquet
Économiste
514 412-3693

Taper tantrum 2.0

À l'aube de 2021, il y a un peu plus de deux mois, l'obligation du Trésor américain de 10 ans rapportait environ 90 points de base, situant le taux réel correspondant à -1.1% – près du niveau le plus accommodant pour les taux réels enregistré à ce jour. Mais après avoir été malmenés pendant plus de deux mois, les taux à 10 ans nominaux ont franchi la barre de 1.5% aux États-Unis et ils n'en sont pas très loin au Canada. Les taux réels restent négatifs et clairement accommodants de part et d'autre de la frontière, mais ils le sont considérablement moins dernièrement, ce qui en dit long du regain de confiance dans la reprise économique.

Comme pour l'illustrer, notre *Mensuel économique* de mars dévoile d'imposantes révisions à la hausse de notre vision de base de la croissance nord-américaine. Un plan de relance budgétaire monstre survoltera la croissance en 2021 aux États-Unis et la maintiendra clairement au-dessus de son potentiel jusqu'en 2022 (voire plus longtemps). Pendant ce temps, le Canada semble avoir étonnamment bien traversé les confinements décrétés par les gouvernements dans des régions clés en début d'année. Une plus grande partie de l'impulsion budgétaire du Canada était concentrée sur 2020, mais, même sans un coup de pouce à la Joe Biden, les perspectives de croissance du Canada – en termes de production réelle, de production nominale et de création de richesse – sont relativement brillantes.

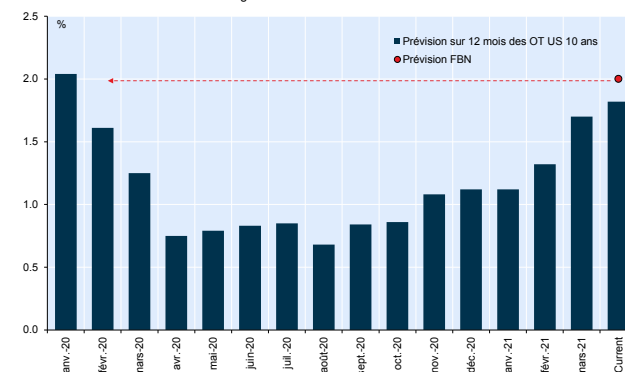
Tout cela implique une résorption des écarts de production plus rapide et une amorce d'une inflation supérieure à l'objectif, toutes choses étant égales par ailleurs. Ainsi, malgré l'incertitude qui persiste (et, dans le cas du Canada, le déploiement relativement tardif de vaccins), le terrain est de plus en plus prêt pour le retrait de la détente monétaire. Nous entrevoyons une séquence claire et simple : 12 à 18 mois de réduction progressive des achats d'actifs, suivis des premières hausses du taux directeur en 2023.

À la lumière de notre évaluation optimiste de la croissance américaine et canadienne, et tout en reconnaissant la sévère rectification des prix en janvier et février, nous apportons un ajustement relativement radical (selon les standards de FBN) à notre prévision des taux d'intérêt. Nous avons établi une trajectoire notionnelle vers une hausse des taux et des courbes plus

pentues – les obligations américaines de 10 ans atteignant 2 % d'ici un an, suivis d'assez près par les taux canadiens.

Évolution rapide des perspectives de taux d'intérêt à 10 ans

Attentes dans 1 an concernant les obligations du Trésor américaines de 10 ans



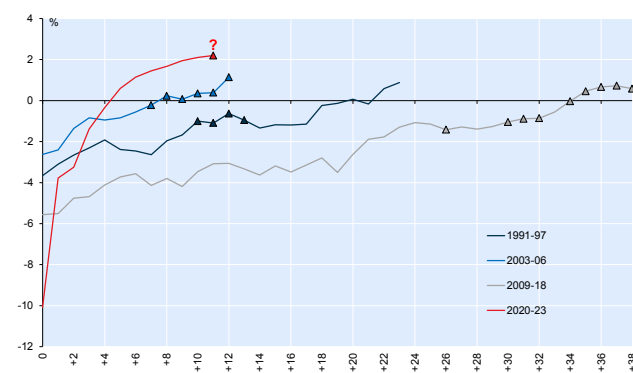
FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg) | Nota : Prévisions des taux à 10 ans d'ici 12 mois, en date du 9 mars

Nous reconnaissons cependant les points suivants : (a) la volatilité des marchés financiers/obligataires restera probablement élevée, ce qui implique que l'évolution vers des taux de 2% pour les obligations du Trésor américain de 10 ans ne sera probablement pas aussi uniforme que nous l'avons indiqué; (b) les États-Unis continueront de profiter des taux d'intérêt à 10 ans négatifs même si l'écart de production est totalement résorbé, ce qui est une situation sans précédent destinée à assurer un rétablissement continu du marché du travail, généralisé et inclusif; (c) les premières hausses de taux de la Fed et de la BdC pourraient arriver au T1 2023, mais, par rapport aux taux directeurs perçus comme neutres de 2-2½%, la politique monétaire restera accommodante jusqu'en 2024 (voire plus longtemps).

* La presse financière en anglais avait désigné par « Taper tantrum » la crise qui a agité les marchés à la première évocation d'une hausse des taux d'intérêt à la fin du cycle de détente monétaire précédent.

Taux d'intérêt et marché obligataire

Les hausses de taux précédaient jadis la résorption des écarts de production



FBN Économie et Stratégie (données du CBO, Bloomberg) | Nota : Ne comprend pas les réductions de la Fed qui ont eu lieu dans les années 1990 ou les hausses subséquentes à des niveaux inférieurs au moment t=0 de l'objectif des fonds fédéraux.

S'il fallait trouver un nom désignant la période des deux derniers mois, on pourrait bien l'appeler *Taper Tantrum* 2.0. La réduction progressive des achats d'obligations par les banques centrales (probablement à partir d'avril pour la BdC et peut-être cet automne pour la Fed) et, à terme, la hausse des taux directeurs resserreront les conditions financières. Nous avons eu droit à un premier tour de chauffe dernièrement. Mais le retrait géré de mesures de stimulation monétaire sans précédent semble atténué par les soutiens budgétaires très importants. En définitive, nous ne voyons pas Jay ou Tiff compromettre indûment la croissance nord-américaine, saper le marché boursier, étouffer une reprise des prix des produits de base, rogner gravement les ailes du huard ou déstabiliser le crédit... du moins pas cette année.

Ralentir la hausse des taux obligataires

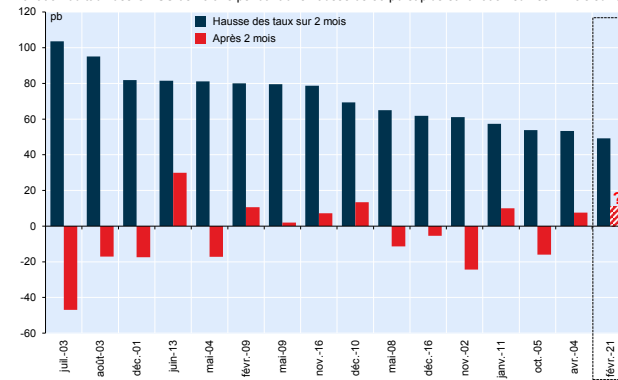
Au début de l'année, le taux d'intérêt le plus important au monde, celui des obligations du Trésor américain de 10 ans, était bloqué sous 1%. Dans les deux mois qui ont suivi, ce taux de référence clé était engagé sur une voie à sens unique vers le haut. En janvier et février, nous avons enregistré un mouvement de près de 50 points de base (avec environ 10 pb de plus depuis le début de mars). Les mouvements de taux de cette nature, bien que de plus en plus rares, ne sont pas sans précédent. De fait, nous avons identifié un échantillon de 15 épisodes dans lesquels le taux à 10 ans a augmenté de plus de 50 pb en deux mois au cours des deux dernières

décennies. Et que nous enseigne le passé? Premièrement, que les hausses de cette ampleur persistent rarement, du moins au même rythme. Au cours des 15 épisodes antérieurs identifiés, les mouvements de plus de 50 pb étaient suivis par une diminution moyenne de 5 pb. La hausse subséquente la plus rapide? Elle s'est produite, comme de juste, pendant la crise du taper tantrum de 2013. Mais même là, la baisse des cours de 80 pb était suivie d'une hausse des taux beaucoup plus timide de 30 pb au cours des deux mois subséquents.

Cette fois-ci, après deux semaines en mars, il est clair que la hausse des taux obligataires a persisté. Et comme notre nouveau tableau de prévision des taux d'intérêt en témoigne, nous nous attendons à ce que cela continue. Cependant, le rythme rapide de l'augmentation devrait ralentir alors que la stimulation budgétaire et les craintes de l'inflation transparissent de plus en plus dans les cours. Le taux à dix ans se situera très probablement au-dessus de son niveau de la fin de février d'ici deux mois, mais nous ne nous attendons pas à une nouvelle hausse de 50 pb ce printemps.

Il est rare que les mouvements démesurés des taux persistent

Variation du taux des OT US de 10 ans pendant une hausse de 50 pb et plus et variation sur les 2 mois suivants



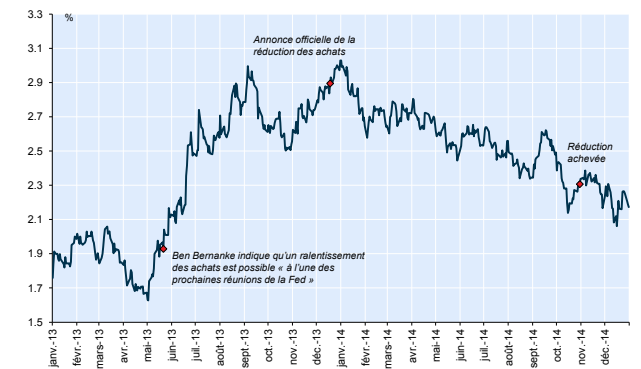
FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Notre prévision de la diminution progressive des achats

Bien que le pire de la crise de la COVID semble bien terminé, les banques centrales n'ont pas voulu laisser filtrer un retrait des mesures de stimulation extraordinaires adoptées au cours de la dernière année. Tout en sachant qu'il n'est pas nécessaire qu'une intervention de politique monétaire soit signalée, l'amélioration rapide des

perspectives économiques nous fait penser que les programmes d'AQ pourraient commencer à baisser de régime. Et nous sommes d'avis que les achats au titre de l'AQ devraient être totalement arrêtés avant que commence la hausse des taux directeurs. Dans la perspective d'un resserrement du taux directeur au T1 2023, une réduction du rythme des achats d'obligations devrait commencer relativement rapidement pour permettre une décréue ordonnée. Comment cette réduction progressive pourrait-elle se présenter?

La réaction des taux pendant la réduction progressive de l'AQ précédent



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Pour la Fed, nous avons des antécédents qui peuvent nous orienter sur la forme que prendra une réduction des achats. En 2013-2014, la Fed a signalé la fin de sa troisième ronde d'AQ après la crise financière mondiale. Cette époque est peut-être mieux connue à cause du mouvement de panique qui a suivi l'évocation d'une réduction des achats – ce que la Fed cherchera assurément à éviter cette fois-ci. Malgré les réactions suscitées par le ralentissement de l'AQ il y a une décennie, les membres du FOMC ont reconnu que la situation actuelle pourrait ressembler trait pour trait à celle de l'époque.

« Le scénario de la réduction des achats d'actifs sera similaire à celui de la dernière reprise »

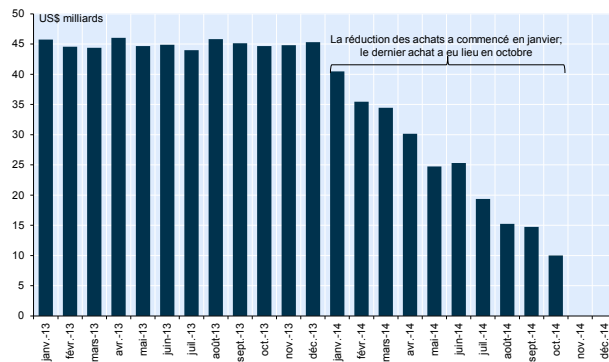
– Président de la Fed de Philadelphie, Patrick Harker

Taux d'intérêt et marché obligataire

Rétrospectivement, la période complète de l'annonce de la réduction des achats jusqu'à leur fin a duré un peu moins de onze mois (ou près de dix-sept mois à partir du début de la réaction épidermique du marché à l'annonce de la réduction). Le processus a été lancé de manière informelle en mai 2013 quand Ben Bernanke a reconnu dans un témoignage devant le Congrès qu'une réduction progressive était possible « au cours des prochaines réunions », ce qui a déclenché la réaction de panique investisseurs. Alors que le marché obligataire tremblait et se préparait à l'annonce de la réduction des achats en septembre, la Fed a fini par se garder de faire une annonce officielle, car le taux de chômage restait obstinément élevé. Un ralentissement des achats a plutôt été signalé officiellement à la réunion de décembre 2013, et devait commencer en janvier 2014. Les achats ont été réduits de US\$45 milliards par mois à une moyenne d'environ US\$4 milliards par mois jusqu'au dernier achat en octobre 2014.

Le déroulement de la réduction des achats d'AQ de la Fed

Achats mensuels d'obligations du Trésor de 2013 à 2014



FBN Économie et Stratégie (données de la Fed de New York) | Nota : N'inclut pas les achats de titres hypothécaires

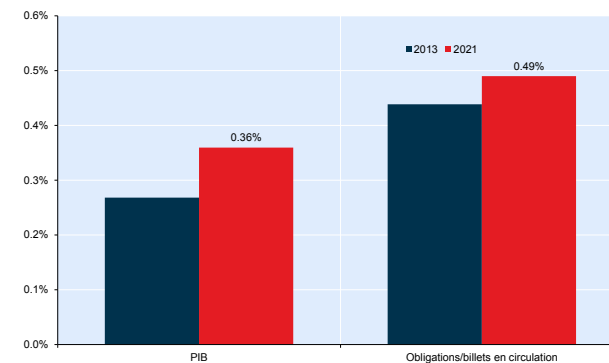
Comment cela se traduira-t-il dans le contexte actuel? Premièrement, Jerome Powell a opté pour une prudence exceptionnelle, mais au cours des prochains mois, à mesure que les vaccinations s'étendront à la population générale, que l'économie continuera de se remettre en marche et que les emplois seront rétablis, même lui devrait se sentir suffisamment à l'aise pour signaler un ralentissement à terme de l'AQ. Il nous a aussi assuré à de nombreuses reprises qu'il fera connaître au monde son intention de réduire les achats « bien à l'avance ». On ne sait pas clairement combien de temps de préavis ce « bien à l'avance » représentera, mais nous pensons qu'on peut compter réalistement sur trois mois. Une

annonce de la réduction des achats n'est pas à attendre à la réunion de mars, mais le FOMC pourrait juger cela opportun cet été (réunions de juin, juillet ou septembre). Cela préfigurerait une baisse de cadence au troisième ou quatrième trimestre de 2021.

Quant au rythme de cette décrue organisée, le temps qu'il a fallu pour sevrer le marché de l'AQ en 2014 pourrait être un peu trop juste cette fois-ci vu que les achats de titres du Trésor représentent actuellement US\$80 milliards par mois (à quoi s'ajoutent US\$40 milliards d'achat de titres hypothécaires ou MBS) soit près de 80% de plus qu'à l'époque. Même si en proportion du PIB ou des obligations en circulation la différence de taille n'est pas aussi grande, cela plaide quand même en faveur d'une période légèrement plus longue à la marge. Douze à quinze mois semblent réalistes comme rythme pour ramener les achats d'obligations à zéro, soit autour du quatrième trimestre de 2022 – juste à temps pour ajuster le taux directeur le trimestre suivant.

Plus de chemin à parcourir pour stopper l'AQ en 2021

Achats mensuels d'obligations du Trésor : 2013 contre 2021 en proportion du marché des obligation et du PIB



FBN Économie et Stratégie (données de la Fed de New York, Bloomberg, SIFMA, CBO) | Nota : Les chiffres du PIB et des obligations en circulation sont ceux de 2013. L'encours est constitué de tous les titres négociables hormis les bons du Trésor. Le rythme des achats en 2021 est de US\$80 milliards par mois. En 2013, il était de US\$45 milliards.

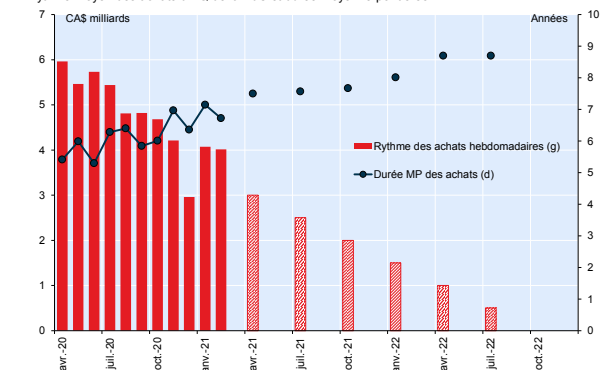
Quant à la Banque du Canada, techniquement, le ralentissement a déjà commencé en octobre quand la BdC a monté d'un cran son engagement à réduire les achats d'au moins CA\$5 milliards à au moins CA\$4 milliards, par semaine. Maintenant que la réunion de mars est passée sans une nouvelle rétrogradation, celle d'avril pourrait être le moment de l'annonce d'une prochaine réduction des achats par la BdC. Cela nous amènerait à CA\$3 milliards par semaine – un niveau plus raisonnable, mais toujours relativement démesuré par rapport à la Fed.

Au-delà d'avril, nous pencherions pour une baisse de régime de l'ordre de CA\$500 millions par trimestre. Cela conduirait à CA\$2 milliards par semaine (c.-à-d. la moitié du rythme actuel) d'ici l'automne, ce qui, pour nous est plus proche de l'équivalence avec le rythme actuel de l'AQ de la Fed, juste au moment où cette dernière réduit ses propres achats. Par conséquent, de nouvelles réductions des achats d'obligations par la BdC à partir d'octobre chevaucheraient plus ou moins l'action de Jay Powell et consorts.

Dans le scénario que nous préconisons, la poursuite de la réduction des achats par tranches de CA\$500 millions par trimestre mettrait fin à l'AQ de la BdC d'ici l'automne 2022, préparant le terrain pour la première hausse des taux d'intérêt par la banque centrale canadienne au T1 2023. Notre premier tour de vis de la BdC coïncide avec celui que nous anticipons de la Fed. Les anticipations de marché sont de plus en plus ambitieuses, mais nous ne voyons aucune raison impérieuse de devancer la Fed, vu que l'absorption des ressources économiques inutilisées sera plus lente au Canada. Oui, nous savons que le mandat actuel de la BdC est moins souple que celui de la Fed, ce qui signifie que la mèche est plus courte ou que la fonction de réaction est un peu moins retardée que ce qu'on pourrait voir aux États-Unis. Mais l'appréciation du CAD et d'éventuelles mesures macroprudentielles pour calmer le marché immobilier résidentiel influencent notre réflexion sur les hausses de taux d'intérêt de la BdC. (Il y a quelques semaines à peine, le marché bruissait de rumeurs de micro-réductions des taux d'intérêt, mais nous ne partageons pas cet avis.)

BdC : Ralentir la cadence et allonger les échéances

Rythme moyen des achats d'AQ de la BdC et durée moyenne pondérée



FBN Économie et Stratégie (données de la BdC) Nota: Préconisations FBN à partir d'avril 2021

Taux d'intérêt et marché obligataire

La BdC s'oriente-t-elle vers un double mandat?

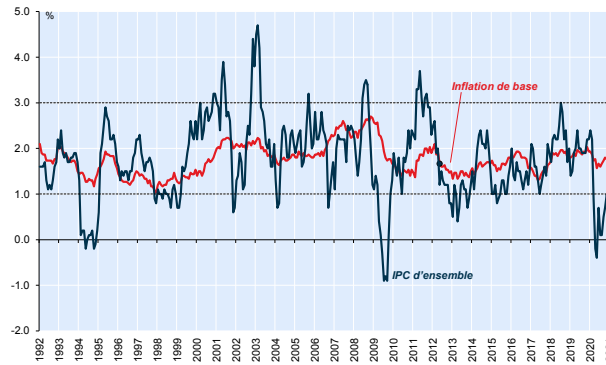
Comme nos lecteurs avertis le savent sans doute, la Banque du Canada travaille actuellement assidûment au renouvellement de sa politique en 2021. Comme tous les 5 ans, la banque centrale réévalue à fond le cadre de politique monétaire qui serait le mieux adapté dans le contexte actuel. La dernière mise à jour détaillée que nous a livrée la Banque sur ce sujet date du mois d'août dernier, où s'est tenu un atelier pour débattre des forces et des faiblesses du cadre actuel ainsi que de cinq autres cadres :

- 1) ciblage d'une inflation moyenne (CIM);
- 2) ciblage du niveau des prix (CNP);
- 3) double mandat – emploi et inflation;
- 4) ciblage de la croissance nominale du PIB;
- 5) ciblage du niveau nominal du PIB.

À l'époque, le personnel de la BdC a conclu que, même si aucun cadre ne dominait strictement tous les autres dans tous les modèles, les cadres de ciblage de l'inflation, de ciblage d'une inflation moyenne et de double mandat tendaient à être plus performants dans les simulations. Sur la base de ces conclusions, nous avons jugé que la BdC allait probablement laisser son cadre de ciblage inchangé. Nous avons reconnu que le ciblage d'une inflation moyenne et un double mandat pourraient apporter certains avantages dans des circonstances particulières, mais, à nos yeux, le coût associé à un changement de cadre (à la fois en termes de crédibilité et de compréhension du public) allait en dépasser les avantages. Dans nos réflexions, nous avons aussi tenu compte de l'efficacité prouvée du modèle actuel. Il faut se rappeler que, depuis qu'elle a adopté de cadre de ciblage de l'inflation en 1991, la Banque du Canada a maintenu l'inflation d'ensemble entre 1% et 3% pas moins de 74% du temps. Au cours des 10 dernières années, le taux de succès de la BdC a grimpé à 78%. Et en ce qui concerne les mesures de la BdC de l'inflation de base, elles n'ont jamais dévié de la fourchette-cible de 1% à 3% depuis 1992. Il est aussi bon de noter qu'en dehors des épisodes de récession sévère, l'inflation n'a pratiquement jamais dévié de la cible de plus d'un point de pourcentage. C'est à se demander pourquoi la Banque devrait modifier une formule gagnante.

Le ciblage de l'inflation largement couronné de succès

Inflation selon l'IPC d'ensemble et inflation de base depuis 1992



FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada) | Nota : L'inflation de base renvoie aux trois mesures de base de la BdC

Revenons au 23 février dernier, où le gouverneur de la BdC, Tiff Macklem, a tenu une allocution intitulée « Le marché du travail canadien : rebond, récupération et restructuration ». Comme le titre l'indique, le discours était centré sur le marché du travail du Canada dans le sillage de la crise de la COVID. Outre qu'il a souligné que nous sommes encore loin d'un « marché du travail vigoureux », M. Macklem a aussi lié l'emploi au mandat de la Banque. « En effet, le ciblage de l'inflation vise en définitive à parvenir à une faible inflation et au plein emploi, dit-il, parce que pour atteindre l'un ou l'autre de façon durable, il nous faut les deux. Sans le plein emploi, l'inflation ne pourra pas demeurer près de sa cible de 2%, car le manque d'emplois et de revenus tirera l'inflation vers le bas ». Il a aussi rappelé que, malgré un marché du travail tendu avant la COVID, « l'inflation ne menaçait pas de s'emballer » et que lui et ses collègues garderont cela à l'esprit à l'avenir.

Ces mots, prononcés par le représentant le plus influent de la BdC quelques mois à peine avant la publication de la revue de la politique, soulèvent des questions sur l'orientation que compte prendre la banque centrale. La BdC envisage-t-elle d'adopter un double mandat inflation-emploi similaire à celui utilisé actuellement par la Fed? Et, si oui, quelles en seraient les implications politiques? Commençons par la deuxième question. Il est généralement reconnu qu'en accordant plus de place à l'emploi dans ses décisions de politique monétaire, la Banque du Canada se donnerait plus de marge de manœuvre pour maintenir une politique monétaire accommodante aussi longtemps que possible. Pour

diverses raisons inhérentes à la crise actuelle, il est très probable que l'inflation revienne à sa cible bien avant que le Canada retrouve le plein emploi. Un mandat visant exclusivement l'inflation pourrait alors forcer la BdC à hausser les taux d'intérêt plus tôt que ce ne serait le cas autrement. Soulignons cependant que le mandat actuel de la BdC permet déjà un certain degré de flexibilité, puisque la cible d'inflation est définie comme une fourchette (1%-3%) et non comme un point fixe. Néanmoins, certains participants du marché se demandent si cette souplesse sera suffisante pour empêcher la BdC d'augmenter les taux avant la Fed. À ce sujet, rappelons à nos lecteurs que, considérant la vitesse de déploiement actuel des vaccins aux États-Unis, l'économie de notre voisin du sud devrait se rétablir plus rapidement du choc de la COVID que la nôtre, permettant à son PIB d'atteindre son potentiel un peu plus vite qu'au Canada. Ce décalage devrait permettre à la BdC de rester sur la touche au moins aussi longtemps que la Fed, même si elle choisit de conserver son cadre de politique monétaire actuel.

Cela reste encore, à notre avis, le scénario le plus probable, mais nous reconnaissons que l'introduction d'un double mandat est un événement à plus forte probabilité que nous le pensions précédemment. Au-delà des problèmes de communication associés à l'introduction d'un nouveau cadre de référence, nous avons d'autres réserves au sujet de l'inclusion possible de l'emploi dans le mandat officiel de la banque centrale que nous aimerions présenter ici :

- 1) Qu'entend-on par « plein emploi »? Bien que l'inflation ne soit pas un indicateur parfait de l'écart de production ou du bien-être économique des Canadiens, elle a davantage d'être facile à mesurer. La notion du plein emploi, par contre, suscite beaucoup de débats dans les milieux économiques. En s'en remettant à un concept aussi flou, la BdC s'exposerait probablement à des critiques.
- 2) La concentration sur le chômage empêcherait-elle la BdC de voir les déséquilibres financiers croissants?
- 3) Et si l'emploi et l'inflation envoient des signaux divergents? En termes de communication, un double mandat est facile à gérer tant que l'emploi et l'inflation envoient le même signal. Quand l'inflation est trop basse et le chômage trop élevé, la banque centrale doit maintenir une politique accommodante, et vice versa. Mais la crise actuelle est particulière en ce sens qu'un chômage toujours élevé ne se traduit pas

Taux d'intérêt et marché obligataire

nécessairement par une inflation insuffisante. Cela s'explique par deux raisons : la première est que l'inflation bénéficiera bientôt d'un effet de base fortement positif (temporaire), de l'augmentation des prix des matières premières (probablement temporaires) et de contraintes du côté de l'offre occasionnées par la destruction de capacités / l'adaptation de la production au contexte de la COVID (qui se maintiendra probablement plus longtemps). La deuxième est que, en introduisant des mécanismes massifs de remplacement du revenu, les gouvernements en Amérique du Nord ont plus ou moins rompu la courroie de transmission entre le chômage et l'écart de production. En temps normal, les pertes d'emplois impliquent une baisse de revenus des ménages et donc une diminution des dépenses. Mais depuis le début de la crise actuelle, le revenu des ménages a nettement augmenté au Canada et la consommation est restée résiliente. Comme l'aide budgétaire sera probablement prolongée un certain temps encore, il est possible d'imaginer un scénario dans lequel le chômage resterait relativement élevé alors que l'inflation oscillerait au-dessus de 2%. Que ferait la BdC dans ce cas de figure? Et comment expliquerait-elle sa décision au public?

Pour nous, ces questions plaident en faveur du mandat actuel de ciblage de l'inflation par la BdC. Cela ne veut pas dire que la banque centrale ne devrait pas tenir compte de la situation de l'emploi dans ses décisions de politique monétaire. Nous croyons simplement que les statistiques de l'emploi ne devraient pas être utilisées comme une fin en elles-mêmes, mais comme un des nombreux outils employés par la banque pour aider à déterminer la trajectoire de l'inflation.

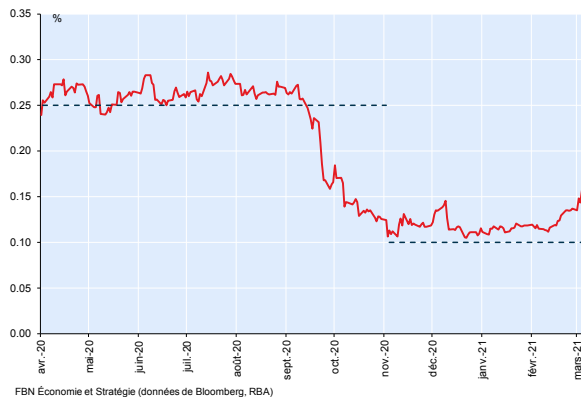
Le contrôle de la courbe des taux revient sur le tapis

La montée des taux en a incité beaucoup à recommencer à spéculer sur l'adoption par les banques centrales nord-américaines d'une forme de ciblage de la courbe des taux. Cette option de politique monétaire a fait couler beaucoup d'encre l'an dernier, où la Banque de réserve d'Australie a rejoint la banque du Japon au rang de ses plus grands adeptes. En définitive, la Fed en a écarté l'idée l'an dernier. Mais à l'époque les taux étaient beaucoup plus bas. Les récentes hausses des taux auront-elles fait changer d'avis la Fed ou la Banque du Canada? Probablement pas.

Pour la BdC, plutôt que d'adopter le contrôle de la courbe des taux directement, la Banque a opté en octobre pour un allongement de durée des titres qu'elle achète pour aider à contrôler les taux des échéances plus éloignées. Nous pensons qu'un nouvel allongement relatif pourrait être envisagé quand la Banque cherchera à réduire ses achats en avril. À la Fed, une partie du FOMC a jonglé avec cette idée comme une option, mais les discussions transparaissent dans les procès-verbaux antérieurs de la Fed semblent indiquer qu'il n'y avait pas (et que probablement il n'y a toujours pas) un soutien important. En outre, le ciblage des taux d'intérêt pourrait être vu comme une violation de l'indépendance de la Fed et une façon de permettre au gouvernement de financer ses efforts budgétaires herculéens à des taux intéressants, particulièrement alors que nous pourrions nous trouver au milieu d'une expansion record depuis l'après-guerre (c.-à-d. un contrôle de la courbe des taux procyclique est-il vraiment nécessaire?). Et enfin, l'outil de politique monétaire force les banques centrales à acheter autant d'obligations que ce serait nécessaire pour atteindre la cible (au risque de perdre leur crédibilité), créant une formidable incertitude.

RBA : La cible de taux sous pression?

Rendement de l'obligation du gouvernement australien de 3 ans générique et cible

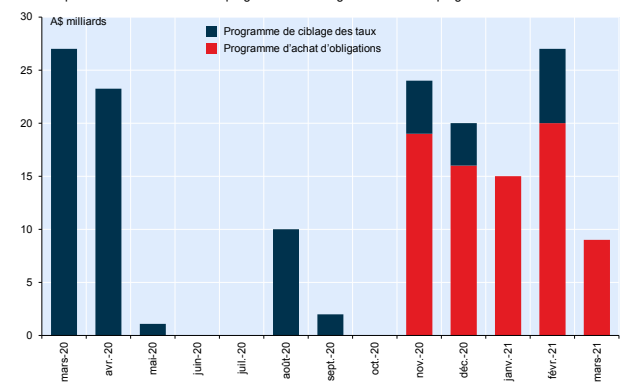


De fait, la RBA constitue une étude de cas des difficultés de la mise en application de la maîtrise de la courbe des rendements. En mars 2020, la banque centrale a fixé un objectif pour l'obligation de trois ans de 25 points de base. Pendant les mois qui ont suivi, l'obligation visée s'est négociée à quelques points de base près au niveau ciblé sans que la banque centrale

ait eu à faire beaucoup d'achats. En novembre, l'objectif du taux à 3 ans et du marché monétaire a été abaissé à 10 points de base. Les taux sont restés proches de la cible jusqu'à la mi-février où la hausse des taux mondiaux a entraîné une augmentation des taux australiens. Cela a obligé la RBA à intervenir et effectuer un achat non prévu de A\$3 milliards pour faire rebaisser le taux à court terme. En même temps, cette banque centrale a doublé le rythme de ses achats d'obligations à plus long terme pour étouffer une hausse des taux à l'extrémité éloignée de la courbe et faire passer le message qu'elle était disposée à maintenir les coûts d'emprunt bas. Cette intervention contrastait avec l'attitude des banques centrales nord-américaines qui étaient beaucoup plus tolérantes à l'égard des hausses de taux d'intérêt. Cela dit, l'obligation de 3 ans continue de se négocier au-dessus de la cible de la RBA de 10 points de base, même si ce n'est que d'une poignée de points de base. Mais par rapport aux indications prospectives de la RBA jusqu'en 2024, il est encore trop tôt pour se prononcer. Alors qu'on peut assurément s'attendre à beaucoup de volatilité sur le marché obligataire, les participants du marché surveilleront de près comment la banque centrale choisit de gérer son objectif de courbe des taux et, par conséquent, ses achats d'obligations futurs. La RBA détient déjà plus de 60% de l'obligation ciblée échéant en avril 2024. Devra-t-elle absorber la totalité en circulation? Les défenseurs du contrôle de la courbe des taux surveilleront cela assurément d'un œil intéressé.

RBA : Achats records d'obligations en février

Achats par la RBA dans le cadre du programme de ciblage des taux et du programme d'achats mensuels



Marché boursier et stratégie de portefeuille



Marché boursier et stratégie de portefeuille



Stéphane Marion

Économiste et stratège en chef
514 879-3781



Matthieu Arseneau

Chef économiste adjoint
514 879-2252

Monde : Les obligations malmènent les actions

Les actions mondiales ont atteint un nouveau record à la mi-février, mais ont, depuis, battu en retraite (graphique).

Monde : Le marché des actions marque une pause

MSCI Monde (tous pays)



FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Malgré ce revers, l'indice MSCI Monde TP reste positif sur l'année avec un gain de 2.6% dû notamment à la performance robuste du Canada (+5.4%) et des marchés émergents (+5.1%) - tableau.

Indice MSCI composé : Evolution des cours

	Depuis le début		
	du mois	du trimestre	de l'année
MSCI Monde (TP)	0.5	2.6	2.6
MSCI Monde	0.6	2.3	2.3
MSCI États-Unis	0.3	1.7	1.7
MSCI Canada	1.9	5.4	5.4
MSCI Europe	1.0	2.2	2.2
MSCI Pacifique sans le Japon	0.7	3.9	3.9
MSCI Japon	1.3	5.0	5.0
MSCI MÉ	0.3	5.1	5.1
MSCI MÉ EMOA	2.1	6.1	6.1
MSCI MÉ Amérique latine	3.6	-0.9	-0.9
MSCI MÉ Asie	-0.2	5.5	5.5

5/3/2021

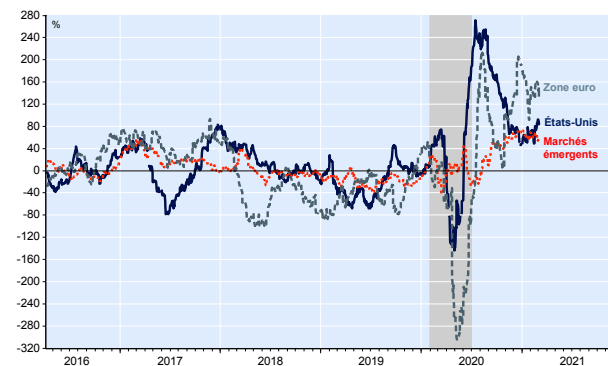
FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

La bonne nouvelle, c'est que la campagne de vaccination contre la pandémie avance bien et offre une toile de fond très constructive à l'économie mondiale et

à la croissance des bénéfices. Maintenant que le Congrès américain est sur le point d'adopter un imposant programme de relance de \$1,900 milliards qui prolonge les bonifications de l'assurance-chômage jusqu'en septembre et offre une nouvelle vague de chèques d'aide aux ménages, il est difficile d'imaginer un ralentissement de la consommation pendant le reste de 2021. La consommation mondiale bénéficiera aussi de l'actif net des ménages qui est en meilleur état qu'il y a un an dans la plupart des économies de l'OCDE. Nous avons relevé notre prévision du PIB mondial pour 2021 de 5.5% à 6.0% ce mois-ci pour refléter la récente vague de surprises économiques positives (graphique).¹

Monde : Surprises économiques positives généralisées

Indice CITI des surprises économiques : États-Unis, marchés émergent et zone euro



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Alors pourquoi les marchés boursiers deviennent-ils plus hésitants malgré ces bonnes nouvelles? Réponse : à cause de la hausse des taux des obligations du Trésor. Nous avons écrit le mois dernier que la taille du plan Biden pourrait compliquer les choses si les attentes d'inflation ne se stabilisent pas bientôt, mais font monter le taux des obligations du Trésor à 10 ans nettement au-dessus du rendement du dividende de l'indice S&P 500 de 1.5%. Or, c'est là que nous en sommes maintenant (graphique).

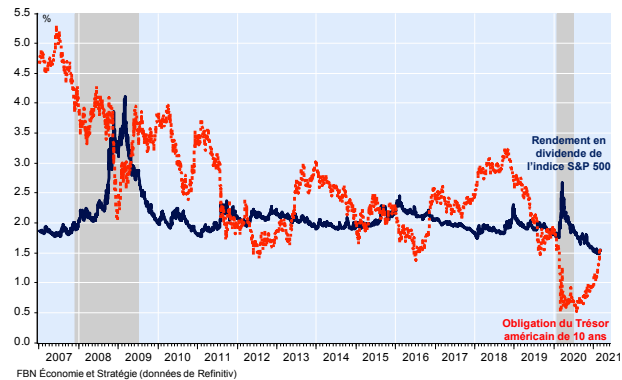
¹ Voir notre *Mensuel économique* pour plus de détails.

² Croissance et valeur sont deux styles d'investissement basés sur l'analyse fondamentale. Selon Standard and Poor's, une société de croissance a typiquement un potentiel de bénéfice prometteur et tend à investir plus dans la croissance future que dans la distribution de dividendes, alors qu'une société de valeur tend à être plus établie, avec des taux de croissance et de distribution de dividendes stables.

Marché boursier et stratégie de portefeuille

États-Unis : Convergence entre les marchés et les taux obligataires

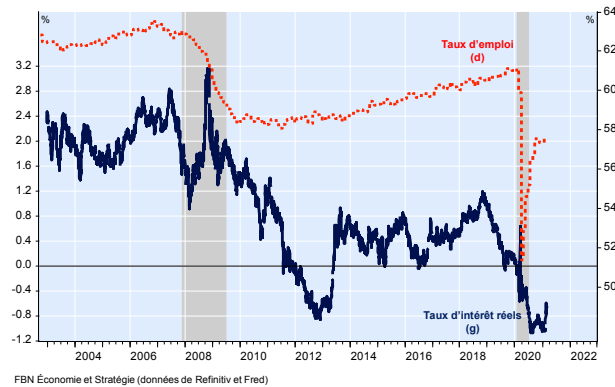
Rendement en dividende de l'indice S&P 500 et obligation américaine de référence de 10 ans



Combien de temps la Réserve fédérale pourra-t-elle maintenir les taux d'intérêt en dessous de l'inflation maintenant que la vaccination mondiale contre le coronavirus monte en puissance et que le marché du travail américain s'améliore? Un certain temps encore, à notre avis. Le président de la Fed, Jerome Powell, a dit et répété que sa banque centrale fera preuve de plus de patience que dans le passé avant de resserrer sa politique monétaire. Il a indiqué que la Fed n'augmentera pas les taux avant que l'inflation se maintienne durablement à son objectif de 2% ou au-dessus et que divers indicateurs confirment que le marché du travail a atteint une vigueur maximale. Un de ces indicateurs est le taux d'emploi qui, à 57%, reste inférieur au plus bas niveau observé après la récession de 2008-2009 (graphique). Pour ramener le taux d'emploi à son niveau d'avant la pandémie de 61%, plus de 9 millions d'emplois devront être ajoutés.

États-Unis : Les taux d'intérêt réels devraient rester négatifs

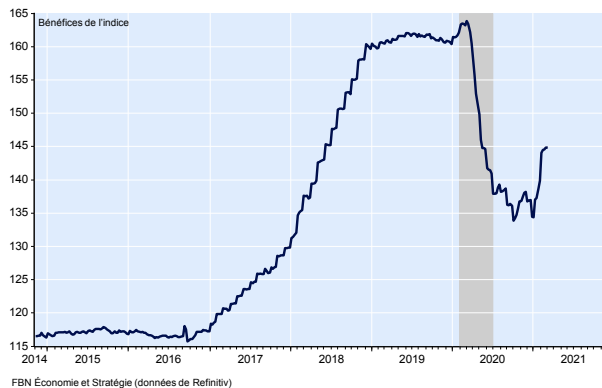
Taux des TIPS de 10 ans et emploi



Dans ces circonstances, nous pensons que la politique monétaire devrait rester très accommodante pendant plusieurs trimestres encore pour soutenir les bénéfices des sociétés et promouvoir la création d'emplois. Les bénéfices de l'indice S&P 500 commencent à peine à se redresser (graphique).

États-Unis : Les profits des entreprises sont encore loin du pic

Bénéfices des sociétés constituant l'indice S&P 500

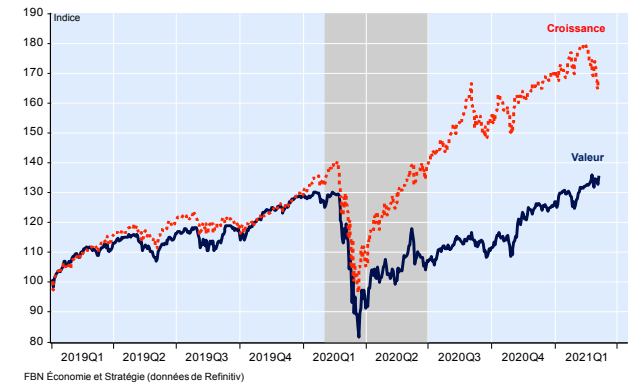


À notre avis, l'état du marché du travail continue de plaider en faveur de la poursuite de l'assouplissement quantitatif aux États-Unis et de taux d'intérêt réels négatifs sur un horizon prévisible. Notre plus récente édition du Mensuel obligataire prévoit un taux nominal des obligations du Trésor de 10 ans de l'ordre de 1.6% à

1.9% d'ici la fin de l'année. Cette augmentation pourrait limiter l'expansion des ratios C/B sur les marchés boursiers, mais elle n'est certainement pas létale si le rythme de la reprise des bénéfices s'accélère. Cependant, l'augmentation des taux d'intérêt implique que certains styles d'investissement auront plus de difficultés que d'autres. Par exemple, le récent repli de l'indice S&P 500 était concentré dans les actions de croissance qui sont plus sensibles aux taux d'intérêt. Les actions de valeur, pour leur part, poursuivent leur tendance à la hausse (graphique).²

États-Unis : La faiblesse n'est pas généralisée

Performance des actions de valeur comparativement aux actions de croissance aux États-Unis



S&P/TSX : Bond des actions de valeur

L'indice S&P/TSX continue de très bien se comporter en 2021; il oscille actuellement autour d'un nouveau sommet record. Nous avons écrit le mois dernier que ce n'était qu'une question de temps avant que l'écart de valorisation entre les indices S&P 500 et S&P/TSX commence à diminuer, si nous voyons juste dans nos prévisions d'un rebond de la croissance économique. L'indice de référence canadien nous a donné raison et a déjà augmenté de 5.4% depuis le début de l'année grâce à l'apport formidable des secteurs de l'énergie (+19.7%) et des banques (+10.8%).

Marché boursier et stratégie de portefeuille

Indice composé S&P TSX : Évolution des cours

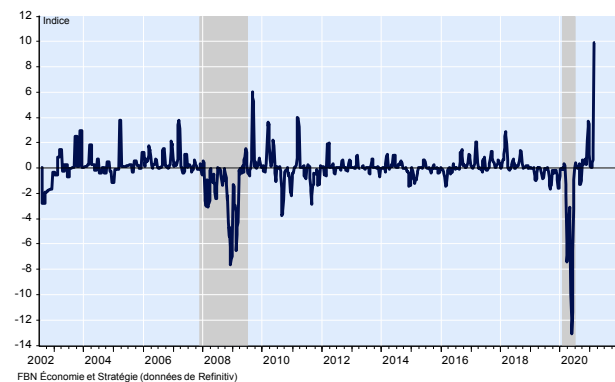
	Depuis le début		
	du mois	du trimestre	de l'année
S&P TSX	1.8	5.4	5.4
ÉNERGIE	7.5	19.7	19.7
TÉLÉCOMS	4.9	4.4	4.4
CONSOM. DE BASE	4.3	-2.3	-2.3
BANQUES	3.8	10.8	10.8
FINANCES	3.5	9.6	9.6
CONSOM. DISCRÉTIONNAIRE	2.5	8.4	8.4
INDUSTRIE	1.6	3.5	3.5
IMMOBILIER	1.5	7.4	7.4
MATÉRIAUX	1.3	-6.6	-6.6
SERVICES PUBLICS	-0.8	-4.0	-4.0
SANTÉ	-4.0	35.9	35.9
TI	-9.1	-0.8	-0.8

5/3/2021

Les banques canadiennes ont laissé les analystes perplexes à la fin de février en déclarant des bénéfices de qualité qui dépassaient largement les attentes. Les analystes boursiers ont, dans leur consensus, réagi en rehaussant leurs prévisions de bénéfices par action (BPA) à 12 mois de pas moins de 10%, la plus forte révision à la hausse enregistrée (graphique).

Canada : La plus forte révision à la hausse en deux décennies

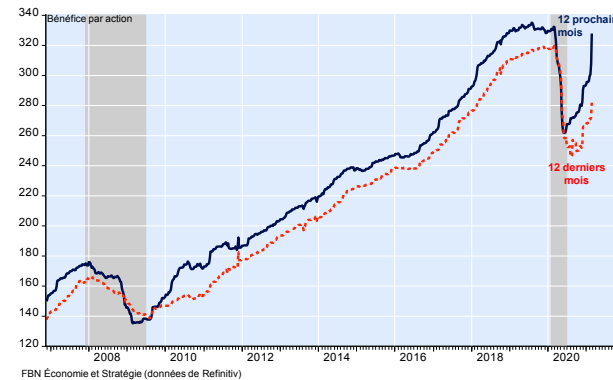
Variation sur un mois du BPA prévisionnel à 12 mois pour les banques de l'indice S&P/TSX



Même après cette révision massive, il est important de noter que les attentes en matière de BPA des banques canadiennes restent inférieures à leur niveau d'avant la pandémie (graphique). Et nous continuons de trouver un potentiel de surprises positives.

S&P TSX : Perspective historique sur les bénéfices des banques

Bénéfice des 12 prochains et des 12 derniers mois des banques canadiennes

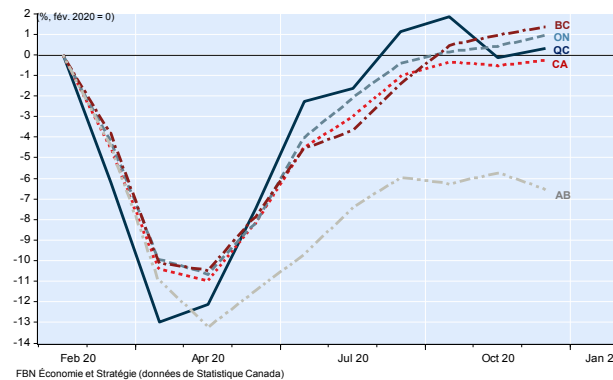


FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

D'une part, le marché du travail continue de se rétablir et les salaires et traitements dépassent déjà le niveau d'avant la pandémie dans trois des quatre plus grandes provinces (graphique).

Canada : Salaires et traitements dans les quatre grandes provinces

Salaires et traitements versés au Canada dans les quatre plus grandes provinces (décembre 2020)

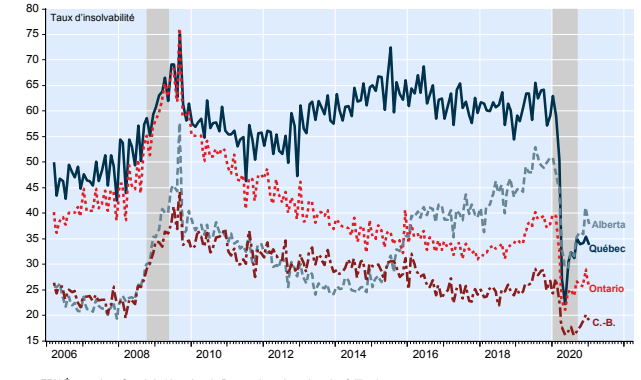


FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

Cela devrait aider à soutenir la demande de prêts hypothécaires résidentiels et protéger contre une augmentation des cas d'insolvabilité de ménages qui sont actuellement relativement bas en termes historiques (graphique).

Canada : Le taux d'insolvabilité est relativement bas

Nombre de dossiers d'insolvabilité par 10,000 habitants âgés de 15 ans et plus, désaisonnalisé

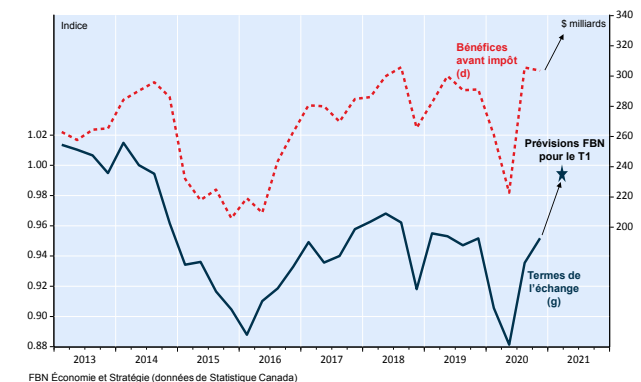


FBN Économie et Stratégie (données du Bureau du surintendant des faillites)

D'autre part, l'économie canadienne bénéficiera indirectement de l'énorme programme de relance budgétaire des États-Unis et du récent bond des prix des produits de base qui laisse présager des améliorations remarquables des termes de l'échange du Canada 2021 (graphique). Ces facteurs pourraient engendrer des bénéfices records des entreprises et un cycle du crédit résilient. Nous restons constructifs à l'égard des banques canadiennes et de l'indice S&P/TSX.

Canada : Les meilleurs termes de l'échange depuis 2014?

Bénéfices avant impôt et termes de l'échange



FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

Marché boursier et stratégie de portefeuille

Répartition des actifs

Notre répartition des actifs est inchangée ce mois-ci : Longue en actions et courte en titres à revenu fixe avec une répartition géographique qui favorise le Canada et les marchés émergents. La récente remontée des taux obligataires reflète une amélioration des perspectives de l'économie mondiale plutôt qu'une perte de confiance dans les gouvernements et une dérive des attentes d'inflation. Il reste aux marchés du travail un long chemin à parcourir vers le rétablissement avant que les banques centrales ne laissent les taux d'intérêt réel redevenir positifs.

Répartition des actifs FBN			
	Indice de référence (%)	Recommandation FBN (%)	Variation (%)
Marché boursier			
Actions canadiennes	20	23	
Actions américaines	20	18	
Actions étrangères (EAEO)	5	4	
Marchés émergents	5	9	
Marché obligataire	45	42	
Liquidités	5	4	
Total	100	100	

FBN Économie et Stratégie

Rotation sectorielle

Notre rotation sectorielle est inchangée ce mois-ci et continue de privilégier les actions de valeur sur les actions de croissance.

NBF Fundamental Sector Rotation - March 2021

Name (Sector/Industry)	Recommendation	S&P/TSX weight
Energy	Market Weight	12.8%
Energy Equipment & Services	Market Weight	0.0%
Oil, Gas & Consumable Fuels	Market Weight	12.8%
Materials	Overweight	12.1%
Chemicals	Market Weight	1.7%
Containers & Packaging	Overweight	0.6%
Metals & Mining *	Overweight	2.5%
Gold	Overweight	6.9%
Paper & Forest Products	Market Weight	0.5%
Industrials	Market Weight	12.3%
Capital Goods	Overweight	2.1%
Commercial & Professional Services	Underweight	3.0%
Transportation	Market Weight	7.1%
Consumer Discretionary	Market Weight	4.0%
Automobiles & Components	Underweight	1.3%
Consumer Durables & Apparel	Overweight	0.6%
Consumer Services	Market Weight	1.0%
Retailing	Market Weight	1.1%
Consumer Staples	Market Weight	3.6%
Food & Staples Retailing	Market Weight	2.8%
Food, Beverage & Tobacco	Market Weight	0.7%
Health Care	Market Weight	1.5%
Health Care Equipment & Services	Market Weight	0.1%
Pharmaceuticals, Biotechnology & Life Sciences	Market Weight	1.4%
Financials	Overweight	31.6%
Banks	Overweight	21.6%
Diversified Financials	Market Weight	3.9%
Insurance	Overweight	6.1%
Information Technology	Underweight	9.5%
Telecommunication Services	Market Weight	4.8%
Utilities	Underweight	4.7%
Real Estate	Underweight	3.2%

* Metals & Mining excluding the Gold Sub-Industry for the recommendation.

Marché boursier et stratégie de portefeuille

Prévisions FBN Canada		
	Actuel	Cible
Niveau de l'indice	2021-03-10	T4-2021 (est.)
S&P/TSX	18 690	19 500
Hypothèses		T4-2021 (est.)
Niveau: Bénéfices	783	1080
Dividendes	536	740
Ratio C/B passé	23.9	18.1
Obligations 10 ans	1.41	1.75

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

Prévisions FBN États-Unis		
	Actuel	Cible
Niveau de l'indice	2021-03-10	T4-2021 (est.)
S&P 500	3 899	4 000
Hypothèses		T4-2021 (est.)
Niveau: Bénéfices	148	170
Dividendes	59	68
Ratio C/B passé	26.4	23.5
Obligations 10 ans	1.52	1.90

* 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 10/03/2021	Cumulatif mars-21	Cumulatif 2021	Δ 1 an	Δ 3 ans	Cumulatif 2021	Δ 1 an	Δ 3 ans	
Amérique du Nord - Indice MSCI	3 963	1.9%	3.4%	37.7%	41.3%	2.7%	26.4%	39.2%	1.00
États-Unis - S&P 500	3 899	2.3%	3.8%	35.3%	39.9%	3.0%	24.2%	37.8%	1.00
Canada - S&P TSX	18 690	3.5%	7.2%	25.0%	20.0%	7.2%	25.0%	20.0%	0.80
Europe - Indice MSCI	1 896	2.2%	3.0%	30.6%	6.1%	2.2%	19.9%	4.5%	0.59
Royaume-Uni - FTSE 100	6 726	3.7%	4.1%	12.8%	-6.9%	5.1%	11.3%	-8.1%	-0.37
Allemagne - DAX 30	14 540	5.5%	6.0%	38.8%	17.8%	2.3%	33.6%	12.0%	0.79
France - CAC 40	5 991	5.0%	7.9%	29.2%	13.6%	4.1%	24.4%	8.0%	0.43
Suisse - SMI	10 910	3.7%	1.9%	18.6%	22.1%	-4.0%	9.1%	22.7%	0.87
Italie - Milan Comit 30	259	0.0%	0.0%	0.0%	4.7%	-3.5%	-3.7%	-0.4%	0.64
Pays-Bas - Amsterdam	678	4.1%	8.6%	39.9%	26.2%	4.7%	34.7%	20.1%	0.84
Zone Pacifique - Indice MSCI	3 158	0.5%	1.8%	28.9%	11.0%	1.1%	18.4%	9.4%	0.71
Japon - Nikkei 225	29 037	0.2%	5.8%	46.2%	35.3%	-0.2%	28.2%	31.2%	0.87
Australie - All ordinaries	6 947	0.1%	1.4%	15.9%	14.5%	0.6%	26.7%	11.0%	0.65
Hong Kong - Hang Seng	28 908	-0.3%	6.2%	13.8%	-6.7%	5.2%	4.6%	-7.3%	-0.07
MSCI - Monde	2 775	1.8%	3.2%	35.3%	29.1%	2.4%	24.2%	27.2%	0.98
MSCI - Monde ex. É.-U.	2 206	1.8%	3.1%	30.6%	8.9%	2.3%	19.9%	7.2%	0.65
MSCI - EAEO	2 203	1.6%	2.6%	30.0%	7.9%	1.8%	19.4%	6.3%	0.64
MSCI - Marchés émergents (indice libre)	1 325	-1.1%	2.6%	37.4%	9.7%	1.8%	26.1%	8.1%	0.76

* Corrélation des rendements mensuels sur 3 ans

Marché boursier et stratégie de portefeuille

Bénéfices sectoriels du S&P 500 - Consensus*

2021-03-10

	Pond. S&P 500	niveau	Variation		Croissance - BPA			C/B			Croissance prévue sur 5 ans	Ratio PEG	Indice de révision**
			3-m Δ	12-m Δ	2021	2022	à 12 mois	2021	2022	à 12 mois			
S&P 500	100	235	4.87	1.10	24.94	15.24	21.25	22.28	19.34	21.33	16.46	1.00	5.11
Énergie	3.08	399.80	28.99	49.53	NA	49.33	687.51	27.14	18.18	24.16	8.25	0.04	49.05
Matériaux	2.72	488.82	9.47	54.71	33.77	9.18	26.09	20.26	18.56	19.74	10.21	0.76	8.78
Industrie	8.70	804.77	7.84	38.46	71.39	35.20	58.01	26.10	19.31	23.92	24.94	0.41	-1.73
Consommation discrétionnaire	12.26	1308.34	3.55	45.70	47.08	33.68	42.62	35.34	26.44	32.68	32.89	0.77	1.87
Consommation de base	6.04	672.08	-2.41	8.04	6.04	8.17	6.61	19.72	18.23	19.11	8.12	2.89	1.09
Santé	12.93	1322.33	1.41	19.39	14.49	6.60	11.98	15.74	14.77	15.51	10.22	1.29	2.26
Finance	11.72	571.75	20.07	43.17	22.80	11.85	19.60	15.25	13.63	14.81	6.63	0.76	9.73
Technologie de l'information	26.47	2272.60	3.90	48.03	21.29	11.41	15.14	26.49	23.78	25.21	15.07	1.67	6.25
Services de télécommunications	11.08	237.40	8.54	43.34	11.49	17.82	14.04	23.47	19.92	22.30	20.91	1.59	4.48
Services publics	2.59	311.75	-0.63	-3.46	5.04	6.12	5.32	17.52	16.51	17.26	5.47	3.25	0.36
Immobilier	2.40	235.07	4.87	1.10	-11.92	16.88	-5.38	52.21	44.67	50.09	19.82	nég.	1.81

* Source I/B/E/S

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

Analyse technique



Dennis Mark, CFA
Analyste
416 869-7427

Points saillants techniques

Les marchés s'approchent du premier anniversaire de l'effondrement des cours du coronavirus et de l'amorce d'un important cycle haussier. Les titres technologiques et de croissance ont tiré la reprise avec d'énormes progressions et, récemment, une augmentation de l'élan des secteurs de valeur. Dans l'édition de mars de Vision, nous présentons des graphiques reliés au secteur de croissance du marché. Il est important de surveiller les tendances actuelles du marché dans les secteurs de pointe de ce marché étant donné le récent accès de faiblesse dans un contexte de sentiment extrêmement haussier et de spéculation.

Analyse technique

iShares Core S&P US Growth ETF (IUSG)/ iShares Core S&P US Value ETF

Le graphique du ratio du FNB S&P de croissance au FNB S&P de valeur indique que les actions de croissance ont largement dépassé celles de valeur sur une base relative au cours de la dernière année. Récemment, le graphique FNB croissance / FNB valeur a crevé la ligne de tendance et la limite d'une formation sommitale, le soutien qui durait depuis juillet ayant cédé. Cette rupture du soutien dénote un changement de tendance dans lequel les actions de croissance et de la technologie afficheront une performance relativement plus faible que les actions de valeur. Cela semble être un changement de tendance intermédiaire dans lequel les secteurs de croissance et de la technologie enregistrent une performance inférieure. Jusque-là, on a observé des actions de valeur plus performantes et des secteurs de croissance et de technologie en repli ou en mode de consolidation.



Source: Refinitiv

Analyse technique

Indice composé NASDAQ (IXIC)

Le NASD est le leader incontesté de la dernière année où les secteurs de la technologie et de croissance ont été privilégiés dans la reprise liée au rebond économique. Du point de vue technique, la tendance reste à la hausse alors qu'une série de sommets et de plateaux plus élevés demeure intacte. Le premier signe de détérioration de la tendance se manifeste avec une rupture sous le soutien à court terme à 12,980. Cependant, on notera l'augmentation spectaculaire du volume depuis le début de 2021, avec peu de gains nets sur l'indice. Cette action est symptomatique de la formation d'un sommet, laissant entrevoir que les signes techniques négatifs devraient être respectés.



Source: Refinitiv

Analyse technique

Renaissance IPO ETF (IPO)

Les marchés fortement haussiers sont accompagnés d'un niveau sain de nouvelles émissions et de premiers appels publics à l'épargne. La tendance à la hausse du fonds IPO ETF reflète le puissant sentiment haussier sur le marché de ces dernières années. Les failles techniques de ce graphique pourraient être annonciatrices d'une menace pour la tendance haussière. Le niveau clé soutien à surveiller ici est à US\$63.00. Une descente sous US\$63.00 marque le franchissement de la ligne de soutien ainsi que de la ligne de tendance ascendante de la dernière année. Le graphique est descendu sous sa moyenne mobile des 50 jours dernièrement et semble avoir échoué dans sa tentative de regagner du terrain au-dessus de cette moyenne. Affaire à suivre.



Source: Refinitiv

Analyse technique

IPOX SPAC Index (SPAC)

La frénésie des SAVS représente la fine pointe de la spéculation sur le marché et mérite d'être surveillée pour déceler tous les indices de faiblesse qui pourrait se propager à d'autres parties du marché. Ces sociétés d'investissement porteuses de chèques en blanc croissent inégalement puisqu'elles attirent des fonds pour investir dans des sociétés qui n'ont pratiquement pas encore fait leurs preuves. Bien que l'indice des SAVS ait un historique court, il indique qu'une tendance à la hausse des derniers mois reste intacte. Le graphique des SAVS (SPAC) a accusé un recul pour tester sa ligne de la moyenne mobile des 50 jours et sa ligne de tendance ascendante. Toute action technique négative représenterait un signal d'avertissement, particulièrement pour les secteurs de croissance spéculative du marché.



Analyse technique

Innovator IBD 50 ETF (FFTY)

Le fonds IBD 50 ETF représente un FNB de croissance basé sur la liste des actions de croissance IBD 50. Cette liste a typiquement un bêta de 2.5 par rapport à l'indice S&P 500. Au cours de la dernière année, la concentration de la croissance a fait passer le graphique FFTY d'environ US\$25.00 à US\$50.00. Une tendance à la hausse reste intacte puisque l'accès de faiblesse récent n'a ramené le graphique qu'à la moyenne mobile 50 jours étant donné qu'il est resté bien au-dessus de sa ligne de tendance ascendante. La tendance est votre amie, jusqu'à preuve du contraire.



Source: Refinitiv

Analyse technique

iShares MSCI USA Momentum Factor ETF (MTUM)

Croissance et momentum sont les deux principaux thèmes qui ont animé les marchés au cours de la dernière année. À fort élan à la hausse a soutenu une importante reprise des marchés l'an dernier comme le graphique du fonds MTUM l'indique. Le fonds MTUM est un FNB fondé sur le facteur momentum qui reflète l'action des titres à momentum élevé. La tendance à la hausse de ce graphique indique que ces actions restent généralement orientées vers le haut. L'accès de faiblesse récent a fait baisser ce graphique sous sa moyenne mobile de 50 jours alors qu'il met à l'épreuve sa ligne de tendance ascendante et le soutien du graphique près de 160.00. La capacité de maintenir ce soutien à 160.00 indiquerait une chute du momentum et l'augmentation du risque dans les secteurs de croissance à momentum fort du marché.



Analyse sectorielle



Dans cette section, les tableaux et graphiques sont basés sur les informations disponibles au **1^{er} mars 2021**.

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

Secteur	Titre	Symbole	Prix	Cours Cible	Rend. Div.	Rend. Est.	Industrie	
Energie	Cenovus Energy Inc.	CVE	\$9.41	\$13.50	0.67%	44.21%	Pétrole, gaz et combustibles	
	Enerflex Ltd.	EFX	\$9.05	\$10.50	0.84%	16.91%	Équipements et services pour l'énergie	
	Parex Resources Inc.	PXT	\$20.80	\$35.00	0.00%	68.27%	Pétrole, gaz et combustibles	
	TC Energy Corp.	TRP	\$53.82	\$67.00	6.11%	30.96%	Pétrole, gaz et combustibles	
	Tourmaline Oil Corp.	TOU	\$23.17	\$37.50	2.47%	64.26%	Pétrole, gaz et combustibles	
Matériaux	Capstone Mining Corp.	CS	\$3.63	\$4.50	0.00%	23.97%	Métaux et minerais	
	Dundee Precious Metals Inc.	DPM	\$7.49	\$14.00	1.96%	88.95%	Or	
	Endeavour Mining Corp.	EDV	\$23.58	\$58.00	0.00%	145.97%	Or	
	Kinross Gold Corp.	K	\$7.82	\$16.00	1.82%	106.54%	Or	
	Sandstorm Gold Ltd.	SSL	\$7.63	\$13.50	0.00%	76.93%	Or	
	SSR Mining Inc.	SSRM	\$17.64	\$39.00	1.35%	122.52%	Or	
	Teck Resources Ltd.	TECK.b	\$26.63	\$30.00	0.74%	13.41%	Métaux et minerais	
Industrie	Dexterra Group Inc.	DXT	\$6.04	\$8.50	4.93%	45.70%	Services aux entreprises	
	Finning International Inc.	FTT	\$34.31	\$37.00	2.49%	10.23%	Biens d'équipement	
	Hardwoods Distribution Inc.	HDI	\$28.20	\$39.00	1.45%	39.72%	Biens d'équipement	
	Heroux-Devtek Inc.	HRX	\$15.99	\$18.50	0.00%	15.70%	Biens d'équipement	
	Mullen Group Ltd.	MTL	\$10.61	\$13.75	4.40%	34.12%	Transport	
	Savaria Corp.	SIS	\$18.25	\$18.50	2.73%	4.00%	Biens d'équipement	
	Stantec Inc.	STN	\$51.40	\$56.00	1.28%	10.23%	Services aux entreprises	
	TFI International Inc.	TFII	\$91.79	\$110.00	1.28%	21.10%	Transport	
	Toromont Industries Ltd.	TIH	\$93.05	\$98.00	1.37%	6.65%	Biens d'équipement	
	Consommation discrétionnaire	BRP Inc.	DOO	\$95.70	\$102.00	0.47%	7.04%	Biens de consommation durables et habillement
		Gildan Activewear Inc.	GIL	\$40.14	\$43.00	0.00%	7.13%	Biens de consommation durables et habillement
Biens de consommation de base	Jamieson Wellness Inc.	JWEL	\$34.43	\$42.75	1.44%	25.62%	Produits ménagers et personnels	
Santé	Chartwell Retirement Residences	CSH.un	\$10.98	\$13.50	5.44%	28.52%	Équipements et services de santé	
	Medical Facilities Corp.	DR	\$7.01	\$7.75	3.87%	14.55%	Équipements et services de santé	
Finance	Canadian Imperial Bank of Commerce	CM	\$112.60	\$124.00	5.16%	15.31%	Banques	
	Element Fleet Management Corp.	EFN	\$12.53	\$18.00	2.10%	45.73%	Services financiers diversifiés	
	Royal Bank of Canada	RY	\$106.30	\$117.00	4.03%	14.13%	Banques	
	Sun Life Financial	SLF	\$61.63	\$69.00	3.49%	15.53%	Assurances	
	Trisura Group Ltd.	TSU	\$93.61	\$161.00	0.00%	71.99%	Assurances	
Technologies de l'information	Kinaxis Inc.	KXS	\$175.30	\$250.00	0.00%	42.61%	Logiciels et services	
	Real Matters Inc.	REAL	\$16.38	\$40.00	0.00%	144.20%	Logiciels et services	
	Shopify Inc.	SHOP	US\$1309.94	US\$1650.00	0.00%	25.96%	Logiciels et services	
Communications	BCE Inc.	BCE	\$54.99	\$64.00	6.15%	22.75%	Services de Télécommunication	
	Cineplex Inc.	CGX	\$14.46	\$14.00	0.00%	-3.18%	Média	
	Corus Entertainment Inc.	CJR.b	\$5.58	\$6.50	4.28%	20.79%	Média	
Services aux collectivités	AltaGas Ltd.	ALA	\$19.46	\$24.00	5.05%	28.47%	Services aux collectivités	
	Brookfield Infrastructure Partners L.P.	BIP.un	US\$51.37	US\$60.00	3.95%	20.77%	Services aux collectivités	
	Capital Power Corp.	CPX	\$34.51	\$44.00	6.08%	33.44%	Services aux collectivités	
	Innervex Renewable Energy Inc.	INE	\$24.24	\$28.00	3.31%	18.48%	Services aux collectivités	
	Northland Power Inc.	NPI	\$42.45	\$52.00	2.86%	25.32%	Services aux collectivités	
Immobilier	European Residential REIT	ERE.un	\$4.35	\$5.35	3.77%	26.69%	Immobilier	
	Flagship Communities REIT	MHC.un	\$15.02	\$18.00	3.31%	23.24%	Immobilier	
	Granite REIT	GRT.un	\$73.24	\$88.50	4.06%	24.93%	Immobilier	
	H&R REIT	HR.un	\$13.89	\$16.75	4.84%	25.56%	Immobilier	
	Tricon Residential Inc.	TCN	\$12.50	\$14.00	2.29%	14.24%	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 1er mars 2021

Source: Recherche FBN, Refinitiv

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

RS = Rendement supérieur

RM = Rendement moyen

RI = Rendement inférieur

AO = Recommandation d'accepter l'offre

ER = Recommandation en révision

R = Restriction

 Δ = Changement de recommandation par rapport au mois précédent.

↑ ou ↓ = Révision à la hausse ou à la baisse de la recommandation.

Cours cible = Cours cible à 12 mois Δ = Changement de cours cible par rapport au mois précédent.

↑ ou ↓ = Révision à la hausse ou à la baisse du cours cible.

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



Gabriel Dechaine

Analyste
416 869-7442

Adjoints :

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

Sélections

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

Banques et compagnies d'assurance vie canadiennes

Banques canadiennes – Récapitulatif des résultats du T1 2021 : C'est la fin du monde tel que nous le connaissons (et je me sens bien).

Les résultats du T1 2021 ont été très similaires à ceux du trimestre précédent : les résultats du secteur du crédit ont été meilleurs que prévu, ceux du secteur des marchés des capitaux ont été vigoureux et les fonds propres ont atteint de nouveaux sommets. En fait, toutes ces tendances semblent durables, au moins jusqu'au T2 2021. Les perspectives à long terme dépendront, selon nous, d'une reprise de la consommation des ménages et d'un rebond proportionnel de la demande de crédit à la consommation (hors prêts hypothécaires). Bien que ces soldes ne diminuent plus, les revenus qu'ils génèrent sont loin d'atteindre ceux qui prévalaient avant la pandémie. Dans l'hypothèse d'un rebond au second semestre, nous pourrions voir un potentiel de hausse par rapport à nos prévisions de croissance du BPA moyen pour 2022E, soit 3% (5% selon le consensus). Nous estimons que l'année prochaine sera plus représentative du ratio bénéfices/RCP potentiel des banques. Bien que le scénario à la hausse soit spéculatif à ce stade, nous ne pensons pas qu'il y ait beaucoup de risques de baisse pour les titres

bancaires, car les valorisations sont peu exigeantes, les fonds propres sont vigoureux et les bénéfices seront au rendez-vous à court terme (quoiqu'ils proviennent du secteur du crédit et des marchés des capitaux).

Financière Sun Life (TSX : SLF) – Le BPA dépasse les prévisions malgré des résultats inférieurs au chapitre des placements.

Bien que nous soyons généralement peu enclins à utiliser les mots à la mode dans le monde des affaires, le T4 2020 de SLF a été emblématique de la « résilience de la composition de ses activités ». En effet, malgré des résultats inférieurs à la normale au chapitre des placements (qui ont réduit les bénéfices d'environ \$70 millions, ou 8%), la société a enregistré des résultats supérieurs aux prévisions, qui ont culminé avec une année au cours de laquelle les bénéfices sous-jacents ont augmenté de 5%. Les activités de gestion d'actifs de SLF ont été les plus solides, comme en témoigne la croissance à deux chiffres (et les flux positifs) de la MFS. Grâce à ses perspectives de croissance relativement solides, jumelées à la souplesse inégalée du bilan du groupe, la société est en bonne position pour renouer avec les hausses de dividendes si et quand le BSIF supprimera les restrictions sur la distribution de fonds propres qu'il a instaurées en mars 2020.

	Symb.	Cote du titre	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 3/1	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B		VCPA			C/VC		Div. %	Cours cible	
							dernier exerc.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	dernier trimest.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2		12 mois	Δ
Banques																			
Banque de Montréal	BMO	RM	66,860	643	106.10	10/2020	7.71	10.31	10.55	10.3	10.1	77.76	80.60	85.30	1.3	1.2	4.1%	113.00	↑
Banque Scotia	BNS	RM	90,134	1,211	75.55	10/2020	5.36	7.08	7.31	10.7	10.3	52.30	55.09	59.17	1.4	1.3	4.8%	77.00	↑
CIBC	CM	RS	52,230	445	118.66	10/2020	9.69	12.12	12.45	9.8	9.5	85.24	89.28	95.73	1.3	1.2	5.0%	130.00	↑
Banque Nationale	NA	PN	26,996	337	80.36	10/2020	6.06	7.65	7.93	10.5	10.1	41.48	44.93	50.14	1.8	1.6	3.5%	PN	
Banque Royale du Canada	RY	RS	154,152	1,423	109.74	10/2020	7.97	10.15	10.41	10.8	10.5	58.24	62.42	68.45	1.8	1.6	4.0%	123.00	↑
Banque Toronto-Dominion	TD	RM	139,146	1,804	77.77	10/2020	5.35	7.01	7.18	11.1	10.8	49.44	53.81	58.12	1.4	1.3	4.1%	82.00	↑
Banque Canadienne de l'Ouest	CWB	RM	2,913	87	32.79	10/2020	2.93	3.11	3.49	10.5	9.4	32.24	33.21	35.12	1.0	0.9	3.5%	35.00	↑
Banque Laurentienne	LB	RI	1,507	43	35.95	10/2020	2.92	2.88	3.20	12.5	11.2	53.58	53.60	55.39	0.7	0.6	4.6%	29.00	
Assurances																			
Great-West Lifeco	GWO	RM	30,225	928	33.28	12/2019	2.67	3.10	3.42	10.7	9.7	22.97	24.13	25.90	1.4	1.3	5.4%	33.00	↑
Industrielle Alliance	IAG	RS	7,001	107	66.19	12/2019	4.87	7.77	8.45	8.5	7.8	55.52	59.84	65.65	1.1	1.0	3.0%	70.00	↑
Financière Manuvie	MFC	RM	49,229	1,940	26.01	12/2019	2.22	3.02	3.33	8.6	7.8	25.00	25.09	26.51	1.0	1.0	4.4%	27.00	↑
Financière Sun Life	SLF	RS	35,833	585	61.63	12/2019	4.14	6.06	6.58	10.2	9.4	37.96	41.67	46.75	1.5	1.3	3.6%	69.00	↑

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

Source: Refinitiv, Données financières des sociétés, Analyses FBN

Distribution et produits de consommation



Vishal Shreedhar

Analyste
416 869-7930

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

Sélection

› *Gildan*

Les Vêtements de Sport Gildan Inc.

Résultats du T4 2020 nettement supérieurs aux attentes; GIL est bien positionnée en vue d'une reprise

BPA ajusté de \$0.34 au T4 2020 (est. FBN \$0.21/consensus \$0.22), comparativement à \$0.41 au T4 2019

Nous considérons que les résultats trimestriels sont positifs compte tenu de l'écart positif important avec les prévisions de FBN et les attentes consensuelles sur des données clés. En outre, nous jugeons que les commentaires sur les perspectives à long terme sont constructifs. Le chiffre d'affaires total était de \$690 millions, alors que nous l'avions estimé à \$609 millions et que le consensus se situait à \$612 millions; il s'était chiffré à \$659 millions au T4 2019. Pour ce qui est de l'analyse sectorielle, le segment Vêtements de sport a enregistré un chiffre d'affaires de \$538 millions (est. FBN \$426 millions), contre \$484 millions douze mois auparavant; les ventes d'articles chaussants et de sous-vêtements ont rapporté \$152 millions (est. FBN \$184 millions), contre \$175 millions au T4 2019. Le BAIIA ajusté a totalisé \$145 millions (est. FBN \$91 millions), comparativement à \$128 millions un an auparavant.

Bien positionnée en vue d'une reprise

Les tendances dans les points de vente de textiles à imprimer annoncent une baisse de 10% à 15% aux États-Unis et sur les marchés internationaux, en légère baisse par rapport au T4 (moins de 10% a/a) en raison de nouveaux confinements dans de nombreuses régions ainsi que des retombées des intempéries (États-Unis). La direction a indiqué que la production monte en régime, dépassant les tendances des points de vente. Les capacités de production sont suffisantes pour assurer la reconstitution des stocks à mesure que les économies redémarrent. Si nécessaire, Gildan augmentera les prix des vêtements pour compenser les pressions sur les produits de base au début de 2022. À la sortie de la pandémie, notre opinion est que GIL est bien positionnée pour profiter d'une hausse de la demande de grands rassemblements, d'une reconstitution des stocks de gros et d'une expansion des marges (grâce à stratégie Retour à l'essentiel).

Les objectifs à long terme maintenus; la croissance devrait se poursuivre

GIL a maintenu ses objectifs stratégiques à long terme (marge brute de 30%, taux des FVGA de moins de 12%). Si Gildan atteint ces objectifs, l'action pourrait bénéficier d'une forte appréciation, en particulier si le chiffre d'affaires continue de remonter. Pour information, notre estimation de chiffre d'affaires 2022 de \$2.77 milliards (en baisse de 2% par rapport à 2019) implique un BPA supérieur à \$2.00 comparativement à notre estimation actuelle de \$1.89.

Maintien de la cote Rendement supérieur; cours cible de CA\$43

Notre cours cible pour GIL correspond à 18.0 fois notre estimation du BPA pour 2022 (après ajustement en fonction du change).

Distribution et produits de consommation

Symb.	Cote du titre	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 03/01	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	
Grands magasins																				
Canadian Tire	CTC.a	RS	10,312	61.4	168.06	12/2020	12.95	13.83	16.04	12.2	10.5	2,181	2,236	2,419	5.9	5.5	73.32	0.40	199.00	↑
Dollarama	DOL	RS	15,323	312.8	48.98	02/2020	1.78	1.84	2.24	26.7	21.8	1,111	1,147	1,332	16.0	13.8	0.84	0.92	61.00	↑
Magasins spécialisés																				
Couche Tard	ATD.b	RS	42,916	1,114.4	38.51	04/2020	1.97	2.24	2.21	13.6	13.8	4,365	4,676	4,492	8.2	8.5	10.70	0.32	49.00	↓
Parkland Fuel Corporation	PKI	RS	5,933	151.1	39.26	12/2019	2.56	0.58	1.82	67.6	21.5	1,266	1,019	1,252	9.2	7.5	14.86	0.60	44.00	↓
Habillement																				
Gildan	GIL	RS	7,964	198.4	40.14	12/2020	(0.18)	1.53	1.89	20.7	16.8	165	512	590	13.2	11.5	7.86	0.27	43.00	↑
Roots Corporation	ROOT	RM	116	42.2	2.76	02/2020	(0.06)	0.38	0.34	7.3	8.1	52	66	62	4.7	5.0	3.60	0.56	3.00	↑
Épiceries																				
Empire Company	EMP.a	RS	9,624	270.1	35.63	05/2020	2.19	2.44	2.64	14.6	13.5	1,892	2,074	2,116	7.5	7.4	15.54	0.59	43.00	↓
Loblaw	L	RM	21,777	352.7	61.74	12/2020	4.26	5.07	5.81	12.2	10.6	4,998	5,220	5,466	7.0	6.7	31.69	0.57	75.00	↓
Metro	MRU	RM	13,303	251.8	52.83	09/2020	3.27	3.36	3.61	15.7	14.6	1,091	1,077	1,069	14.4	14.5	24.45	0.26	61.00	↓
Transformation des aliments																				
Saputo	SAP	RM	14,950	410.9	36.38	03/2020	1.80	1.77	2.06	20.5	17.6	1,468	1,489	1,680	12.4	11.0	15.8	0.35	39.00	↓
Lassonde	LAS.a	RS	1,124	6.9	162.08	12/2019	8.32	13.54	13.05	12.0	12.4	159	210	207	6.6	6.7	116.4	0.25	183.00	↓
Premium Brands Holdings	PBH	RS	4,059	39.4	103.02	12/2019	3.30	2.93	4.15	35.1	24.8	308	305	393	17.1	13.2	33.9	0.46	116.00	↓
Vente au détail de matelas																				
Sleep Country Canada	ZZZ	RM	1,018	37.0	27.49	12/2019	1.59	1.78	1.94	15.4	14.2	156	166	173	8.3	8.0	9.12	0.52	30.00	↑
Beauté et soins personnels																				
MAV Beauty Brands	MAV	RS	250	42.4	5.88	12/2019	0.31	0.47	0.56	12.4	10.5	29	35	38	11.1	10.3	5.53	0.37	6.00	↑
Restauration																				
MTY Food Group	MTY	RM	1,325	24.7	53.64	11/2020	3.34	(1.41)	3.03	-37.9	17.7	152	149	166	11.9	10.7	22.93	0.44	57.00	↑
Épicerie en ligne																				
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)	14.25	↓

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

u= dollars US

Source: Refinitiv, Rapports des sociétés, FBN

Note: Lassonde et Goodfood couverts par Ryan Li.



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

Sélections

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

Estimations pour 2022 pour les FPI des segments logement collectif, industriel, diversifié et bureaux

L'année 2022 s'annonce comme notre première année post-pandémie complète. Nous avons récemment publié des estimations pour 2022 pour les FPI des segments bureaux, industriel, diversifié et logement collectif faisant partie de notre univers de couverture – des estimations ont déjà été publiées pour les FPI des segments commerce de détail, logements pour personnes âgées et situations spéciales.

De manière générale, nous prévoyons une reprise de la croissance sur une base plus régulière en 2022. Nous prévoyons des résultats mitigés en 2020 (résultats vigoureux en début d'année suivi de résultats inférieurs en raison de la pandémie) et en 2021 (résultats inférieurs en début d'année suivi de résultats normalisés à mesure que les vaccins sont administrés, ce qui constitue notre hypothèse de base).

En moyenne, nous prévoyons une croissance de 7% des FPE/part en 2022, avec en tête les FPI des segments logement collectif (+8%) et diversifié (+7%). Les FPI du segment diversifié se remettent des résultats inférieurs de 2020 et de 2021, tandis que les FPI du segment logement collectif reposent sur une accélération de résultats plus stables. La confiance dans les estimations varie selon la classe d'actifs, les FPI des segments industriel et logement collectif étant en tête. Bien que nous nous soyons efforcés de fournir un certain degré de transparence en termes d'estimations pour tous les titres de notre univers de couverture et de nos classes d'actifs, il subsiste un degré élevé d'incertitude.

L'incertitude est la plus élevée dans les segments bureaux et commerce de détail (immeubles détenus par des FPI du segment diversifié et, dans une moindre mesure, du segment bureaux avec pignon sur rue). Il existe ici des questions concernant les incidences sociales à long terme de la pandémie sur le travail à domicile et le commerce électronique qui ne seront pas entièrement comprises avant un certain temps, mais qui se sont déjà répercutées sur les taux d'occupation des immeubles en location directe et en sous-location. Cela dit, les profils d'échéance des baux, en particulier pour les propriétaires d'immeubles de bureaux dont

les locataires ne sont pas soumis à un risque de solvabilité aussi important, limiteront l'impact immédiat de cette incertitude sur les bénéfices de 2021-2022.

Le rendement du segment appartements sera plus difficile à prévoir à court terme. Compte tenu des fermetures et des mesures de relance et de la réglementation gouvernementales, nous sommes raisonnablement confiants dans le fait que ce segment va rebondir et probablement plus rapidement que les segments bureaux ou commerce de détail, en particulier dans le segment abordable. Le segment industriel est le segment autonome pour lequel nous sommes les plus confiants, car il était fort avant la pandémie et a, dans certains cas, connu une augmentation de la demande pendant la crise.

Les perspectives en matière de loyers et de taux d'occupation restent mitigées. Pour l'essentiel, nous continuons à supposer des augmentations de loyer à l'échéance des baux en dehors du segment commerce de détail pour les titres du segment diversifié. Le segment bureaux bénéficiera des facteurs favorables importants que l'on a connus jusqu'au début de la pandémie dans les grands centres urbains du Canada, tout comme le segment appartements (bien que le contrôle des loyers, les moratoires sur les expulsions, le gel des loyers et l'utilisation de certaines mesures incitatives modéreront cette tendance au premier semestre de 2021). Le segment industriel est le segment qui, selon nous, a le plus de chances d'accélérer les taux de location du marché, en particulier dans les marchés sous-approvisionnés. En ce qui concerne les taux d'occupation, nous prévoyons qu'ils resteront pratiquement inchangés, les FPI du segment logement collectif connaissant une hausse du taux d'occupation au cours des mois d'hiver 2021, mais une accélération de la location pendant l'été. Le segment bureaux reste encore incertain, mais notre hypothèse de base est que le taux d'occupation diminuera en raison des pertes d'emplois liées à la pandémie, de la résilience du télétravail et des nouvelles préoccupations concernant l'offre.

Matt Kornack, Tal Woolley		Cote du		Cap.	Distributions par part			Rend. des distributions				FPE dilués			C/FPE			12 mois					
Symb.	titre	Δ	(M)	Analyste	Cours	(A)	est.	est.	2019A	2020E	2021E	courant	(A)	est.	est.	(A)	est.	est.	VAN	Cible	Rend.	Δ	
					3-1	2019	2020	2021				annualisé	2019	2020	2021	2019A	2020E	2021E			total ⁽¹⁾		
Détail																							
RioCan REIT	REI.un	RS	↔	\$5,953	Woolley	\$19.28	\$1.44	\$1.44	\$1.44	7.5%	7.5%	7.5%	5.0%	\$1.87	\$1.60	\$1.52	10.3x	12.1x	12.6x	\$22.40	\$21.00	16.4%	↑
Choice Properties REIT	CHP.un	RM	↔	\$8,976	Woolley	\$12.83	\$0.74	\$0.74	\$0.74	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	\$0.99	\$0.92	\$0.99	13.0x	13.9x	13.0x	\$12.20	\$13.50	11.0%	↔
First Capital REIT	FCR.un	RM	↔	\$3,503	Woolley	\$15.99	\$0.86	\$0.86	\$0.86	5.4%	5.4%	5.4%	2.7%	\$1.23	\$1.01	\$1.10	13.0x	15.9x	14.5x	\$17.10	\$16.50	8.6%	↑
SmartCentres REIT	SRU.un	RM	↔	\$4,508	Woolley	\$26.50	\$1.76	\$1.81	\$1.85	6.7%	6.8%	7.0%	7.0%	\$2.27	\$2.20	\$2.14	11.7x	12.1x	12.4x	\$28.60	\$27.00	8.7%	↑
CT REIT	CRT.un	RS	↔	\$3,440	Woolley	\$15.58	\$0.73	\$0.76	\$0.79	4.7%	4.9%	5.1%	5.2%	\$1.17	\$1.18	\$1.23	13.3x	13.2x	12.6x	\$15.50	\$18.00	20.4%	↔
Crombie REIT	CRR.un	RS	↔	\$2,261	Woolley	\$14.91	\$0.89	\$0.89	\$0.89	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	\$1.16	\$1.05	\$1.13	12.9x	14.2x	13.2x	\$14.40	\$16.50	16.6%	↔
Automotive Properties REIT	APR.un	RS	↔	\$424	Woolley	\$10.67	\$0.80	\$0.80	\$0.80	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	\$1.00	\$0.90	\$0.94	10.7x	11.8x	11.4x	\$10.00	\$12.00	20.9%	↔
Bureau & Diversifié																							
Allied Properties REIT	AP.un	RS	↔	\$5,014	Kornack	\$39.23	\$1.65	\$1.70	\$1.73	4.2%	4.3%	4.4%	4.3%	\$2.30	\$2.29	\$2.38	17.1x	17.1x	16.5x	\$47.25	\$44.50	17.8%	↔
DREAM Office REIT	D.un	RS	↔	\$1,138	Kornack	\$20.37	\$1.00	\$1.00	\$1.00	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	\$1.68	\$1.52	\$1.60	12.1x	13.4x	12.7x	\$24.60	\$22.00	12.9%	↔
Slate Office REIT	SOT.un	RM	↔	\$311	Kornack	\$4.26	\$0.40	\$0.40	\$0.40	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%	\$0.76	\$0.68	\$0.63	5.6x	6.3x	6.8x	\$5.70	\$4.25	9.2%	↔
NorthWest H.P. REIT	NWH.un	RM	↔	\$2,239	Woolley	\$12.62	\$0.80	\$0.80	\$0.80	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	\$0.73	\$0.83	\$0.89	17.2x	15.1x	14.2x	\$11.00	\$13.50	13.3%	↔
H&R REIT	HR.un	RS	↔	\$4,191	Kornack	\$13.89	\$0.92	\$0.69	\$0.69	6.6%	5.0%	5.0%	5.0%	\$1.73	\$1.67	\$1.60	8.0x	8.3x	8.7x	\$19.75	\$16.75	25.6%	↑
Cominar REIT	CUF.un	RES		\$1,642	Kornack	\$9.00	\$0.72	RES	RES	8.0%	RES	RES	RES	\$1.13	RES	RES	8.0x	RES	RES	RES	RES	RES	
Artis REIT	AX.un	RM	↔	\$1,542	Kornack	\$11.40	\$0.54	\$0.54	\$0.56	4.7%	4.7%	4.9%	4.9%	\$1.41	\$1.41	\$1.34	8.1x	8.1x	8.5x	\$12.25	\$11.50	5.6%	↔
BTB REIT	BTB.un	RM	↔	\$250	Kornack	\$3.96	\$0.42	\$0.36	\$0.30	10.6%	9.1%	7.6%	7.6%	\$0.41	\$0.38	\$0.41	9.6x	10.3x	9.6x	\$3.90	\$3.75	3.8%	↔
Industriel																							
Granite REIT	GRT.un	OP	↔	\$4,518	Kornack	\$73.24	\$2.92	\$3.00	\$3.00	4.0%	4.1%	4.1%	4.1%	\$4.06	\$4.32	\$4.47	18.1x	16.9x	16.4x	\$75.15	\$88.50	24.9%	↔
DREAM Industrial REIT	DIR.un	RS	↔	\$2,520	Kornack	\$13.16	\$0.70	\$0.70	\$0.70	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	\$0.78	\$0.71	\$0.81	16.8x	18.6x	16.3x	\$14.00	\$14.75	17.4%	↑
WPT Industrial REIT	WIR.U-T	RS	↔	\$671u	Kornack	\$15.07u	\$0.76u	\$0.76u	\$0.76u	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	\$0.88u	\$0.95u	\$1.07u	17.2x	15.9x	14.1x	\$15.30u	\$17.50u	21.2%	↔
Summit Industrial	SMU.un	RS	↔	\$2,292	Kornack	\$13.67	\$0.54	\$0.55	\$0.57	4.0%	4.0%	4.2%	4.0%	\$0.58	\$0.65	\$0.68	23.5x	21.0x	20.2x	\$13.90	\$16.00	21.1%	↑
Hôtels																							
American Hotel Income Properties	HOT.un	RM	↔	\$303	Woolley	\$3.88	\$0.65u	\$0.65u	\$0.65u	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	\$0.73u	(0.08)u	\$0.11u	4.1x	-38.0x	27.6x	\$2.90	\$3.50	12.3%	↔
Appartements																							
CAP REIT	CAR.un	RS	↔	\$9,037	Kornack	\$52.65	\$1.37	\$1.38	\$1.43	2.6%	2.6%	2.7%	2.6%	\$2.13	\$2.24	\$2.34	24.7x	23.5x	22.5x	\$54.64	\$62.00	20.5%	↑
Boardwalk REIT	BEI.un	RS	↔	\$1,908	Kornack	\$37.40	\$1.00	\$1.00	\$1.00	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	\$2.61	\$2.81	\$2.79	14.3x	13.3x	13.4x	\$45.10	\$44.00	20.3%	↑
Killam Apartment REIT	KMP.un	RS	↔	\$1,979	Kornack	\$18.44	\$0.65	\$0.68	\$0.70	3.6%	3.7%	3.8%	3.7%	\$0.98	\$1.00	\$1.02	18.8x	18.4x	18.1x	\$20.40	\$21.00	17.5%	↔
InterRent REIT	IIP.un	RS	↔	\$1,990	Kornack	\$13.99	\$0.31	\$0.32	\$0.32	2.2%	2.3%	2.3%	2.3%	\$0.49	\$0.48	\$0.52	28.7x	29.4x	26.7x	\$14.40	\$15.50	13.1%	↔
Minto Apartment REIT	MI.un	RM	↔	\$697	Kornack	\$19.21	\$0.41	\$0.41	\$0.41	2.1%	2.1%	2.1%	2.4%	\$0.78	\$0.86	\$0.92	24.8x	22.3x	20.9x	\$19.00	\$21.00	11.5%	↔
BSR REIT	HOM.un	RES		\$421u	Kornack	\$10.60u	\$0.50u	\$0.50u	\$0.50u	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	\$0.73u	\$0.61u	\$0.63u	14.4x	17.3x	16.8x	\$11.95u	\$13.00u	27.4%	↔
ERES REIT	ERE.un	RS	↔	\$1,003	Kornack	\$4.35	\$0.17	\$0.17	\$0.17	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	\$0.19	\$0.20	\$0.21	23.5x	21.8x	20.6x	\$5.21	\$5.35	26.9%	↑
International																							
Inovalis REIT	INO.un	RM	↔	\$324	Kornack	\$9.66	\$0.83	\$0.83	\$0.83	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	\$0.85	\$0.66	\$0.66	11.4x	14.7x	14.7x	\$10.85	\$10.00	12.1%	↑
Résidences pour personnes âgées																							
Chartwell Retirement Residences	CSH.un	RS	↔	\$2,137	Woolley	\$9.79	0.59	0.60	0.60	6.0%	6.1%	6.1%	6.1%	0.92	0.73	0.77	10.6x	13.4x	12.7x	\$11.20	\$13.50	44.0%	↔
Sienna Senior Living	SIA	RS	↔	\$950	Woolley	\$14.17	0.90	0.92	0.94	6.4%	6.5%	6.6%	6.6%	1.38	1.03	1.04	10.2x	13.8x	13.7x	\$15.30	\$15.00	12.4%	↔
Extensicare	EXE	RM	↔	\$623	Woolley	\$6.96	0.48	0.48	0.48	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%	0.52	0.80	0.33	13.4x	8.7x	21.3x	\$7.30	\$7.00	7.5%	↑
Invesque	IVQu	RM	↔	\$136u	Woolley	\$2.43u	\$0.74u	\$0.74u	\$0.74u	30.3%	30.3%	30.3%	0.0%	\$0.75u	\$0.70u	\$0.58u	3.3x	3.5x	4.2x	\$2.50u	\$2.00u	12.6%	↔
Entreposage libre-service																							
StorageVault Canada	SVL.V	RS	↔	\$1,463	Woolley	\$4.00	\$0.01	\$0.01	\$0.01	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	\$0.09	\$0.12	\$0.12	45.1x	34.2x	32.2x	\$3.45	\$4.50	12.8%	↔
MHC																							
Flagship Communities REIT	MHCu	RS	↔	\$190u	Woolley	\$15.02u	n/a	n/a	\$0.51u	n/a	n/a	3.4%	3.4%	n/a	n/a	\$0.87u	n/a	n/a	17.3x	\$16.90u	\$18.00u	23.2%	↔
Gestion d'actifs																							
Tricon Capital Group	TCN	RS	↔	\$2,851u	Woolley	\$12.50	\$0.28	\$0.28	\$0.28	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	\$0.42u	\$0.42u	\$0.44u	19.9x	19.9x	19.0x	\$13.89	\$14.00	14.2%	↔

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 distributions futures sur une période mobile de 12 mois.

Métaux et minerais : métaux communs



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

Sélections

- › [First Quantum](#)
- › [Capstone Mining](#)
- › [Ressources Teck](#)

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 les prévisions d'une 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 Ltd. (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 Corp. (CS: TSX)**

Capstone devrait produire plusieurs éléments catalyseurs qui entraîneront de meilleures perspectives de croissance à court terme, avec notamment des initiatives visant à atteindre un débit durable des installations de traitement de Pinto Valley de 57,000 t/j d'ici le premier semestre de 2021 et une extension de la durée de vie de la mine de Cozamin en y intégrant une nouvelle usine de remblai à pâte. Pinto Valley/Cozamin devraient connaître une croissance de la production d'environ 40% et une baisse des coûts d'environ 20% d'ici 2023. En outre, avec la clôture de la vente de flux d'argent de Cozamin au T1 2021, la société a éliminé sa dette nette et continue de faire progresser ses ententes de partenariat/financement pour libérer une croissance qui transformera la société à Santo Domingo.

► **Ressources Teck Limitée (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 premier semestre de 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 par 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.

Métaux et minerais : métaux communs

Symbole	Cote du Titre	Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 3/1	12 mois Cours		Δ	Analyste	BPA			C/B		FTP			C/FT		Valeur Actif	
						Cours	Cible			(A) Dern.Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	(A) Dern.Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex.1	Ex.2	Net	C/NAN
Production																					
Capstone Mining	CS	RS	1,484	408.9	3.63	4.50		↑	Nagle	0.07u	0.39u	0.45u	6.9x	8.1x	0.34u	0.64u	0.63u	4.3x	4.3x	4.02	0.9x
Copper Mountain Mining	CMMC	RS	637	207.7	3.07	3.25		↑	Nagle	0.11u	0.58u	0.52u	5.3x	6.0x	0.61u	1.03u	0.89u	3.0x	3.5x	4.15	0.7x
Ero Copper	ERO	RM	1,881	86.8	21.68	24.00		-	Nagle	0.97u	1.37u	2.01u	11.9x	10.8x	1.54u	2.19u	2.79u	7.4x	5.8x	27.70	0.8x
First Quantum Minerals	FM	RS	19,287	690.3	27.94	29.00		↑	Nagle	(0.07)u	1.35u	2.09u	15.5x	13.4x	2.64u	4.32u	4.99u	4.9x	4.2x	23.23	1.2x
Hudbay Minerals	HBM	RM	2,351	261.3	9.00	11.50		↑	Nagle	(0.44)u	0.18u	0.63u	36.8x	14.4x	0.93u	1.99u	2.62u	3.4x	2.6x	8.05	1.1x
Lundin Mining	LUN	RM	10,724	736.0	14.57	15.50		↑	Nagle	0.31u	0.96u	1.25u	11.4x	11.7x	1.00u	1.92u	2.06u	5.7x	5.3x	11.56	1.3x
Nexa Resources	NEXA	RM	1,544	132.4	11.66	15.00		-	Nagle	(0.82)u	0.90u	1.15u	9.7x	10.1x	1.44u	3.37u	3.96u	2.6x	2.2x	29.61	0.4x
Sherritt International	S	RM	226	397.3	0.57	0.60			DeMarco	(0.34)c	(0.23)c	0.02c	n/a	24.3x	0.03c	0.03c	0.11c	19.7x	5.1x	0.60	0.9x
Taseko Mines	TKO	RM	607	282.1	2.15	2.65		↑	Nagle	(0.11)c	0.05c	0.05c	39.7x	42.2x	0.44c	0.54c	0.54c	4.0x	4.0x	3.94	0.5x
Teck Resources	TECKb	RS	14,129	530.6	26.63	30.00		↑	Nagle	1.05c	3.36c	3.27c	7.9x	8.1x	3.38c	6.69c	6.52c	4.0x	4.1x	27.74	1.0x
Trevali Mining	TV	RM	193	989.1	0.20	0.25		-	Nagle	(0.03)c	0.06c	0.06c	2.5x	3.1x	0.01c	0.12c	0.11c	1.2x	1.3x	0.44	0.4x
Sociétés de mise en valeur																					
Adventus Mining	ADZN	RS	118	131.1	0.90	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	0.4x
Filo Mining	FIL	RS	254	110.8	2.29	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	275	1,488.3	0.19	0.20		-	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.43	0.4x
Josemaria Resources	JOSE	RM	225	300.6	0.75	1.30		-	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	1.79	0.4x
Trilogy Metals	TMQ	RS	405	143.0	2.83	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



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 :
Alessandro Cairo : 416 869-8511
Jonathan Ejilo : 416 507-8177
Rabi Nizami : 416 869-7925

L'inflation pourrait entraîner une reprise de l'or

On s'attend généralement à une hausse de l'inflation aux États-Unis, ce qui pourrait comprimer le taux réel et faire monter le prix de l'or.

Les répercussions économiques de la COVID-19 ont forcé les gouvernements à adopter de vastes programmes de stimulation pour protéger leurs économies. En plus de ces mesures, les taux d'intérêt ont été réduits et des mesures de soutien sans précédent ont été approuvées. Cependant, les taux des obligations du Trésor américain de 10 ans ont monté récemment, ce qui améliore la tendance pour le taux réel américain et se répercute négativement sur le prix de l'or au comptant depuis le début de l'année. Bien que les campagnes de vaccination mondiales aient commencé, la Fed américaine continue de plaider pour maintenir les taux d'intérêt faibles et poursuit son programme d'assouplissement quantitatif, se concentrant sur la création d'emplois par tous les moyens tout en acceptant de voir monter l'inflation au-delà du taux cible de la Fed pour un certain temps. Selon nous, la hausse du taux d'inflation aux États-Unis pourrait potentiellement largement compenser l'augmentation du taux des obligations du Trésor américain de 10 ans et faire baisser davantage le taux réel sous zéro, ce qui profiterait au prix de l'or au comptant et aux actions aurifères.

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

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

Sélections

Producteurs d'or/d'argent :

- › **Dundee Precious Metals Inc.**
(DPM : TSX; cours cible de CA\$14.00)
- › **Endeavour Mining Corp.**
(EDV : TSX; cours cible de CA\$58.00)
- › **Kinross Gold Corp. (K : TSX; cours cible de CA\$16.00)**
- › **New Gold Inc. (NGD : TSX; cours cible de CA\$4.00)**
- › **SSR Mining Inc. (SSRM : TSX; cours cible de CA\$39.00)**

Sociétés de redevances :

- › **Sandstorm Gold Ltd.**
(SSL : TSX; cours cible de CA\$13.50)

Métaux et minerais : métaux précieux

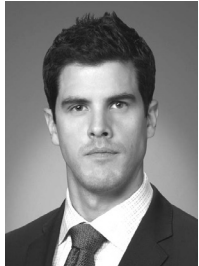
Symbole	Cote du Titre	Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	12 mois			Analyste	BPA			C/B		FTPA			C/FT		Valeur			
					Cours 3/1	Cours Cible	Δ		Dern.Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	Dern.Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	Actif Net	C/VAN
Grands producteurs (production >1 Moz)																						
Agnico-Eagle Mines Ltd	AEM	RS	17,711	242.35	73.08	109.00		Parkin	0.96u	1.85u	3.61u	31.4x	16.0x	3.64u	5.07u	5.07u	11.4x	11.4x	60.21	1.2x		
Barrick Gold	ABX	RS	45,129	1,778.13	25.38	40.00		Parkin	0.51u	1.10u	1.14u	18.2x	17.7x	1.81u	3.07u	3.07u	6.6x	6.6x	23.02	1.1x		
Kinross Gold Corp	K	RS	10,720	1,277.67	8.39	16.00		Parkin	0.31u	0.70u	0.88u	9.5x	7.6x	0.80u	1.29u	1.29u	5.1x	5.1x	14.15	0.6x		
Kirkland Lake Gold Corp	KL	RS	11,628	267.01	43.55	65.00		Parkin	2.74u	3.40u	3.68u	10.2x	9.4x	4.46u	4.92u	4.92u	7.0x	7.0x	34.85	1.2x		
Newmont	NGT	RS	58,545	795.56	73.59	109.00		Parkin	1.32u	2.50u	3.50u	23.4x	16.7x	4.31u	6.00u	6.00u	9.7x	9.7x	56.60	1.3x		
Sociétés de redevances																						
Franco-Nevada Corp	FNV	RM	25,659	190.8	134.46	210.00	-	Nagle	1.82u	2.48u	2.75u	40.8x	48.9x	3.36u	4.00u	4.48u	25.3x	22.6x	74.33	1.8x		
Maverix Metals Inc	MMX	RM	860	140.2	6.13	8.00	-	Nagle	0.08u	0.08u	0.05u	n/a	117.9x	0.27u	0.26u	0.25u	23.8x	24.7x	5.16	1.2x		
Osisko Gold Royalties Ltd	OR	RS	2,083	166.6	12.50	23.00	↓	Nagle	0.26u	0.48u	0.65u	n/a	19.3x	0.65u	1.04u	1.23u	12.1x	10.2x	18.54	0.7x		
Royal Gold Inc	RGLD	RM	6,765	65.2	103.70u	150.00u	-	Nagle	2.91u	3.35u	3.85u	31.0x	26.9x	6.28u	6.10u	6.86u	12.8x	11.4x	75.87	1.4x		
Sandstorm Gold Ltd	SSL	RS	1,490	195.3	7.63	13.50	↓	Nagle	0.11u	0.20u	0.30u	28.7x	25.4x	0.36u	0.39u	0.50u	14.7x	11.5x	10.32	0.7x		
Wheaton Precious Metals Corp	WPM	RS	20,267	449.3	45.11	85.00	-	Nagle	0.56u	1.10u	1.47u	30.8x	30.7x	1.14u	1.70u	2.01u	20.0x	16.9x	28.12	1.6x		
Producteurs intermédiaires (production >250 Koz)																						
Alamos Gold Inc	AGI	RS	3,880	391.55	9.91	14.50		Parkin	0.21u	0.40u	0.54u	19.9x	14.6x	0.75u	0.95u	0.95u	8.3x	8.3x	11.45	0.9x		
B2Gold	BTO	RS	5,698	1,030.4	5.53	10.25		DeMarco	0.25u	0.48u	0.45u	11.6x	12.3x	0.51u	0.82u	0.77u	6.7x	7.2x	5.34	1.0x		
Centerra Gold Inc	CG	RS	3,683	295.83	12.45	20.00	↓	Parkin	1.60u	2.64u	1.97u	3.7x	5.0x	1.36u	2.87u	2.72u	3.4x	3.6x	21.04	0.6x		
Dundee Precious Metals	DPM	RS	1,358	181.3	7.49	14.00		DeMarco	0.26u	0.99u	1.00u	7.6x	7.5x	0.62u	1.39u	1.82u	5.4x	4.1x	10.84	0.7x		
Eldorado Gold Corp	ELD	RS	2,565	180.91	14.18	20.50		Parkin	(0.02)u	0.99u	0.81u	14.3x	17.6x	0.93u	2.41u	2.41u	4.7x	4.7x	21.23	0.7x		
Endeavour Mining	EDV	RS	3,845	163.1	23.58	58.00		DeMarco	0.68u	2.14u	2.79u	11.0x	8.5x	2.68u	5.04u	5.76u	4.7x	4.1x	40.30	0.6x		
Equinox Gold Corp	EQX	RM	3,058	296.0	10.33	16.00		Parkin	(0.13)u	0.64u	0.98u	16.0x	10.5x	0.68u	1.23u	1.82u	8.4x	5.7x	16.12	0.6x		
IAMGOLD Corp	IMG	RS	1,872	473.80	3.95	6.50		Parkin	(0.03)u	0.25u	0.50u	12.4x	6.2x	0.75u	0.82u	0.82u	3.8x	3.8x	8.14	0.5x		
Lundin Gold Inc.	LUG	ER	-	-	-	-		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
New Gold Inc	NGD	RS	1,426	676.05	2.11	4.00	↓	Parkin	(0.08)u	0.01u	0.27u	278.8x	7.9x	0.39u	0.39u	0.39u	4.2x	4.2x	3.92	0.5x		
OceanaGold Corp	OGC	RS	1,338	703.99	1.90	3.50		Parkin	0.06u	(0.10)u	0.16u	n/a	12.2x	0.33u	0.32u	0.32u	4.8x	4.8x	3.28	0.6x		
Pretium Resources	PVG	RM	2,307	188.0	12.27	17.00		DeMarco	0.54u	0.97u	1.05u	12.6x	11.6x	1.13u	1.76u	1.76u	7.0x	7.0x	15.29	0.8x		
SSR Mining Inc	SSRM	RS	4,074	219.36	18.57	39.00		Parkin	0.74u	1.53u	2.31u	9.6x	6.4x	1.59u	2.30u	2.30u	6.4x	6.4x	35.27	0.5x		
Yamana Gold Inc	YRI	RM	5,485	986.45	5.56	7.50		Parkin	0.10u	0.30u	0.30u	14.9x	14.7x	0.51u	0.69u	0.69u	6.4x	6.4x	4.98	1.1x		
Producteurs d'argent																						
First Majestic Silver Corp	FR	RM	4,575	214.9	21.29	21.50		DeMarco	0.03u	0.23u	0.36u	93.5x	59.6x	0.53u	0.54u	0.77u	39.5x	27.6x	6.86	3.1x		
Fortuna Silver Mines Inc	FVI	RM	1,667	184.0	9.06	13.50		DeMarco	0.18u	0.16u	0.83u	58.4x	10.9x	0.45u	0.43u	1.46u	21.1x	6.2x	7.01	1.3x		
Pan American Silver	PAAS	RM	8,509	210.1	40.50	55.00		DeMarco	0.60u	0.93u	2.06u	43.6x	19.7x	1.60u	1.76u	3.29u	23.0x	12.3x	24.63	1.6x		
Petits producteurs (production <250 Koz)																						
Argonaut Gold Inc.	AR	ER	-	-	-	-		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
Golden Star Resources	GSC	RS	422	109.6	3.85	8.00		DeMarco	0.21u	0.34u	0.63u	11.3x	6.1x	0.40u	0.81u	0.82u	4.8x	4.7x	7.08	0.5x		
K92 Mining Inc.	KNT	RS	1,325	218.9	6.05	12.25		Egilo	0.15u	0.20u	0.31u	30.1x	19.4x	0.24u	0.34u	0.40u	17.8x	15.1x	9.51	0.6x		
Wesdome Corp.	WDO	RS	1,113	138.4	8.04	15.00		DeMarco	0.32u	0.44u	0.69u	18.5x	11.7x	0.56u	0.71u	1.13u	11.4x	7.1x	10.03	0.8x		
Sociétés de mise en valeur																						
Artemis Gold Inc.	ARTG	RS	681	122.7	5.55	10.00		DeMarco	0.00u	(0.07)u	(0.04)u	-	-	0.00u	(0.15)u	(0.07)u	-	-	8.48	8.48		
Barsele Minerals Corp.	BME	ER	-	-	-	-		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
Bluestone Resources Inc.	BSR	ER	-	-	-	-		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
Falco Resources Ltd.	FPC	ER	-	-	-	-		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
Integra Resources Corp.	ITR	ER	-	-	-	-		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
Liberty Gold Corp	LGD	ER	-	-	-	-		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
MAG Silver Corp	MAG	RS	2,119	91.2	23.24	35.00		DeMarco	(0.06)u	(0.18)u	0.60u	-	38.8x	(0.04)u	(0.04)u	0.81u	-	28.7x	19.72	1.2x		
Marathon Gold Corp.	MOZ	ER	-	-	-	-		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
Minera Alamos	MAI	ER	-	-	-	-		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
O3 Mining Inc.	OIII	RS	150	60.2	2.50	4.75		DeMarco	(0.09)u	(0.20)u	(0.16)u	-	-	(0.09)u	(0.20)u	(0.16)u	-	-	6.13	0.4x		
Osisko Development	ODV	R	R	R	R	R		DeMarco	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R		
Osisko Mining	OSK	RS	923	340.7	2.71	6.25		DeMarco	(0.16)u	(0.03)u	(0.03)u	-	-	(0.00)u	(0.02)u	(0.02)u	-	-	4.99	0.5x		
Pure Gold Mining Inc.	PGM	ER	-	-	-	-		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
Sabina Gold and Silver Corp.	SBB	RS	672	326.1	2.06	4.00		Egilo	(0.02)u	(0.01)u	(0.01)u	n/a	n/a	(0.01)u	(0.01)u	(0.01)u	n/a	n/a	3.99	0.5x		
SilverCrest Metals	SIL	RS	1,303	128.5	10.14	17.25		DeMarco	(0.22)u	(0.22)u	(0.03)u	-	-	(0.19)u	(0.21)u	(0.00)u	-	-	9.92	1.0x		

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

u = dollar US; c = dollars canadiens

Source: Rapports des sociétés, Estimations FBN, Refinitiv

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
Analyste
403 290-5102

Adjoint :
Logan Fisher : 403 441-0933

Sélections

- › Cenovus
- › Tourmaline
- › Parex

Perspectives dans le secteur du pétrole brut

Sur un élan d'optimisme, la dynamique des prix du pétrole brut s'est poursuivie depuis le début de l'année, portée par les nouvelles positives des essais fructueux des vaccins, dont les premières sont arrivées au début de novembre. Le pétrole WTI a commencé l'année à US\$49 le baril et est actuellement en hausse de 25% depuis le début de l'année, à près de US\$60, c'est-à-dire au-dessus de ce que nous considérons comme étant le point d'inflexion psychologique et économique pour les producteurs de US\$50 le baril. La hausse des prix de ce produit de base est largement attribuable au groupe OPEP+ et au maintien de ses mesures de restrictions des approvisionnements, de même qu'aux espoirs d'une reprise économique alimentés par le déploiement de campagnes de vaccination efficaces. Début janvier, l'Arabie saoudite a fait l'annonce surprise de réduire unilatéralement sa production de 1 Mb/j jusqu'en février et en mars, afin de maintenir la stabilité des prix face aux mesures de confinement croissantes et à la menace de la souche mutante de COVID. Cependant, l'effet a été en partie contrecaréné par la réinjection de 75,000 b/j sur le marché par la Russie et le Kazakhstan. Les pays de l'OPEP+ ont prévu de se réunir le 4 mars (en vue d'un assouplissement de ses mesures en avril), et on s'attend à ce que la production remonte progressivement vers les volumes habituels; les analystes du marché anticipent un assouplissement de l'ordre de 500,000 b/j (en outre, l'Arabie saoudite confirmera ou non le retour sur le marché du million de b/j après sa dernière coupe, comme prévu), tandis qu'à ce jour, le cartel a réduit sa production d'environ 8.2 Mb/j jusqu'à la fin du mois de mars (mesure principalement soutenue par l'Arabie saoudite). Pour le moment, le marché pétrolier semble tenir compte de cela, les prix ayant fortement remonté bien au-delà des niveaux économiques pour tous les prix à terme. Cependant, les producteurs tout comme les fournisseurs de services continuent d'appliquer des politiques de dépenses disciplinées et modérées (inférieures aux niveaux d'avant la pandémie), ce qui se reflète dans les faibles niveaux d'activité des puits en Amérique du Nord (en baisse de 50% a/a et égaux au dernier creux cyclique), ce qui devrait maintenir les volumes à des niveaux faibles. Au Canada, les perspectives sont relativement positives, celles de la demande et du différentiel s'orientant favorablement

vers le pétrole brut lourd (baisse des volumes de pétrole mexicains et vénézuéliens dans le golfe du Mexique; demande d'affinage complexe). Le marché intérieur a généralement dépassé le thème de la volatilité des prix et des pipelines, les volumes ayant largement renoué avec leurs niveaux d'avant la pandémie, avec une solide demande de pétrole brut lourd aux États-Unis contigus (comme indiqué ci-dessus). Avec cette toile de fond internationale et nationale, nous restons prudemment optimistes en ce qui concerne le complexe pétrolier mondial et nous considérons que le deuxième semestre de 2021 pourrait être une période décisive où les prix du brut seront remontés aux niveaux de milieu de cycle. Nos prévisions pour 2021 concernant le WTI continuent de se situer à US\$59.25 le baril, ce qui correspond généralement aux prix à terme de US\$59.76 le baril.

Perspectives dans le secteur du gaz naturel

L'hiver a fini par faire une apparition, courte cependant, et le vortex polaire a frappé une bonne partie du Canada et des États-Unis contigus, avec des températures glaciales qui ont poussé le prix vers des nouveaux pics dans certaines régions. En outre, le grand froid hivernal a certainement soutenu le marché, même de façon passagère, tandis qu'il reste à savoir comment la dynamique des prix du gaz naturel évoluera sur le long terme en raison des prévisions d'un sous-approvisionnement du marché (NYMEX HH +10% depuis le début de l'année après les pics inscrits à la fin du T4 2020 et au début du T1 2021). L'activité de forage limitée aux États-Unis a entraîné une baisse de l'offre d'environ 2 à 3 Gpi³/j (les volumes sont toujours en repli de 6 à 7 Gpi³/j par rapport au pic du T4 2019), tandis que la consommation reste forte, grâce aux exportations de GNL qui avoisinent les 10 à 11 Gpi³/j. Avec cela, les perspectives de l'EIA ont plus de corps, l'administration maintenant largement ses prévisions d'un déséquilibre tout au long de sa période de pronostics étendue à 2022e (-1-1.5 Gpi³/d). Le marché semble relativement bien soutenu à court et à moyen terme, et sa structure semble avoir nettement changé, si bien que, dans les prévisions de l'EIA (Energy Information Administration), les stocks devraient inverser la tendance et commencer à baisser pour terminer l'hiver avec un déficit de 15% par rapport à la moyenne quinquennale, et clôturer cette année sur la même

note. Cependant, et comme toujours, les conditions météorologiques seront le facteur déterminant qui conditionnera la réalisation des prévisions; à ce jour, la saison est décevante et il y a eu probablement trop peu, trop tard. Au Canada, la REC (Régie de l'énergie du Canada, ONÉ) a refusé de prolonger le protocole de service temporaire (PST) du réseau de transport de gaz Nova, qui avait été en grande partie à l'origine de la récente normalisation des prix de base AECO (permettant au gaz d'être injecté dans les stocks) et pourrait représenter un risque mineur à long terme pour les prix de base, même si la REC a demandé une nouvelle soumission d'aménagement des stocks (le principal élément, de nouveau); à titre d'information, la base n'a pas beaucoup évolué de ses niveaux extrêmement solides (prix à terme 2021 à -US\$0.55/kpi³). Nous continuons de croire que le gaz AECO devrait être plus résilient et dans une position structurellement plus solide que ces dernières années, en raison d'une préférence donnée aux marchés de l'Ouest (alimentée par la dynamique de l'offre et de la demande). Nos hypothèses de prix pour 2021 pour les gaz NYMEX et AECO s'élèvent à US\$3.00/kpi³ et CA\$3.10/kpi³, respectivement, ce qui est légèrement supérieur aux niveaux actuels des prix à terme de US\$2.90/kpi³ et CA\$2.95/kpi³, respectivement.

Nous ne nous attendons pas à des changements notables dans les stratégies d'affaires des sociétés canadiennes d'exploration et de production au cours de l'année 2021. L'ère de la croissance endogène forte est maintenant bien révolue, victime des prix bas des matières premières, des contraintes d'acheminement et des pressions exercées par les actionnaires pour obtenir plus de rendements. Nous continuons de croire que la valeur opportuniste reste concentrée dans les entreprises dont les stratégies peuvent être répétées pour faire croître les marges (rationalisation, gains de synergie et d'efficacité, et autres) ou assurer la faible croissance en efficacité du capital, ce qui peut compenser les obstacles à la valorisation à long terme pour soutenir la valeur en cas de stabilité ou de baisse des ratios.

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, 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.

Tourmaline Oil Corp. (TOU: TSX)

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

Parex Resources Inc. (PXT: TSX)

Soutenue par une base d'actifs classique très productive et à faible taux d'épuisement, Parex devrait inscrire une année de plus de croissance entièrement financée, reverser du capital aux actionnaires par des rachats d'actions importants tout en investissant dans des options futures avec un programme de prospection comprenant des réserves qui ont crû de manière prévisible au cours de la dernière décennie. Sur notre horizon de prévision, nous nous attendons à ce que Parex dégage des FTD 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).

Symb.	Cote du titre	Δ	Analyste	Actions e.c. (M)	Cours 3/1	Cap. bours. (M)	Rend. (%)	VE/FTCD					FTPÀ dilués			12 mois Cours		Δ	*	
								2018A	est. 2019E	est. 2020E	ette nette/FT 2019E	2020E	2018A	est. 2019E	est. 2020E	C/FTPÀ 2019E	2020E			Cible
Grandes sociétés/Intégrées																				
Canadian Natural Resources	CNQ	RS	Wood	1181.1	\$36.09	\$42,624	5%	5.7x	10.6x	4.4x	4.0x	1.1x	\$8.60	\$4.45	\$10.32	8.1x	3.5x	\$50.00	43%	↑
Cenovus Energy	CVE	RS	Wood	2017.4	\$9.41	\$18,984	0%	5.0x	34.6x	4.4x	46.4x	1.6x	\$3.01	\$0.12	\$2.94	78.7x	3.2x	\$13.50	43%	↑
Ovintiv Inc (US\$)	OVV	RS	Wood	259.8	\$24.52	\$6,371	2%	6.4x	6.1x	4.0x	3.9x	2.2x	\$11.22	\$7.42	\$10.91	3.3x	2.2x	\$27.00	12%	↑
Imperial Oil	IMO	RM	Wood	734.1	\$27.94	\$20,510	3%	8.3x	26.2x	3.2x	4.3x	-0.1x	\$4.59	\$1.20	\$8.39	23.3x	3.3x	\$38.00	39%	↑
Suncor Energy	SU	RM	Wood	1501.0	\$25.59	\$38,410	3%	6.8x	10.8x	4.0x	3.7x	0.9x	\$6.93	\$2.66	\$7.35	9.8x	3.4x	\$33.00	32%	↑
Grandes cap./Cap. Moyennes																				
Advantage Oil & Gas	AAV	RS	Payne	193.4	\$2.57	\$497	0%	4.1x	6.1x	2.9x	2.4x	0.8x	\$0.83	\$0.56	\$1.16	4.6x	2.2x	\$4.00	56%	↑
ARC Resources Ltd.	ARX	RS	Wood	722.7	\$7.49	\$5,413	3%	4.9x	4.8x	4.4x	1.1x	1.2x	\$1.97	\$1.89	\$2.66	4.0x	3.4x	\$13.00	77%	↑
Baytex Energy	BTE	RM	Payne	567.3	\$1.28	\$726	0%	3.0x	6.1x	3.5x	5.9x	2.9x	\$1.62	\$0.56	\$0.96	2.3x	1.3x	\$1.75	37%	↑
Birchcliff Energy	BIR	RS	Payne	265.9	\$2.94	\$782	1%	4.1x	7.7x	2.8x	4.1x	1.1x	\$1.26	\$0.69	\$1.75	4.2x	1.7x	\$4.75	62%	↑
Crescent Point Energy Corp.	CPG	RS	Wood	580.0	\$4.71	\$2,732	0%	2.7x	4.9x	3.4x	2.6x	1.6x	\$3.35	\$1.65	\$2.39	2.9x	2.0x	\$7.50	59%	↑
Enerplus Corporation	ERF	RS	Wood	255.6	\$6.04	\$1,544	2%	3.6x	4.8x	3.0x	1.5x	1.0x	\$3.04	\$1.61	\$2.74	3.8x	2.2x	\$9.50	59%	↑
Freehold Royalties	FRU	RS	Wood	130.7	\$6.90	\$902	3%	9.7x	12.2x	6.4x	0.1x	-0.2x	\$1.00	\$0.60	\$1.04	12.5x	6.6x	\$9.00	34%	↑
Headwater Exploration	HWX	RS	Payne	199.1	\$3.77	\$751	0%	-0.3x	124.2x	8.2x	-12.4x	-0.9x	\$0.09	\$0.05	\$0.42	80.7x	9.0x	\$4.50	19%	↑
Kelt Exploration	KEL	RS	Payne	188.5	\$2.52	\$475	0%	5.6x	6.4x	4.3x	-0.5x	-0.4x	\$0.99	\$0.30	\$0.54	8.3x	4.7x	\$3.25	29%	↑
MEG Energy	MEG	RM	Wood	302.7	\$6.43	\$1,946	0%	4.6x	9.2x	6.9x	10.2x	6.1x	\$2.41	\$0.90	\$1.37	7.2x	4.7x	\$8.00	24%	↑
NuVista Energy	NVA	RS	↑ Payne	225.7	\$1.98	\$447	0%	4.3x	5.4x	2.8x	3.9x	1.5x	\$1.18	\$0.68	\$1.22	2.9x	1.6x	\$3.00	52%	↑
Paramount Resources	POU	RM	Payne	117.0	\$10.77	\$1,260	0%	4.9x	10.6x	3.2x	5.5x	1.0x	\$2.29	\$1.13	\$3.86	9.5x	2.8x	\$13.50	25%	↑
Parex Resources	PXT	RS	Wood	117.9	\$20.80	\$2,452	0%	3.4x	5.6x	2.1x	-1.2x	-1.0x	\$5.02	\$2.86	\$6.27	7.3x	3.3x	\$35.00	68%	↑
Payto Exploration & Development	PEY	RS	Wood	164.9	\$5.88	\$969	1%	5.2x	7.9x	3.8x	5.5x	2.2x	\$1.95	\$1.30	\$2.94	4.5x	2.0x	\$8.00	37%	↑
PrairieSky Royalty	PSK	RM	Wood	223.3	\$12.89	\$2,879	2%	18.4x	19.7x	13.5x	0.3x	-0.5x	\$0.94	\$0.64	\$0.92	19.6x	14.0x	\$15.00	18%	↑
Seven Generations	VII	AO	Wood	333.4	\$8.16	\$2,721	0%	3.4x	4.7x	3.2x	2.2x	1.2x	\$3.98	\$2.56	\$3.48	3.2x	2.3x	\$14.00	72%	↑
Spartan Delta	SDE	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R
Storm Resources	SRX	RM	Payne	121.6	\$2.83	\$344	0%	5.3x	8.1x	3.5x	2.6x	0.8x	\$0.49	\$0.43	\$1.00	0.0x	0.0x	\$4.00	41%	↑
Tamarack Valley Energy	TVE	RS	Payne	262.0	\$2.26	\$592	0%	3.0x	6.1x	3.7x	1.8x	0.8x	\$0.97	\$0.55	\$0.71	4.1x	3.2x	\$3.00	33%	↑
Topaz Energy	TPZ	RS	Payne	112.9	\$14.50	\$1,637	6%	-1.7x	15.6x	10.8x	-2.7x	-1.1x	\$11.16	\$0.99	\$1.23	14.7x	11.8x	\$18.00	30%	↑
Tourmaline Oil	TOU	RS	Payne	286.3	\$23.17	\$6,635	2%	4.4x	7.0x	3.0x	1.6x	0.3x	\$4.43	\$4.29	\$8.17	5.4x	2.8x	\$37.50	64%	↑
Vermilion Energy Inc.	VET	RM	Wood	158.3	\$7.91	\$1,252	0%	6.2x	6.0x	3.9x	4.3x	2.4x	\$5.82	\$3.01	\$4.31	2.6x	1.8x	\$9.50	20%	↑
Whitecap Resources	WCP	RS	Wood	598.8	\$5.73	\$3,431	3%	4.2x	7.0x	4.9x	2.5x	1.2x	\$1.64	\$1.07	\$1.46	5.3x	4.1x	\$8.00	43%	↑
Petites capitalisations																				
Crew Energy	CR	RM	Payne	160.3	\$0.99	\$159	0%	4.1x	8.1x	3.2x	8.7x	2.5x	\$0.53	\$0.27	\$0.92	3.7x	1.1x	\$1.50	52%	↑
PetroShale	PSH	RM	Payne	187.3	\$0.26	\$48	0%	6.1x	6.8x	3.9x	7.3x	4.2x	\$0.39	\$0.25	\$0.40	1.0x	0.6x	\$0.40	57%	↑
Pipestone Energy	PIPE	RM	Payne	193.3	\$1.69	\$327	0%	32.4x	10.1x	2.8x	4.0x	0.8x	\$0.01	\$0.22	\$0.93	7.7x	1.8x	\$2.50	48%	↑
Surge Energy	SGY	RM	Payne	362.7	\$0.52	\$189	0%	4.0x	6.2x	3.2x	5.5x	2.1x	\$0.55	\$0.20	\$0.40	2.6x	1.3x	\$0.75	44%	↑
Yangarra Resources	YGR	RM	Payne	83.0	\$1.05	\$87	0%	3.2x	4.8x	2.3x	4.1x	1.7x	\$1.08	\$0.53	\$1.12	2.0x	0.9x	\$1.50	43%	↑

*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 3/1	BAIIA (M)			VE/BAIIA			Dette nette / BAIIA			12 mois cours		Δ	*
							2019	2020e	2021e	2019	2020e	2021e	2019	2020e	2021e	Cible	Rend.		
Services pétroliers																			
CES Energy Solutions Corp.	CES	RM	Payne	\$ 391.22	262.6	\$1.60	\$ 78.2	\$ 94.9	\$116.7	5.7x	5.4x	4.0x	4.9x	2.8x	2.0x	\$2.00	25%	↑	
National Energy Services Reunited	NESR	RS	Payne	\$1,065.93	89.9	\$13.63	\$ 211.7	\$ 247.8	\$292.0	6.7x	5.4x	4.2x	1.5x	1.0x	0.4x	\$14.00	3%	↑	
Precision Drilling Corp.	PD	RM	Payne	\$ 409.14	13.4	\$29.25	\$ 285.2	\$ 262.8	\$318.8	5.7x	5.4x	4.0x	4.7x	3.8x	2.6x	\$32.50	11%	↑	
Trican Well Services	TCW	RM	Payne	\$ 473.78	258.9	\$1.92	\$ 30.6	\$ 56.5	\$ 60.2	15.5x	7.8x	6.5x	1.3x	-0.4x	-0.8x	\$2.25	17%	↑	



Patrick Kenny, CFA
Analyste
403 290-5451

—
Adjoint :
Zach Warnock : 403 355-6643

Sélections

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

Aperçu

Nous avons récemment publié nos perspectives pour 2021, qui mettent en lumière le goût insatiable du marché pour la décarbonation : il semble que le contexte macroéconomique y soit des plus favorables, puisque le secteur bénéficie de la somme faramineuse de \$120 milliards environ de flux de trésorerie disponibles (net des dividendes) à placer d'ici 2030 dans des investissements écologiques et dans le réaligement des modèles d'affaires à long terme avec des politiques énergétiques durables – tous ces éléments s'accompagnant d'une croissance par action et d'une augmentation des valorisations. L'indice S&P TSX était en hausse d'environ 4.0% en février, où les titres du secteur énergétique ont continué de remonter en raison de la hausse des prix des matières premières, tandis que notre indice de référence pour le secteur intermédiaire montait d'environ 10.0% et que celui des services publics se repliait de près de 4.0%.

Mise à jour sur les produits de base

L'optimisme croissant pour la reprise économique en 2021 a poussé les prix des produits de base vers le haut, ceux-ci affichant en moyenne US\$59 le baril, soit près de 13% de plus qu'en janvier (US\$52/b) et 48% au-dessus du prix moyen de US\$40/b en 2020. Notons que les prix ont continué d'augmenter en mars, le WTI se situant actuellement à environ US\$62 le baril, soit au plus haut depuis janvier 2020. Du côté du gaz, les conditions du vortex polaire ont fait monter les prix du gaz AECO, qui se situe en moyenne à \$3.77/kpi³, en hausse d'environ 36% par rapport à la moyenne de janvier de \$2.77/kpi³. Rappelons que nous avons récemment révisé notre estimation de prix du gaz AECO pour 2021 et le début de 2022 à \$2.40/kpi³, ce qui est conforme aux prix à terme et environ 5% au-dessus des niveaux de 2020. En ce qui a trait aux perspectives de marketing, la moyenne du différentiel du pétrole lourd WCS a légèrement baissé en février, à environ US\$11.25/b (~US\$13.50/b en janvier), comparativement à un différentiel d'environ US\$17/b en février 2020, ce qui donne à croire que les pressions se maintiennent sur les résultats du marketing de pétrole brut à court terme. Pour ce qui est des LGN, la vigueur constante des cours des liquides C3+ en février (en hausse d'environ 5% t/t) associée à une courbe des contrats à terme résiliente pour 2021e

pousse notre estimation d'écart de fractionnement de LGN jusqu'à US\$23/b, soit environ 50% au-dessus des niveaux de 2020 (~US\$15/b).

Mise à jour sur le transport par pipeline

Comme le président Biden a révoqué le permis présidentiel KXL au premier jour de son mandat, malgré les meilleurs efforts de TRP pour s'associer à des groupes de Premières Nations, signer des ébauches de conventions collectives avec des syndicats américains et s'engager – récemment – à la neutralité du réseau en assurant l'électrification de KXL, nous pensons que le projet, dans les cartons depuis une dizaine d'années, sera finalement abandonné tandis que la société s'engagera dans une transition vers les énergies propres. Cependant, la perte de KXL pourrait favoriser ENB, car les expéditeurs seraient alors plus enclins à conclure des engagements à long terme sur le Réseau principal. En comptant sur la Ligne 3R et sur TMX et en excluant KXL, nous tablons sur des capacités excédentaires de transport par pipeline d'environ 0.5 Mb/j disponibles comme marge de croissance pour les producteurs, avec une assurance d'accès au marché en 2023.

La construction du tronçon américain du projet de remplacement de la Ligne 3 (+270,000 b/j en comptant Southern Access Expansion) est bien engagée depuis l'émission de tous les permis d'État et fédéraux en cours à la fin de 2020, mais aussi depuis que la Cour d'appel du Minnesota a récemment rejeté la motion de suspension d'émission du permis de construire de la Commission des services publics du Minnesota (MPUC) déposée par des opposants au projet, et nous notons qu'ENB est en bonne voie pour respecter la date d'entrée en service au T4 2021. Avec la publication de ses résultats du T4 2020, la société a présenté une nouvelle estimation des coûts pour la portion américaine de son projet de remplacement de la Ligne 3 à environ US\$2.9 milliards, soit une augmentation de US\$1.1 milliard, ce qui représente le double de notre estimation de dépassement des coûts d'environ 20%. Dans l'ensemble, comme les travaux de construction avancent conformément aux attentes, nous maintenons notre hypothèse d'une entrée en service le 1er janvier 2022 en misant sur un délai de construction de six à neuf mois, sous réserve que les travaux progressent sans entrave. Ailleurs, l'Army Corps of Engineers, désormais sous

administration Biden, a récemment demandé un délai de deux mois jusqu'au 9 avril pour décider de fermer ou non le pipeline DAPL pendant le processus d'examen environnemental qui doit durer plus de 13 mois, ce qui représente un risque de baisse d'environ 2% de notre BAIIA annuel pour ENB. Du côté de la Ligne 5, ENB a reçu le 29 janvier les premiers permis pour le projet de tunnel de la Ligne 5 (\$500 millions) du département de l'Environnement, des Grands Lacs et de l'Énergie du Michigan, qui traitent des effets sur les terres humides et les terrains submergés et examinent les déversements d'agents polluants et d'eaux. Il faut maintenant attendre l'émission des permis de l'U.S. Army Corps of Engineers et de la Commission des services publics du Michigan. Pendant ce temps, la procédure judiciaire en cours dans l'État du Michigan visant l'obtention d'une injonction pour stopper les activités de la Ligne 5 a été transférée au tribunal fédéral à la demande d'ENB. Pour ce qui est des dépassements de coûts, Keyera a annoncé contre toute attente une augmentation d'environ 23% des coûts prévisionnels pour son projet KAPS (Key Access Pipelines System) dans Montney, ce qui porte sa participation de 50% dans l'investissement à environ \$800 millions (auparavant environ \$650 millions), tandis que TRP prévoit une hausse importante des coûts et un retard dans l'entrée en service de son projet Coastal GasLink de \$6.6 milliards.

Pendant ce temps, dans le secteur intermédiaire, Brookfield Infrastructure Partners (NYSE : BIP, Analyste : Merer, Rendement supérieur, cours cible de US\$60) et ses partenaires institutionnels ont annoncé qu'ils avaient l'intention d'engager une opération de privatisation d'Inter Pipeline par laquelle BIP acquerra toutes les actions ordinaires en circulation d'IPL qu'elle ne détient pas encore, à un prix de \$16.50 chaque (prime d'environ 23% par rapport au cours de clôture du 10 février de \$13.40). Le conseil d'IPL a engagé un examen stratégique pour évaluer toutes les options afin de maximiser la valeur pour les actionnaires, et sa recommandation pour les actionnaires est attendue dans un délai de 15 jours après présentation de l'offre officielle (le 22 février).

Mise à jour – Électricité et services publics

Nous maintenons que Fortis est la société la mieux placée pour profiter de la décarbonation aux États-Unis, tandis que le président Joe Biden cherche à tirer

des lois de son programme d'infrastructures d'énergies propres. Rappelons-le, avec son programme quinquennal (de 2021 à 2025) d'investissements – récemment dévoilé – d'environ \$19.6 milliards, la société vise une réduction des émissions de gaz à effet de serre de scope 1 de 75% à l'échelle de la société d'ici 2035 par rapport aux niveaux de 2019. Le programme est largement soutenu par le plan intégré de ressources (PIR) de TEP, qui cherche à éliminer totalement la production de charbon d'ici 2032 et à ajouter environ 2,400 MW de nouvelles capacités de production d'énergie éolienne et solaire et 1,400 MW de nouveaux systèmes de stockage d'énergie, reflétant des possibilités d'affaires chiffrées à \$4 à \$6 milliards, dont environ 1/5 seulement sont comptabilisées dans le plan d'investissement de 2021-2025. En ce qui concerne Emera, la société a présenté son nouveau programme triennal (2021 à 2023) d'investissements, majoré d'autres options quantifiées à \$1.2 milliard (auparavant \$200-\$500 millions), prolongeant le TCAC de la base tarifaire de la société d'environ 8% jusqu'en 2023. Notons qu'environ 70% du programme d'immobilisations garanti vise Tampa Electric et Nova Scotia Power, avec environ 60% des dépenses totales d'investissement affectées aux améliorations de la fiabilité et à la production d'une énergie plus propre. Les autres options de \$1.2 milliard incluent le projet Atlantic Loop de grande ampleur, qui a pour objectif le développement d'un circuit d'énergies propres dans les provinces de l'Atlantique, permettant à la Nouvelle-Écosse d'abandonner le charbon avant la date proposée de 2040. Par ailleurs, soulignons que Capital Power poursuit sa transition vers les énergies propres, la société s'étant engagée à abandonner le charbon d'ici la fin de 2023 et à transformer Genesee 1&2 en unités à cycle combiné au coût de \$1.0 milliard environ. Les unités ainsi remotorisées devraient fonctionner à 30% à l'hydrogène (jusqu'à 95% avec un investissement supplémentaire modeste de moins de \$10 millions), tandis que les coûts de la société resteront parmi les plus faibles, avec un rendement thermique d'environ 6.7, parmi les meilleurs du secteur, et des émissions d'une intensité de 0.35 tCO₂e /MWh. Dans l'ensemble, le projet devrait produire un TRI d'environ 14% (plus de 20% avec la dette). Cependant, son captage du carbone et sa technologie (C2CNT, transformation du carbone en nanotubes de carbone)

pourront être exploités d'un point de vue commercial en 2021, avec une production d'environ 2,500 tonnes de nanotubes de carbone à vendre à l'industrie du ciment/béton – pour réduire les émissions de carbone à Genesee et le long de la chaîne de valeur de la construction.

Mise à jour sur les critères ESG

En outre, nous avons révisé le score ESG d'Emera de 74 à 78/100 pour refléter ses ambitions claires en matière de réduction des émissions, et notamment son engagement récent à atteindre la carboneutralité d'ici 2050, avec un objectif d'une réduction des émissions de 55% d'ici 2025 et de 80% d'ici 2040 (par rapport aux niveaux de 2005). Par ailleurs, après des améliorations dans la communication d'informations et l'indépendance des membres du conseil d'administration, notamment depuis l'arrivée de l'ancien chef de la direction de Fortis, Barry Perry, nous avons relevé le score ESG de Capital Power de 84 à 86/100, soit le meilleur score ESG que nous ayons attribué, ex aequo avec FTS.

Titres favoris

Dans l'ensemble, compte tenu de nos estimations pour 2022, nous prévoyons une croissance des FPER par action d'environ 8% en 2021e, les dividendes devant croître d'environ 2% en moyenne. Nous continuons de sélectionner nos titres de prédilection en fonction d'une approche à trois volets, soit : 1) un rendement à deux chiffres des flux de trésorerie disponibles (FPER); 2) un bilan sain; et 3) un fort potentiel d'éléments catalyseurs.

	Symb.	Cote du titre	Parts		Cap. bours. (M)	Distributions par part			Rendement des distr.		FTPA distr. Dilués			C/FT distr.		Dettes/ Enc. distr. 20e	12 mois		Rendement Δ combiné
			e.c. (M)	Cours 03-01		est. 2020e	est. 2021e	est. 2022e	2021e	2022e	est. 2020e	est. 2021e	est. 2022e	2021e	2022e		Cible	Rend.	
Pipelines et divers																			
AltaGas	ALA	RS	279.4	\$19.46	\$5,438	\$0.96	\$1.00	\$1.04	5.1%	5.3%	\$2.08	\$2.55	\$2.88	7.6x	6.8x	5.6x	24.00	23.3%	28.5%
Enbridge Inc.	ENB	RS	2019.0	\$43.96	\$88,755	\$3.24	\$3.34	\$3.51	7.6%	8.0%	\$4.67	\$4.90	\$5.27	9.0x	8.3x	4.6x	51.00	16.0%	↓ 23.6%
Gibson Energy	GEI	RM	148.9	\$21.60	\$3,216	\$1.36	\$1.40	\$1.40	6.5%	6.5%	\$2.01	\$1.85	\$2.12	11.7x	10.2x	3.0x	22.00	1.9%	↓ 8.3%
Inter Pipeline	IPL	RM	429.2	\$17.77	\$7,627	\$0.48	\$0.48	\$0.48	2.7%	2.7%	\$1.74	\$1.47	\$1.86	12.1x	9.6x	5.2x	18.00	1.3%	↑ 4.0%
Keyera	KEY	RS	221.0	\$25.13	\$5,554	\$1.92	\$1.92	\$1.92	7.6%	7.6%	\$3.26	\$2.75	\$2.70	9.1x	9.3x	4.0x	28.00	11.4%	↓ 19.1%
Pembina Pipelines	PPL	RM	550.0	\$32.97	\$18,134	\$2.52	\$2.52	\$2.52	7.6%	7.6%	\$3.80	\$3.84	\$3.91	8.6x	8.4x	4.4x	38.00	15.3%	22.9%
Secure Energy	SES	RS	158.6	\$3.24	\$514	\$0.03	\$0.03	\$0.03	0.9%	0.9%	\$0.44	\$0.59	\$0.69	5.5x	4.7x	1.9x	4.00	23.5%	24.4%
Superior Plus	SPB	RM	176.0	\$13.37	\$2,353	\$0.72	\$0.72	\$0.72	5.4%	5.4%	\$1.37	\$1.05	\$1.31	12.7x	10.2x	3.5x	14.00	4.7%	10.1%
Tidewater Midstream	TWM	RS	338.5	\$0.98	\$332	\$0.04	\$0.04	\$0.04	4.1%	4.1%	\$0.14	\$0.24	\$0.23	4.1x	4.3x	3.4x	1.25	27.6%	31.6%
TC Energy Corp.	TRP	RS	978.0	\$53.82	\$52,633	\$3.24	\$3.48	\$3.69	6.5%	6.9%	\$6.13	\$5.12	\$5.86	10.5x	9.2x	5.1x	67.00	24.5%	31.0%
Tervita	TEV	RM	113.4	\$3.65	\$414	\$0.00	\$0.00	\$0.00	0.0%	0.0%	\$0.45	\$0.55	\$0.71	6.7x	5.2x	3.2x	3.50	-4.1%	-4.1%
Producteurs d'électricité et services publics																			
ATCO Ltd.	ACO	RM	114.7	\$37.59	\$4,310	\$1.74	\$1.79	\$1.81	4.8%	4.8%	\$2.12	\$2.22	\$2.14	16.9x	17.6x	4.5x	44.00	17.1%	↑ 21.8%
Canadian Utilities	CU	RM	273.1	\$30.11	\$8,222	\$1.74	\$1.76	\$1.78	5.8%	5.9%	\$2.67	\$2.85	\$2.90	10.6x	10.4x	5.2x	35.00	16.2%	22.1%
Capital Power	CPX	RS	107.4	\$34.51	\$3,707	\$1.99	\$2.12	\$2.25	6.1%	6.5%	\$4.96	\$5.03	\$4.74	6.9x	7.3x	4.5x	44.00	27.5%	33.6%
Emera Inc.	EMA	RM	255.1	\$50.97	\$13,003	\$2.48	\$2.58	\$2.68	5.1%	5.3%	\$1.99	\$3.66	\$4.36	13.9x	11.7x	6.2x	59.00	15.8%	20.8%
Fortis Inc.	FTS	RM	468.6	\$49.69	\$23,283	\$1.94	\$2.05	\$2.17	4.1%	4.4%	\$3.92	\$4.17	\$4.66	11.9x	10.7x	6.2x	60.00	20.7%	24.9%
Hydro One Ltd.	H	RM	596.9	\$27.25	\$16,266	\$1.01	\$1.07	\$1.12	3.9%	4.1%	\$1.76	\$1.56	\$1.72	17.5x	15.8x	5.7x	31.00	13.8%	↓ 17.7%
TransAlta	TA	RM	274.2	\$11.15	\$3,058	\$0.17	\$0.18	\$0.18	1.6%	1.6%	\$1.34	\$1.63	\$1.75	6.8x	6.4x	3.7x	13.00	16.6%	18.2%

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

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

Alizeh Haider : 416 869-7937

Troy Sun : 416 869-6754

Sélections

- › Stantec
- › Finning International
- › Industries Toromont

Ritchie Bros. Auctioneers Incorporated : Notre conclusion pourrait être hâtive, mais les actions semblent être lessivées; majoration de la cote

Majoration de la cote de RBA à Rendement supérieur

► Upgrading RBA to Outperform

Considérant ce titre survendu et de haute qualité, nous voyons cinq raisons pour lesquelles il est logique de l'acheter maintenant : 1) Les attentes ont été revues (RBA -24% CDA contre FEO/concessionnaires +17%; les VTB d'Orlando ont été négatives; le T4 2020 a été raté; tout le monde connaît les conditions difficiles du S2 2021E); 2) Bien que cela justifie probablement une réflexion approfondie sur les mesures et les méthodes, RBA est-elle une société technologique ou une société industrielle? Avec un ratio C/B (et non un chiffre d'affaires) de 29x et une position dominante sur le marché, le titre n'est pas cher et correspond à la valorisation médiane à long terme; 3) La société a récemment renouvelé son programme de rachat d'actions de \$100 millions, qui n'a pas été utilisé; 4) En utilisant 2019 comme point d'ancrage pour le BPA, RBA devrait afficher une croissance plus importante que les FEO et les concessionnaires (+16% contre +8%, respectivement); 5) Le titre est survendu si l'on tient compte des indicateurs techniques, ce qui annonce un éventuel rebond.

► En résumé, ce n'est pas une mauvaise affaire pour les investisseurs armés de patience

Nous ne savons pas exactement quand le titre commencera à « fonctionner », car le surnom de « catalyseur » trop souvent utilisé est relativement peu utilisé pour le moment. Cela dit, nous estimons que les actions sont lessivées, car les prévisions tiennent déjà compte de nombreux facteurs négatifs (résultats inférieurs, déclassements, écart important du prix de l'action par rapport à celui des FEO/concessionnaires CDA : +17% contre -24%). Il est important de noter que nous pensons que la croissance des revenus tirés des services sera supérieure aux VTB sur l'horizon prévisionnel, ce à quoi les investisseurs accordent beaucoup plus d'attention. Cette dernière dynamique se traduit également par une plus forte croissance projetée du TCAC du BPA par rapport aux FEO et aux concessionnaires lorsque l'on utilise 2019 comme point d'ancrage (selon nous, le marché n'intègre les objectifs d'Evergreen dans les prix). Nous ne serions pas surpris de voir la société peser sur l'accélérateur en ce qui concerne l'OPRCN. Enfin, comme nous l'avons déjà dit à plusieurs reprises, c'est une excellente affaire. Et nous l'achetons maintenant à des ratios raisonnables (pour RBA). Bien que nous ne nous écartions pas des titres à positionnement plus cyclique sous notre couverture, les investisseurs à long terme devraient bien se porter avec RBA. Nous majorons la cote du titre à Rendement supérieur (auparavant Rendement moyen), nous gardons le cours cible à US\$57 (nous avons également révisé nos estimations à terme pour tenir compte des conditions difficiles au T3 2021E), mais nous haussons légèrement le ratio de valorisation à 29.0 fois le C/B 2022E (auparavant 28.0).

Symb.	Cote du titre	Δ	12 mois		Cap. bours. (M)	Dernier exerc. déclaré	BPA dilué			C/B		BAIIA (M)			VE/BAIIA		Div. %	Dette nette/BAIIA Ex1	
			Cours cible	Δ			Cours 3/1	(A) Dern. Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	(A) Dern. Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1			Ex2
Aecon Group	ARE	RS	\$21.00		\$19.25	\$847	12 - 2020	\$1.16	\$0.70	\$1.13	16.7x	14.5x	\$255	\$218	\$263	6.3x	5.9x	3.6%	0.9x
Bird Construction Inc.	BDT	RS	\$11.00		\$8.92	\$483	12 - 2020	\$0.62	\$0.74	\$0.91	12.0x	9.8x	\$62	\$89	\$101	5.7x	5.0x	3.6%	0.3x
Finning International Inc.	FTT	RS	\$37.00	↑	\$34.31	\$5,568	12 - 2020	\$1.14	\$1.66	\$2.05	20.7x	16.7x	\$636	\$753	\$865	8.5x	7.4x	2.3%	1.1x
IBI Group Inc.	IBG	RS	\$12.00		\$9.29	\$351	12 - 2020	\$0.63	\$0.71	\$0.77	13.0x	12.1x	\$46	\$49	\$52	8.3x	8.0x	0.0%	1.2x
North American Construction Group Ltd.	NOA	RS	\$21.00	↑	\$15.29	\$427	12 - 2020	\$1.74	\$1.66	\$1.80	9.2x	8.5x	\$175	\$181	\$194	4.5x	4.2x	1.0%	2.1x
Ritchie Bros. Auctioneers	RBA	RS	↑ U\$57.00	↓	U\$54.37	U\$5,912	12 - 2020	U\$1.59	U\$1.85	U\$1.95	29.5x	27.8x	U\$352	U\$363	U\$380	17.5x	16.7x	1.6%	1.0x
SNC-Lavalin	SNC	RS	\$34.50		\$26.71	\$4,689	12 - 2020	-\$0.18	\$1.88	\$2.44	10.3x	7.3x	\$332	\$664	\$766	6.8x	5.7x	0.3%	1.7x
Stantec Inc.	STN	RS	\$56.00	↑	\$51.40	\$5,738	12 - 2020	\$2.13	\$2.39	\$2.50	21.5x	20.6x	\$435	\$472	\$505	13.1x	12.2x	1.2%	0.8x
Toromont Industries Ltd.	TIH	RS	\$98.00		\$87.53	\$7,195	12 - 2020	\$3.09	\$3.81	\$4.46	24.4x	20.9x	\$539	\$605	\$674	12.8x	11.5x	1.3%	0.1x
WSP Global	WSP	RS	\$133.00		\$119.20	\$13,969	12 - 2020	\$3.34	\$4.24	\$5.51	28.1x	21.6x	\$801	\$952	\$1,167	15.9x	13.0x	1.3%	1.2x
AutoCanada	ACQ	RM	\$27.00		\$30.18	\$822	12 - 2020	\$0.31	\$1.41	\$1.73	21.4x	17.5x	\$83	\$103	\$116	9.4x	8.3x	0.0%	1.0x
Stelco	STLC	RM	\$26.50		\$26.12	\$2,317	12 - 2020	-\$0.60	\$5.42	\$1.76	4.8x	14.8x	\$63	\$601	\$268	4.0x	8.9x	1.5%	0.1x
ATS Automation	ATA	RS	\$30.00		\$28.00	\$2,588	03 - 2021	\$0.99	\$1.39	\$1.56	20.1x	17.9x	\$173	\$230	\$251	12.8x	11.7x	0.0%	1.5x
Stella-Jones	SJ	RM	\$47.50		\$46.60	\$3,144	12 - 2020	\$3.02	\$2.96	\$3.08	15.8x	15.1x	\$336	\$324	\$339	11.3x	10.8x	1.3%	1.6x
Médiane											18.4x	15.9x				9.0x	8.6x	1.3%	

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

Source: Rapports des sociétés, Refinitiv, FBN



Endri Leno
Analyste
416 869-8047

Adjoints :
Eduardo Garcia Hubner
416 869-7476

Stephen Kwai
416 869-7571

Sélections

- › Jamieson Wellness
- › Medical Facilities

Points saillants de février 2021

Nous avons publié une mise à jour semestrielle de notre liste des meilleurs titres versant des dividendes (Dividend All-Stars), qui inclut 17 des meilleures idées de rendement de FBN pour 2021; le groupe englobe une variété de secteurs, de tailles d'entreprises et de liquidité des titres, mais tous partagent les trois critères suivants :

1. dividende ou rendement des distributions supérieur ou égal à 4%,
2. faible risque que les distributions soient instables / dividendes idéalement en croissance, et
3. penchant généralement positif concernant les perspectives de l'entreprise et/ou le cours de son titre.

Le rendement moyen de notre portefeuille All-Stars en 2021 est élevé (5.6%) et facilement financé dans tous les cas, car le ratio de distribution du portefeuille est de 63%, tandis que le rendement moyen des distributions (AFFO, FCF, EPS, etc.) est de 10.2%, ce qui signifie que les dividendes et les distributions ont une large marge pour croître avec le temps. Pour 2021, le portefeuille Dividend All-Stars est diversifié dans plusieurs secteurs, mais nous relevons qu'il y a une concentration plus élevée dans les sociétés spécialisées dans l'immobilier et les pipelines/services publics, qui représentent au total 11 titres sur 17 (65%) du

portefeuille de cette année. Pour les investisseurs en quête d'un revenu élevé, stable et prévisible, le portefeuille suivant reflète les actions de prédilection de FBN pour 2021 :

AltaGas (TSX : ALA), BCE (TSX : BCE), BSR REIT (TSX : HOM.U), Capital Power (TSX : CPX), FPI Propriétés de Choix (TSX : CHP.UN), Crombie REIT (TSX : CRR.UN), CT REIT (TSX : CRT.UN), Enbridge (TSX : ENB), Exchange Income Corp. (TSX : EIF), Keyera Corp. (TSX : KEY), Papiers Tissu KP (TSX : KPT), Mullen Group (TSX : MTL), Banque Royale du Canada (TSX : RY), Summit Industrial Income REIT (TSX : SMU.UN), TC Énergie (TSX : TRP), Transcontinental (TSX : TCL.A) et WPT Industrial (TSX : WIR.U).

Le portefeuille Dividend All-Stars de FBN (première publication en février 2020), a dégagé un rendement total sur la période de -9.3% (revenu de 4.1% et rendement du cours de -13.4%), inférieur à celui de l'indice composé S&P/TSX de 7.6% (revenu de 3.0% et rendement du cours de 4.6%). Les résultats de ce dernier étaient principalement attribuables aux rendements supérieurs des actions des secteurs de la technologie et des matériaux, en particulier au premier semestre de 2020, dont peu versent des dividendes et qui ne figurent habituellement pas dans le portefeuille orienté vers les titres versant des dividendes. Cependant, depuis sa création en 2012, le portefeuille Dividend All-Stars a dépassé l'indice composé S&P/TSX d'environ 140 pb en moyenne.

	Symb.	Cote du titre	Capitalisation boursière (M)	Actions e.c. (M)	Cours 3/1	Dernier quartier déclaré	Rendement actuel	FTDPAD			C/FTDA		BAIIA (M)			Dette Nette (M)		Dette nette/ BAIIA	Cours cible 12 mois	Δ		
								(A)	est.	est.	Ex1	Ex2	(A)	est.	est.	Ex1	Ex2				(M)	Ex1
								Dem. Ex.	Ex1	Ex2	Dem. Ex.	Ex1	Ex2	Dem. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1				Ex2	
Santé et biotechnologie																						
Akumin	AKU.U	RM	260.36	70.2	3.71u	3/2020	0.0%	0.26u	0.10u	0.14u	35.9	27.4	75.4u	80.2u	86.8u	8.9	8.2	472.4u	5.4	3.25u		
Andlauer Healthcare Group	AND	RM	1,530.59	38.4	39.90	4/2020	0.5%	0.81	1.08	1.29	37.1	30.9	78.9	96.1	105.5	17.9	16.1	208.6	2.0	38.00	↑	
CRH Medical	CRH	AO	350.88	71.5	4.91	3/2020	0.0%	0.41u	0.32u	0.46u	10.9	7.7	36.6u	26.8u	43.3u	12.1	7.5	70.1u	1.6	5.10	↑	
IMV Inc.	IMV	RM	299.91	67.1	4.47	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	1,372.82	39.9	34.43	4/2020	1.5%	1.17	1.24	1.31	27.8	26.4	88.0	100.0	105.4	15.4	14.5	147.9	1.4	42.75		
Knight Therapeutics	GUD	RS	680.51	130.9	5.20	3/2020	0.0%	0.16	0.15	0.25	28.0	16.8	(1.2)	20.2	38.1	16.4	8.7	-	-	6.75		
Medical Facilities Corp.	DR	RS	218.05	31.1	7.01	3/2020	4.0%	0.66u	1.00u	0.86u	5.2	6.2	54.9u	57.9u	54.2u	5.8	6.1	106.2u	2.4	7.75		
Theratechnologies	TH	RM	414.34	93.7	4.42	4/2020	0.0%	(0.15)u	0.06u	0.09u	55.7	37.8	(7.1)u	10.4u	13.0u	29.7	23.7	-	-	3.75		
Situations spéciales																						
K-Bro Linen	KBL	RM	406.66	10.6	38.50	3/2020	3.1%	2.04	2.23	2.51	17.2	15.3	39.5	42.7	47.8	11.9	10.6	102.3	2.1	40.00		
Just Energy Group	JE	RI	241.38	48.0	5.03	3/2021	0.0%	-2.04	2.25	1.35	2.2	3.7	185.8	160.1	166.2	4.3	4.2	452.1	2.7	1.75		
Rogers Sugar	RSI	RM	559.10	103.5	5.40	1/2021	6.7%	0.37	0.42	0.43	12.8	12.6	92.3	100.4	104.7	9.1	9.0	361.5	3.5	5.00		
Chemtrade Logistics Income Fund	CHE.UN	RM	658.71	93.2	7.07	4/2020	8.5%	0.52	0.78	1.06	9.1	6.7	265.3	309.5	333.4	6.8	6.1	1,371.8	4.1	6.50	↑	

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

u = dollars US

Source: Rapports des sociétés, FBN, Refinitiv



Jaeme Gloyn, CFA
Analyste
416 869-8042

Adjointe :
Julia Gul : 416 869-7495

Sélections

- › [Trisura Group](#)
- › [Element Fleet Management](#)

Récapitulatif des résultats du T4 2020

Trisura Group Ltd. (TSU : TSX) – Résultats du T4 et mise en marché aux États-Unis

TSU a annoncé au T4 un BPA dilué ajusté de \$0.96, en hausse de 68% en glissement annuel, battant les prévisions des analystes, soit \$0.74 (\$0.86 dans le cas de FBN). La croissance rapide des primes et du chiffre d'affaires a permis de battre le BPA prévisionnel de 30%, les activités au Canada et aux États-Unis ayant toutes deux affiché une croissance solide. Nous avons également présenté la direction de Trisura aux investisseurs américains. L'événement a renforcé l'histoire de croissance rapide de TSU et ses impératifs stratégiques pour 2021 : i) expansion dans les branches autorisées du secteur de l'assurance de façade aux États-Unis; ii) déploiement de l'entreprise américaine de cautionnement; iii) ciblage d'une structure de fonds propres plus sophistiquée. Notre cours cible passe à \$177 (auparavant \$161) avec une valorisation significative à la hausse, alors que la société continue à prouver qu'elle est une plateforme d'assurance de façade américaine. Nous réitérons la cote Rendement supérieur.

ECN Capital Corp. (ECN : TSX) – Exécution de la stratégie de croissance et perspective de hausse

ECN a annoncé un BPA ajusté de \$0.08, ce qui est à peu près conforme aux prévisions du consensus et de FBN, soit environ \$0.085. Nous considérons le trimestre très favorablement, car les unités d'exploitation sous-jacentes Service Finance et Triad ont toutes deux dépassé nos attentes en matière de chiffre d'affaires et de bénéfice de plus de 10%, résultats partiellement compensés par ceux de Kessler, qui ont été légèrement inférieurs, et des pertes supérieures au niveau du siège social. Les fondamentaux sous-jacents des trois unités d'exploitation restent solides, avec un net avantage pour Service Finance grâce à la plateforme « tout en un » améliorée et à la relation avec un détaillant de grande surface qui sera bientôt annoncée. Notre confiance dans les prévisions réitérées de US\$0.46 à US\$0.51 en 2021 (+56 % a/a) continue de croître. Nous avons augmenté notre ratio cible et notre cours cible pour refléter ce point de vue. Se négociant actuellement à environ 13 fois le BPA consensuel pour les DPM, nous continuons à penser que les actions d'ECN représentent une bonne valeur relative par rapport à la fourchette historique récente et à ses pairs les plus proches. Nous maintenons la cote Rendement supérieur.

Equitable Group. (EQB : TSX) – Un BPA supérieur aux prévisions et des perspectives solides stimulent la hausse des cibles de rentabilité

Au T4 2020, EQB a déclaré un BPA de base de \$3.98, en hausse de 23% en glissement annuel et 8% au-dessus des prévisions des analystes, soit \$3.70 (\$3.53 dans le cas de FBN). Les revenus autres que d'intérêt ont fait la différence, soutenus par des PPP plus faibles que prévu et compensés par des dépenses autres que d'intérêt supérieures. La VCPA a augmenté de 5% en glissement trimestriel, pour atteindre \$93.35, ce qui est supérieur aux prévisions des analystes, soit \$92.58 (\$92.47 dans le cas de FBN). Le RCP ajusté s'est établi à 17.5%. Pour l'avenir, la direction a réitéré de solides objectifs à moyen terme (croissance à deux chiffres du BPA ajusté et augmentation annuelle de 20 à 25% du dividende) et des cibles de rentabilité (RCP ajusté de 15 à 17%). En outre, EQB a également donné un aperçu du potentiel de croissance des branches Activités de décumulation, Banque EQB et Financement spécialisé. Compte tenu de résultats solides et de perspectives favorables, nous avons augmenté notre cours cible à \$160 (auparavant \$138). Nous réitérons la cote Rendement supérieur.

Home Capital Group. (HCG : TSX) – Résultats du T4 supérieurs aux prévisions; perspectives toujours favorables

HCG a déclaré un BPA ajusté de \$1.11, en hausse de 9% en glissement annuel (consensus : \$1.02 et FBN : \$0.99). La libération de réserves dans le portefeuille de prêts hypothécaires pour logements unifamiliaux et l'augmentation des revenus d'intérêts nets sur le portefeuille de base non titrisé ont fait la différence, partiellement compensée par des dépenses autres que d'intérêt plus élevées que prévu. Nous pensons que le multiple de négociation actuel de 1.0x par rapport à notre multiple de 1.2x reflète un point d'entrée attrayant, d'autant plus que, grâce à son énorme réserve de fonds propres excédentaires, HCG est en bonne posture pour tirer parti de l'éventuel allègement des restrictions imposées par le BSIF. Notre cours cible reste inchangé, soit \$42.

	Symb.	Cote du titre	Cap. bours. (Md)	Actions e.c. (M)	Cours 3/1	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B FE1	FE2	VCPA			C/VC FE1	FE2	Div. %	Cours cible 12 mois	Δ
							dernier exerc.	est. FE1	est. FE2			dernier trimest.	est. FE1	est. FE2					
Financement hypothécaire																			
Equitable Group	EQB	RS	2.34	16.9	138.52	12/2020	12.61	14.71	15.80	9.4	8.8	93.35	106.71	120.66	nmf	1.1	1.1%	160.00	↑
First National Financial	FN	RM	2.74	60.0	45.71	12/2019	3.02	3.90	3.75	11.7	12.2	7.74	7.80	9.45	5.9	4.8	4.6%	46.00	
Sagen MI Canada	MIC	AO	3.74	86.4	43.29	12/2020	5.33	4.81	5.28	9.0	8.2	44.85	47.51	50.63	0.9	0.9	5.0%	43.50	
Home Capital Group	HCG	RS	1.64	51.8	31.61	12/2020	3.55	4.38	5.24	7.2	6.0	32.42	36.57	41.20	0.9	0.8	0.0%	42.00	
Timbercreek Financial	TF	RM	0.72	81.1	8.93	12/2019	0.66	0.65	0.73	13.8	12.3	8.66	8.67	8.71	1.0	1.0	7.7%	9.00	
Financement spécialisé																			
ECN Capital	ECN	RS	1.99	242.3	8.20	12/2020	0.13	0.39	0.48	16.7	13.4	2.79	2.93	3.08	2.2	2.1	1.5%	10.50	↑
Element Fleet Management	EFN	RS	5.49	438.8	12.50	12/2019	0.36	0.76	0.86	16.5	14.5	7.34	7.41	7.78	1.7	1.6	2.1%	18.00	↑
goeasy	GSY	RS	1.94	14.8	131.02	12/2020	7.57	8.67	10.02	15.1	13.1	29.97	36.41	44.10	3.6	3.0	2.0%	141.00	↑
Brookfield Business Partners	BBU	RS	8.01	148.7	53.82	12/2020	NA	NA	NA	NA	NA	23.48	30.89	39.01	1.4	1.1	0.6%	50.00	↑
Entreprises de RH																			
Momeau Shepell	MSI	RS	2.3	70.0	32.84	12/2019	0.29	0.74	0.55	44.3	59.2	9.58	9.52	9.39	3.5	3.5	2.4%	36.00	
Bourses des valeurs																			
TMX Group	X	RM	6.85	56.2	121.88	12/2020	5.88	6.30	6.82	19.3	17.9	64.22	66.99	70.06	1.8	1.7	2.3%	142.00	↑
Assurance																			
Intact Financial Corp.	IFC	RS	20.66	143.0	144.43	12/2020	9.92	10.1	10.89	14.2	13.3	58.79	79.04	84.71	1.8	1.7	2.3%	200.00	↑
Trisura Group Ltd.	TSU	RS	1.27	10.3	123.68	12/2020	3.68	4.74	5.65	26.1	21.9	28.23	32.68	38.05	3.8	3.3	0.0%	177.00	↑
Fairfax Financial Holdings	FFH	RS	13.79	26.2	525.72	12/2020	4.97	43.04	40.87	9.6	10.2	442.17	484.81	517.06	0.9	0.8	2.4%	600.00	↑
Gestion d'actifs																			
Fiera Capital Corp.	FSZ	RM	1.10	103.8	10.63	12/2019	1.33	1.35	1.39	7.9	7.6	4.91	5.01	5.01	2.1	2.1	7.9%	11.50	

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

Source: Refinitiv, Rapports des sociétés, FBN

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



Michael Storry-Robertson
Adjoint
416 507-8007

Sélections

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

Enerflex Ltd.

Pour le T4, Enerflex a annoncé un BAIIA supérieur aux attentes, même après l'ajustement tenant compte de l'amélioration du traitement comptable des contrats de location-financement au cours de la période.

Alors que le BAIIA ajusté de \$52.8 millions a largement dépassé l'estimation consensuelle de \$35.4 millions, au cours du trimestre, EFX a réussi à prolonger deux contrats BOOM de 10 années supplémentaires, la propriété des équipements étant transférée au client à l'expiration du contrat. Les contrats ont été comptabilisés à titre de contrats de location-financement dans les résultats du T4, ce qui a nécessité la constatation de revenus d'environ \$64 millions au cours de la période. Bien que les marges de BAIIA associées aux contrats n'aient pas été communiquées, nous estimons qu'elles se situent dans la forte dizaine, ce qui reflète un BAIIA ajusté d'environ \$40 millions au T4, ce qui reste bien supérieur à l'estimation du consensus (\$35.4 millions) et à la nôtre (\$33.2 millions) (sans la SSUC). Les commandes des services techniques (ST) au T4 ont augmenté de 128% t/t, pour s'établir à \$52.7 millions, mais restent bien en dessous de la moyenne trimestrielle historique d'environ \$250 millions. C'est dire que, en raison de l'incertitude liée à la pandémie, le secteur pétrolier et gazier continue de favoriser une approche disciplinée en matière de dépenses d'investissement. EFX s'attend à ce que les revenus des ST en Amérique du Nord restent modestes tout au long du S1 2021, la récente hausse des prix des produits de base et l'augmentation des activités de forage pouvant se traduire par une reprise plus significative des commandes au S2 2021. Le carnet de commandes des ST a reculé à \$143 millions à la fin du trimestre, soit une baisse de 23% t/t. **Nous maintenons notre cote Rendement supérieur; notre cours cible de \$10.50 est fondé sur un ratio VE/BAIIA 2022e de 6.4x, ce qui correspond au ratio VE/BAIIA prévisionnel moyen historique d'EFX.**

Pason Systems Corp.

Au T4, Pason Systems a inscrit de solides résultats, fruit des compressions de coûts découlant des efforts de restructuration déployés en 2020.

Pason a annoncé un BAIIA ajusté de \$8.2 millions pour le T4 2020 (excluant une aide de \$2.2 millions provenant de la SSUC), bien au-dessus des \$3.7 millions prévus par le consensus et écrasant notre estimation de \$1.0 million (sans la SSUC). Alors que, au quatrième trimestre, le chiffre d'affaires bondissait de 42% t/t, les frais généraux et frais de vente et d'administration ainsi que les frais d'exploitation (combinés) ne gonflaient que de 2% t/t environ, ce qui s'est traduit par une augmentation des marges de BAIIA de près de 100%. Du fait que la direction a précédemment souligné que Pason avait la capacité d'absorber de revenus supplémentaires de l'ordre de \$50 à \$100 millions avec des marges de BAIIA ajusté supplémentaires de plus de 75% et que sa structure actuelle lui permet d'accommoder un environnement de 500 à 600 appareils de forage aux États-Unis, nous continuons à voir une marge considérable dans la structure de coûts existante puisqu'il y a environ 400 appareils de forage actuellement en activité aux États-Unis. Nous continuons à prévoir une amélioration progressive du nombre d'appareils de forage en Amérique du Nord tout au long de 2021 et de l'année suivante, ce qui ouvre la voie à un contexte macroéconomique plus constructif sur une base annuelle en 2022 (le nombre moyen d'appareils de forage aux États-Unis en 2022 devrait se situer autour de 550). **Notre cours cible de \$11.00 est basé par un ratio VE/BAIIA 2022e de 12.7x, ce qui constitue une prime par rapport au ratio VE/BAIIA prévisionnel moyen historique de PSI, soit 10.0x (ou bien en deçà des niveaux enregistrés entre 2015 et 2019), ce qui correspond à un BAIIA prévisionnel consensuel inférieur à \$70 millions. En raison de son bilan impeccable, y compris une dette consolidée nulle et une situation de trésorerie nette d'environ \$149 millions à la fin de 2020, nous maintenons notre cote Rendement supérieur.**

	Symb.	Cote du titre		Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 3/1	BAIIA (M)			VE/BAIIA			Dette nette BAIIA	12 mois cours		Δ
		titre	Δ				2019	2020e	2021e	2019	2020e	2021e	2020e	Target	Return	
Ag Growth International Inc.	AFN	RS		778.19	18.7	41.59	144.3	144.3	165.2	10.6	11.0	9.4	5.7	46.00	12%	
Enerflex Ltd.	EFX	RS		811.59	89.7	9.05	345.7	191.3	142.0	3.5	6.1	7.9	1.9	10.50	17%	↑
Mullen Group Ltd.	MTL	RS		1027.60	96.9	10.61	202.3	191.5	210.0	7.5	7.3	6.7	1.9	13.75	34%	
Pason Systems Corp.	PSI	RS		813.44	83.1	9.79	129.5	39.3	34.1	5.1	16.9	19.9	-3.8	11.00	14%	↑
Shawcor Ltd.	SCL	RS		360.52	70.4	5.12	136.4	29.1	100.8	5.6	22.3	6.5	9.9	6.00	17%	

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

US = dollars US

Source: Rapports des sociétés, Refinitiv, FBN



Zachary Evershed, CFA
Analyste
514 412-0021

—
Adjoint :
Thomas Bolland : 514 871-5013

Sélections

- › Savaria
- › Dexterra
- › Hardwoods Distribution

La belle affaire : l'acquisition transformatrice de Handicare (TSX : SIS)

Le 27 janvier, Savaria a annoncé une offre d'achat visant les actions de Handicare (HANDI : STO, non cotée) assortie d'un prix en espèces de SEK50.00 par action, ce qui, au total, représente une valeur d'entreprise de \$521 millions. HANDI a généré un chiffre d'affaires d'environ \$317 millions et un BAIIA ajusté d'environ \$36.9 millions en 2020. Si l'on inclut les économies réalisées par Handicare dans le cadre du programme Lift Up (+\$6 millions sur le BAIIA de 2020), l'acquisition représente un multiple de 12.1x, ou de 9.5x si l'on tient compte des synergies, ce qui inclut les économies au titre des coûts indirects et des coûts des produits vendus ainsi que les synergies de revenus tirés des ventes croisées. Si l'offre est acceptée, l'acquisition devrait être menée à terme avant la fin du mois d'avril.

Des secteurs d'activité et des zones géographiques très complémentaires

Handicare ressemble de façon frappante à Savaria. Elle est composée des trois mêmes secteurs d'activité, qui fournissent des services similaires. Toutefois, outre ces similitudes étonnantes, les deux sociétés divergent sur le plan de la segmentation géographique et de la spécialisation, divergence qui se traduit par une combinaison complémentaire attrayante. Sur le plan géographique, HANDI conclut la majeure partie de ses ventes en Europe (70%), le reste étant conclues en Amérique du Nord (29%) et ailleurs dans le monde (1%). L'entité issue du regroupement sera donc beaucoup plus présente en Europe que ne l'était Savaria, son exposition pro forma au marché européen s'élevant à 40%. En outre, si le profil de croissance du marché de 3 à 5% prévu dans le Nouveau Monde est légèrement plus attrayant que celui de 2 à 4% en Europe, la position de meneur de Handicare sur le marché européen et britannique est la bienvenue. Nous notons également que les champs d'expertise sont complémentaires. Dans le domaine de l'accessibilité, les monte-escaliers de premier ordre de HANDI rejoindront l'offre d'ascenseurs phare de Savaria, tandis que, dans le domaine de la prise en charge des patients, la gamme de produits de gestion de la pression offerte par Savaria aux établissements de SLD sera élargie par la gamme de plates-formes élévatrices pour patients offerte par Handicare, qui

visent principalement les établissements de soins aigus et bénéficie d'une importante plate-forme de vente et d'installation en Amérique du Nord.

Facilité de crédit renforcée et placement privé réussi

Pour régler le prix élevé de l'acquisition, Savaria a annoncé un placement privé de reçus de souscription d'un capital de \$100 millions auprès de preneurs fermes et un placement privé distinct de sous-reçus d'un capital de \$60 millions auprès de la CDPQ. Les deux placements ont ensuite été majorés à environ \$122 millions et \$69 millions, respectivement, pour un produit brut total d'environ \$191 millions à raison de \$15 le reçu, ce qui a donné lieu à l'émission de 12.7 millions de nouvelles actions (+24,9%). SIS a également obtenu une nouvelle facilité de crédit de \$600 millions, qui comprend un crédit-relais sur capitaux propres de \$200 millions pour le produit du placement privé. À la suite de l'acquisition, nous calculons un ratio dette nette/ BAIIA pro forma de 3.7x, qui recule à 3.1x à la fin de 2022.

Rendement supérieur et cours cible de \$18.50 (ratio VE/BAIIA 2022e de 12x)

Nous restons confiants dans la capacité de la direction à intégrer Handicare. Nous pensons que la gamme de monte-escaliers de HANDI dans les domaines de l'accessibilité et de la prise en charge de patients en Amérique du Nord est vraiment complémentaire pour Savaria. Selon nous, forte de l'expérience acquise dans le cadre de l'intégration de Garaventa et de Span, Savaria réalisera avec succès des synergies des ventes croisées, ce qui se traduira par une augmentation attrayante des FTD par action.

	Symb.	Cote du titre	Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 3/1	Dernier exerc. déclaré	BPA dilué			C/B		BAIIA (M)			VE/BAIIA		Div. %	Dette nette/ BAIIA Ex2	12 mois Cours cible	Δ
								(A)	est.	est.	Ex1	Ex2	(A)	est.	est.	Ex1	Ex2				
								Dern. Ex.	Ex1	Ex2			Dern. Ex.	Ex1	Ex2						
Alaris Equity Partners Income Trust	AD	R		R	R	R	12/2019	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	
Boyd Group Services Inc.	BYD	RS	↑	4,708.2	21.5	219.27	12/2019	4.99	2.43	4.06	90.4	54.1	319.9	292.4	358.4	18.5	15.5	0.3%	1.9	260.00	↑
CanWel Building Materials	CWX	RS		621.8	77.9	7.98	12/2019	0.22	0.70	0.57	11.4	14.1	86.2	133.7	121.3	6.8	7.6	6.0%	1.9	10.00	↑
Cascades	CAS	RS		1,775.8	101.0	17.58	12/2020	1.95	2.06	2.10	8.6	8.4	675.0	745.2	749.4	4.8	4.5	1.8%	2.2	22.50	
Dexterra Group Inc.	DXT	RS		391.8	64.9	6.04	12/2019	0.07	0.35	0.33	17.1	18.0	16.5	37.2	66.6	13.2	6.7	5.0%	1.7	8.50	
GDI Integrated Facility Services	GDI	RS		999.4	22.4	44.65	12/2019	0.31	1.85	1.57	24.2	28.3	77.5	101.5	109.2	11.4	10.7	0.0%	1.7	52.00	
Hardwoods Distribution	HDI	RS		603.8	21.4	28.20	12/2019	1.48	1.99	2.12	14.1	13.3	78.9	95.5	102.5	8.7	8.1	1.4%	1.7	39.00	↑
Intertape Polymer Group Inc.	ITP	RM		1,467.9	59.7	24.57	12/2019	0.99	1.41	1.42	13.9	13.8	172.1	201.0	211.4	8.3	7.7	3.2%	2.4	27.00	
KP Tissue	KPT	RS		106.8	9.7	10.99	12/2019	0.04	1.21	0.50	9.1	21.9	145.0	204.2	189.9	5.9	6.8	6.6%	3.6	15.00	
New Look Vision Group	BCI	RS		569.7	15.7	36.38	12/2019	1.67	1.09	1.50	33.3	24.3	56.4	78.8	95.7	11.0	8.8	0.0%	3.0	45.50	
Park Lawn Corporation	PLC	RS		910.5	29.9	30.41	12/2019	0.80	1.05	1.05	29.1	28.8	53.3	74.7	81.6	15.2	13.6	1.5%	2.3	33.50	
Richelieu Hardware	RCH	RM		2,122.0	56.3	37.69	11/2020	1.50	1.59	1.79	23.7	21.1	154.5	159.8	174.9	12.4	11.0	0.7%	0.1	37.50	↑
Savaria Corporation	SIS	R		932.1	51.1	18.25	12/2019	0.53	0.53	0.77	34.7	23.8	55.6	59.4	97.5	16.0	13.8	2.6%	0.5	18.50	↑
Uni-Sélect	UNS	RM		416.7	42.4	9.83	12/2020	(0.18)	0.54	0.84	18.2	11.7	88.8	119.7	134.7	6.8	5.8	0.0%	2.7	10.00	↑

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



Richard Tse
Analyste
416 869-6690

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

Sélections

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

Mauvais départ pour 2021

Si le secteur de la technologie a connu une année faste en 2020, à ce jour, il reste à la traîne du marché dans son ensemble. L'indice S&P de la technologie est en hausse de 0,09%, comparativement à 1,72% pour l'indice S&P 500. Au Canada, cependant, le tableau n'est pas tout à fait le même, l'indice TSX de la technologie étant en hausse de 9,11%, contre 4,03% pour l'indice TSX. Tandis que la saison de publication des résultats progresse, notre avis reste concordant avec nos prévisions exposées dans notre note *Hold Off into Reporting Season*. Selon nous, les attentes étaient élevées pour les titres du secteur au début de la période de publication des résultats. En effet, d'après nos estimations, les estimations étaient nettement supérieures même aux niveaux d'avant la pandémie, de sorte que le potentiel de les dépasser était faible. Et malgré le fait que beaucoup de titres du secteur de la technologie aient déjà publié des résultats supérieurs aux attentes aux États-Unis et au Canada, cela n'a pas suffi pour compenser la récente dynamique qui favorise les titres de valeur dans un contexte où le consensus anticipe de plus en plus une hausse des taux d'intérêt. Mais tout cela n'a rien changé à nos perspectives à long terme; nous continuons de croire que les investisseurs devraient miser de façon opportuniste sur les titres de croissance de qualité que nous suivons dans un contexte de forts replis. 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 continuerions d'accumuler de façon opportuniste des actions de certains de nos titres de croissance favoris tels que Docebo, Lightspeed, Kinaxis, Nuvei, Shopify et Real Matters et de compléter avec des titres qui font référence comme CGI et Open Text. Voici ci-dessous une mise à jour sur certains de nos titres auxquels nous attribuons le titre Rendement supérieur :

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 hautement efficace 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 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, si nous arrivons à dépasser le stade des mesures de confinement qui se succèdent de par le monde, nous sommes d'avis 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 reste l'un de nos titres favoris. Selon nous, il possède à la fois des attributs de défense et de croissance. Nous pensons que la pandémie actuelle sera une aubaine pour Kinaxis à long terme, même si nous reconnaissons qu'à brève échéance, la situation sanitaire a nui à la société. Que cela soit évident ou non, la gestion des chaînes d'approvisionnement est une technologie et un processus cruciaux dans le contexte actuel, et nous avons entendu dire que les occasions d'affaires se multiplient, ce qui n'a rien d'étonnant vu les difficultés auxquelles 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 reste selon nous la principale plateforme technologique pour le commerce électronique. La société a déclaré une valeur brute des marchandises record au T4, avec une croissance de 100% a/a. 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.

	Symb.	Cote du titre	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 3/1	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B		BAIIA (M)			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
Absolute Software Corp.	ABST	RM	1,025	52.1	19.68	2020	0.24u	0.22u	0.24u	NMF	NMF	27.4u	28.7u	29.4u	24.1	23.4	(0.8u)	0%	18.00	
Altus Group Limited	AIF	RS	2,313	40.6	57.00	2020	1.46	1.82	1.91	31.3	29.8	88.1	98.7	101.9	24.1	23.3	9.5u	28%	60.00	↑
CGI Inc.	GIB.A	RS	25,446	261.8	97.20	2020	4.68	5.40	5.80	18.0	16.8	2426.3	2732.7	2883.4	10.0	9.5	27.7	33%	120.00	
Constellation Software Inc.	CSU	RM	36,053	21.2	1,701.28	2020	27.84u	36.08u	44.00u	37.4	30.6	933.0u	1,194.7u	1,303.4u	24.0	22.0	42.6u	43%	1600.00	
Docebo Inc.	DCBO	RS	1,915	32.2	59.49	2019	(0.35u)	(0.06u)	0.02u	NMF	NMF	(5.7u)	(2.5u)	(0.8u)	NMF	NMF	1.4u	0%	70.00u	
EXFO Inc.	EXFO	RM	232u	54.6	4.25u	2020	0.01u	0.28u	0.38u	15.4	11.1	18.2u	29.8u	30.9u	7.9	7.6	3.2u	10%	3.50u	
Kinaxis Inc.	KXS	RS	4,867	27.8	175.30	2019	1.36u	1.16u	1.90u	NMF	NMF	57.7u	56.8u	81.0u	64.3	45.0	9.9u	0%	250.00	
Lightspeed POS	LSPD	RS	8,651u	119.9	72.16u	2020	(0.48u)	(0.51u)	(0.52u)	NMF	NMF	(21.7u)	(29.9u)	(48.7u)	NMF	NMF	5.4u	4%	90.00u	↑
Maxar Technologies Ltd.	MAXR	RM	3,304u	63.4	52.12u	2020	(3.02u)	3.59u	(1.71u)	14.5	NMF	416.0u	437.0u	451.7u	13.0	12.5	15.7u	71%	52.00u	↓
mdf commerce inc.	MDF	ER	326	22.7	14.35	2020	(0.03)	(0.20)	(0.09)	NMF	NMF	8.5	6.3	6.9	45.6	41.8	4.7u	11%	ER	
Nuvei Corporation	NVEI	RS	8,901	131.5	67.71	2019	(0.32u)	(0.04u)	0.89u	NMF	NMF	87.2u	157.8u	172.1u	44.8	41.1	8.8u	9%	85.00	
Open Text Corporation	OTEX	RS	12,491u	272.8	45.78u	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%	60.00u	
Pivotree Inc.	PVT	RS	284	26.6	10.66	2019	(0.03)	(0.02)	0.07	NMF	NMF	5.4	5.6	7.1	52.5	41.6	0.5	58%	14.00	
Real Matters Inc.	REAL	RS	1,449	88.5	16.38	2020	0.56u	0.81u	1.05u	16.0	12.3	72.2u	90.5u	116.9u	11.3	8.7	2.4u	0%	40.00	
Shopify Inc.	SHOP	RS	163,622u	124.9	1,309.94u	2020	0.30u	3.48u	4.68u	NMF	NMF	71.3u	364.2u	578.0u	NMF	NMF	49.5u	11%	1,650.00u	↑
Sierra Wireless Inc.	SWIR	RI	638u	36.4	17.53u	2020	(0.01u)	(1.16u)	(0.44u)	NMF	NMF	21.0u	(25.8u)	4.8u	NMF	124.1	9.4u	7%	15.00u	

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

u = dollars US

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

Technologies propres et développement durable

[Retour à la page « Études financières »](#)


Rupert Merer, P. ENG, CFA

Analyste
416 869-8008

Adjoints :

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

Sélections

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

Points saillants des sociétés

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

Innergex énergie renouvelable inc. **(INE : TSX; Rendement supérieur; cours cible de \$28.00)**

INE compte parmi les plus importants PÉ 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. Les résultats du T4 étaient positifs pour la plupart des actifs, mais on s'attend désormais à ce que les intempéries inhabituelles au Texas coûtent environ \$80 millions au T1

sur une base consolidée, ce qui représente plus de six mois de flux de trésorerie, mais seulement près de 2% de la capitalisation boursière d'INE. La situation au Texas pourrait bien étirer le ratio de distribution, mais INE jouit d'une visibilité sur sa croissance à court terme, et compte de ce fait sur une croissance d'environ 12% de son BAIIA normalisé en 2021. Notre cours cible, qui comprend \$3 par action au titre de la plus-value, est fondé sur des FTA à long terme établis par l'application d'un coût des capitaux propres de 5.25% sur les actifs en exploitation.

Northland Power Inc. **(NPI : TSX; Rendement supérieur; cours cible de \$52.00)**

Northland Power est propriétaire de centrales électriques au gaz naturel et aux énergies renouvelables d'une capacité opérationnelle de 2,266 MW (nets). La société a plusieurs projets de croissance en cours, dont un projet d'énergie solaire de 130 MW en construction au Mexique et un projet de parc éolien en mer de 626 MW (nets) à un stade avancé à Taiwan. L'acquisition d'EBSA, service public de distribution d'électricité en Colombie, a fait croître la durée moyenne des contrats de NPI grâce à des flux de trésorerie perpétuels et à une indexation de la base tarifaire sur l'inflation tout en offrant un potentiel de croissance des investissements dans la base tarifaire (avec une croissance du PIB de 3.5% et une croissance démographique rapide). Pour sa croissance, NPI vise le Japon et la Corée, marchés présentant de faibles facteurs de risque exogènes et un potentiel de parcs éoliens extracôtiers intéressant. Elle a conclu un protocole d'entente avec Shizen Energy au Japon en vue de constituer une coentreprise en parts égales et a acquis Dado Ocean en Corée pour poursuivre le développement de parcs éoliens extracôtiers. Les projets éoliens extracôtiers attirent les offres de partenariat et de fusion-acquisition, les récentes transactions valorisant les actifs avant construction entre US\$500,000/MW et US\$850,000/MW. Avec les résultats du T4, NPI a indiqué qu'elle étudiait la mise en valeur de projets éoliens de 1.8 GW à Taiwan, qui pourraient être candidats à des demandes de soumission l'année prochaine. Il faudrait attendre plusieurs années avant qu'ils n'entrent en service, et il faudrait probablement compter sur des partenariats, mais nous croyons que cette donnée témoigne encore de la capacité de NPI d'entreprendre de grands projets de croissance. Parmi les sociétés comparables, NPI pourrait avoir la meilleure visibilité sur sa croissance à

Technologies propres et développement durable

[Retour à la page « Études financières »](#)

rendement élevé, car ses projets potentiels se chiffrent à 4GW à 5GW sur les dix prochaines années. Pour 2021, la direction table sur un BAIIA ajusté de \$1.1 milliard à \$1.2 milliard et des FTD de l'ordre de \$1.30 à \$1.50 par action. Notre cours cible, qui comprend \$10 par action au titre de la plus-value, est fondé sur des FTA à long terme établis par l'application d'un coût des capitaux propres de 4.5% sur les flux de trésorerie d'exploitation.

Brookfield Infrastructure Partners L.P.

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

BIP est l'un des plus grands propriétaires et exploitants de réseaux d'infrastructures au monde, avec US\$51 milliards d'actifs dans quatre segments, à savoir les services publics, le transport, l'énergie et les infrastructures de données. Environ 95% de ses

entrées proviennent d'activités réglementées ou sous contrat, dont environ 75% sont indexées sur l'inflation et près de 65% ne sont pas soumis au risque de volume. BIP vise plus de \$2 milliards d'investissements de croissance par an au cours des trois à cinq prochaines années, principalement dans les infrastructures de données et énergétiques, avec un intérêt particulier pour les marchés développés; cette croissance doit être financée largement par le recyclage des fonds propres. BIP repose sur un bilan très sain (noté BBB+), avec un ratio de couverture des taux d'intérêt de plus de 20 et une échéance moyenne des dettes de huit ans, avec environ 90% de la dette à taux fixe et près de 85% sans recours. L'objectif à long terme de BIP est de dégager un rendement des fonds propres de 12% à 15% et d'offrir des distributions durables aux porteurs de parts, avec une croissance

annuelle des distributions de 5% à 9%. À la fin du dernier trimestre, BIP disposait de US\$3.7 milliards de liquidités, incluant celles des entités en exploitation. En outre, BIP devrait recevoir US\$415 millions de la vente d'une participation dans NGPL et US\$950 millions de la vente d'Enwave. BIP dispose de suffisamment de liquidités en vue de la transaction Inter Pipeline, actuellement composée de US\$1,200 millions en actions et US\$600 millions au comptant. Selon nous, BIP est sur le point d'atteindre ses objectifs d'investissement et pourrait investir plus de \$2 milliards cette année dans les segments des infrastructures de données, d'énergie et de transport. Notre cours cible, qui comprend \$7.00 par action de croissance au titre de la plus-value, est fondé sur des FTA à long terme établis par l'application d'un coût des capitaux propres de 5.5%.

Technologie énergétique	Symb.	Cote du titre	Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 03/01	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			Ventes par action				Valeur compt.	Ratio d'endet.	Cours cible				
								(A)	est.	est.	C/B		(A)				C/V		12 mois	Δ	
											Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1			Ex2	Dern. Ex.			Ex1
5N Plus	VNP	RS		373.1	82	4.57	12/2020	0.06u	0.18u	0.19u	33.6	31.3	2.14u	2.35u	2.38u	2.5	2.5	1.33u	0.22	5.25	↑
Algonquin Power	AQN	RS		9453.5u	601	15.74u	12/2019	0.63u	0.63u	0.65u	32.5	31.6	3.25u	2.99u	3.21u	6.8	6.4	8.67u	0.43	19.00u	
Atlantic Power	AT	AO		338.5u	118	2.88u	12/2019	(0.35)u	0.43u	0.43u	8.8	8.6	2.58u	2.44u	2.63u	1.5	1.4	1.02u	0.71	3.03u	
Ballard Power Systems	BLDP	RS	↑	7257.8u	244	29.79u	12/2019	(0.16)u	(0.19)u	(0.12)u	nmf	nmf	0.46u	0.39u	0.39u	nmf	nmf	1.91u	0.03	38.00u	
Boralex	BLX	RS	↑	4550.1	104	43.95	12/2020	0.56	0.87	0.89	65.8	64.1	6.44	7.28	7.30	7.9	7.8	9.57	0.68	50.00	↓
Brookfield Infrastructure	BIP	RS		23887.1u	465	51.37u	12/2019	1.34u	1.41u	1.42u	47.5	47.0	8.81u	10.30u	10.66u	6.5	6.3	44.40u	0.69	60.00u	
Brookfield Renewable	BEP	RM		27567.2u	645	42.71u	12/2019	0.00u	0.00u	0.00u	na	na	3.46u	3.49u	4.10u	15.9	13.5	24.27u	0.35	42.00u	
DIRTT Environmental Solutions	DRT	RS		209.2u	85	2.47u	12/2020	(0.13)u	(0.13)u	0.01u	nmf	nmf	2.03u	1.96u	2.45u	1.6	1.3	1.38u	0.00	3.00u	
GFL Environmental Inc.	GFL	RS		15432.4	384	40.17	12/2020	(1.61)	(0.34)	(0.25)	nmf	nmf	11.39	13.32	13.96	3.9	3.7	19.60	0.49	40.00	
Innergex	INE	RS		4247.7	175	24.24	12/2020	(0.22)	0.43	0.53	nmf	59.1	3.51	3.76	3.80	8.4	8.3	6.11	0.82	28.00	↓
Lithium Americas	LAC	RS		1734.9u	91	18.99u	12/2019	0.60u	(0.38)u	(0.21)u	nmf	nmf	0.05u	0.00u	0.00u	na	na	1.09	0.53	23.00u	
NanoXplore	GRA	RS		129.7	140	3.72	06/2019	(0.10)	(0.07)	(0.02)	nmf	nmf	0.55	0.46	0.43	10.4	11.4	0.50	0.38	5.00	↑
Northland Power	NPI	RS		8482.2	200	42.45	12/2020	1.79	1.37	1.17	40.2	47.3	10.31	10.41	10.09	5.3	5.5	9.91	0.80	52.00	
Pinnacle Renewable	PL	RS		367.4	33	10.97	12/2020	(0.15)	0.29	0.87	49.5	16.4	14.70	16.46	19.97	0.9	0.7	4.39	0.72	12.50	
Sigma Lithium	SGMA	RS		388.9	77	5.04	12/2019	(0.07)	(0.02)	(0.06)	nmf	nmf	0.00	0.00	0.00	na	na	0.30	0.16	6.25	
TransAlta Renewables	RNW	RM		5439.7	266	20.45	12/2019	0.68	0.36	0.57	nmf	46.5	1.69	1.63	1.70	16.3	15.7	8.30	0.23	21.00	
Xebee Adsorption	XBC	RS		847.4	108	7.87	12/2019	0.03	(0.04)	0.06	nmf	nmf	0.72	0.68	1.06	15.0	9.7	0.80	0.14	9.00	

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

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

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

u = dollars US

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

—

Adjoints :

Ahmed Abdullah : 514 879-2564

Luc Troiani, CFA : 416 869-6585

Sélections

- › Cineplex
- › Corus
- › BCE

Cineplex**Cineplex – L'exploitant s'apprête à profiter du thème de la reprise alors que les salles de cinéma commencent à rouvrir (à nouveau)**

Au début de l'année, nous avons mis à jour nos prévisions, compte tenu des reports de films prévus en 2021 et de la perspective de l'impact que la dynamique structurelle de l'exploitation des salles pourrait avoir en 2022. Nous resterons vigilants quant à une éventuelle contraction de la fréquentation des salles, dans un contexte de multiplication des options de diffusion en continu, des offres de vidéo à la demande avec plus-value (PVOD) et de réduction de la durée de l'exclusivité offerte par les salles, mais il se pourrait que nos prévisions pour l'année prochaine, moment où le retour à la nouvelle normalité est attendu, pèchent par excès de prudence. CGX a annoncé ses résultats pour 2020 le 11 février et nous accueillons la direction pour un événement marketing le 4 mars. L'accent est toujours mis sur la réduction des coûts et l'exploration des possibilités de monétisation. CGX a réduit ses effectifs de 130 personnes l'été dernier, réduction qui s'est traduite par des économies de \$12 millions, a mis fin à son contrat avec Topgolf, a ramené ses dépenses d'investissement à \$50 millions et a vendu des droits de concession restrictifs pour \$21 millions. Elle a réorganisé son programme de fidélisation SCENE et le partenariat qui s'y rapporte pour un produit de \$60 millions en décembre et a achevé la cession-bail de son siège social en janvier 2021 pour \$57 millions. Elle s'attend à ce que les pertes d'exploitation de 2020 déclenchent initialement un remboursement d'impôt de \$66 millions grâce à l'utilisation de reports de pertes. La facilité de crédit a été modifiée pour une troisième fois le 8 février. La vérification des engagements a été suspendue de nouveau de six mois, et ce jusqu'au T4 2021 (l'engagement, qui est de 3.75 fois le BAIIA trimestriel annualisé, va se contracter régulièrement de 25 pb pour atteindre 3.00x au T3 2022), l'allègement étant accordé sur la base de la réalisation d'un financement par billets garantis de deuxième rang (des billets à 7.50% d'un capital de \$250 millions ont été récemment émis dans le cadre d'une opération qui s'est conclue le 28 février). Après avoir renforcé la situation de trésorerie (qui est d'environ \$392 millions pro forma), tout en continuant à bénéficier des subventions

salariales et des efforts de réduction des loyers du gouvernement, la direction se tourne maintenant vers la réouverture complète de son circuit de salles au cours des prochaines semaines, dans un contexte de restrictions de capacité permanentes, et vers le lancement de nouveaux films par les studios. On prévoit commencer à présenter les grands films à succès en mai, puis accroître progressivement l'offre de films tout au long du S2 2021, pour aboutir à une année 2022 très chargée. Après que Cineworld a laissé tomber son projet d'acquiescer CGX en juin, les parties ont entamé des procédures juridiques, dans le cadre desquelles la cour a fixé l'audience en septembre. Tout règlement potentiel constituera une option d'achat pour les investisseurs. Notre cours cible est basé sur l'application d'un ratio VE/BAIIA implicite de 9x à notre VAN 2022E.

	Symb.	Cote du titre	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 3/1	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B		BAIIA (M\$)			V/E/BAIIA		Valeur compt.	Ratio d'endet.	Cours cible 12 mois	Δ
							(A) Dernier Ex	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	(A) Dernier Ex	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2				
Radiodiffusion et divertissement																				
Cineplex Inc.	CGX	RS	916	63.3	14.46	12/2020	(9.85)	(2.07)	(0.04)	NM	NM	-182.8	50.5	172.5	33.8	9.2	4.05	0.97	14.00	
Corus Entertainment Inc.	CJR.b	RS	1,163	208.4	5.58	08/2020	0.75	0.90	0.80	6.2	7.0	505.8	535.6	504.3	5.2	5.1	4.66	0.62	6.50	
WildBrain Ltd.	WILD	RM	549	169.3	3.24	06/2020	(0.64)	0.01	0.07	NM	NM	81.8	82.9	90.7	12.3	10.7	0.46	0.82	3.00	↑
Spin Master	TOY	RS	2,964	102.0	29.06	12/2019	0.90	0.61	1.26	37.8	18.3	219.0	170.9	252.1	13.4	8.8	7.96	-0.34	36.50	
Stingray Digital	RAY.a	RS	509	73.0	6.97	03/2020	0.74	0.93	0.95	7.5	7.3	118.1	120.5	125.7	7.1	6.4	3.92	0.59	9.00	
TVA Group Inc.	TVA.b	RM	94	43.2	2.18	12/2020	0.86	0.55	0.64	4.0	3.4	85.3	66.0	68.8	1.7	1.3	6.46	0.11	2.50	↑
Impression et édition																				
Thomson Reuters	TRI	RS	55,457	498.0	111.36	12/2020	1.85	2.03	2.68	43.4	32.9	1975.0	1904.9	2238.0	24.0	20.2	20.04	0.18	122.00	↑
Transcontinental Inc.	TCL.a	RS	1,880	87.0	21.60	10/2020	2.61	2.33	2.34	9.3	9.2	499.4	451.3	443.4	5.8	5.5	19.67	0.34	26.00	
Publicité et marketing																				
Yellow Pages	Y	RM	337	28.0	12.05	12/2020	2.28	2.19	2.20	5.5	5.5	129.4	116.0	105.0	2.2	2.0	NM	-0.05	13.00	
Télécommunications																				
BCE Inc.	BCE	RS	49,733	904.4	54.99	12/2020	3.02	3.15	3.48	17.5	15.8	9607.0	9956.5	10402.0	7.9	7.5	18.78	0.38	64.00	
Cogeco Communications Inc.	CCA	RS	5,559	47.9	116.03	08/2020	7.41	8.91	9.75	13.0	11.9	1148.7	1226.3	1278.0	6.5	6.0	56.55	0.50	126.00	
Quebecor Inc.	QBR.b	RS	8,243	249.1	33.09	12/2020	2.33	2.46	2.61	13.5	12.7	1952.6	1997.4	2058.1	6.7	6.3	4.47	0.84	40.00	↑
Rogers Communications Inc.	RCL.b	RS	27,998	504.9	55.45	12/2020	3.40	3.72	4.14	14.9	13.4	5857.0	6064.8	6365.0	7.2	6.7	18.96	0.46	70.00	
Shaw Communications	SJR.b	RS	11,476	513.0	22.37	08/2020	1.31	1.34	1.47	16.8	15.2	2391.0	2431.6	2493.0	7.0	6.6	12.02	0.47	28.00	
Telus Corp.	T	RS	33,540	1291.0	25.98	12/2020	0.95	1.00	1.06	26.0	24.5	5494.3	5955.5	5955.5	8.8	8.2	9.76	0.62	29.00	↑

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.

**Cameron Doerksen, CFA**

Analyste
514 879-2579

—
Adjoint :
Albert Matousek, MBA
514 390-7825

Sélections

- › TFI International
- › BRP Inc.
- › Héroux-Devtek

BRP Inc. : La dynamique devrait se poursuivre

BRP (DOO : TSX; Rendement supérieur, cours cible de \$102.00). Le titre BRP continue de s'apprécier en 2021 et, les ratios de valorisation ayant poursuivi leur expansion, nous pensons que le potentiel de hausse de l'action est accru, car nous attendons des résultats solides au T4 et les perspectives pour 2022 et au-delà sont positives.

La demande de réapprovisionnement des stocks devrait alimenter la croissance du chiffre d'affaires au moins jusqu'en 2022. À la fin du T3 de BRP, les stocks de ses distributeurs étaient en baisse de 53% a/a (total distributeurs plus inventaire de dépôt de BRP en repli de \$1.3 milliard sur un an) en raison d'une demande exceptionnellement solide dans le circuit de détail depuis le début de la pandémie. Pour référence, un réapprovisionnement des stocks de \$1.3 milliard correspondrait à plus de 20% du chiffre d'affaires annuel de BRP. Nous nous attendons donc à ce que la reconstitution des stocks soutienne largement le chiffre d'affaires tiré des ventes de gros de BRP au moins jusqu'à la fin de 2022, même en cas de ralentissement de la demande au détail.

Les gains de parts de marché se poursuivent à mesure que les nouveaux modèles sont lancés. Les ventes au détail de BRP en Amérique du Nord étaient en hausse de 16% a/a au T3, comparativement à environ 11% à 13% pour le secteur. Sans PWC, dont les ventes au détail ont diminué de plus de 50% en raison de stocks trop peu abondants à écouler, les ventes au détail de BRP étaient en hausse de 29%, contre près de 15% pour le secteur, ce qui signifie que la société continue de rafler des parts de marché. BRP continuera d'alimenter régulièrement le marché avec de nouveaux produits et devrait continuer ainsi de capter des parts de marché quelle que soit la conjoncture économique. En effet, BRP a récemment annoncé l'arrivée prochaine d'une version totalement redessinée de son véhicule de loisirs côte-à-côte Commander. Il s'agit d'un sous-segment du marché des VCC dans lequel BRP n'a pas investi récemment, de sorte qu'elle pourrait améliorer sa part globale sur le marché des VCC. Rappelons que BRP fait croître actuellement ses capacités de production de VCC d'environ 50% avec sa nouvelle usine qui doit entrer en production plus tard cette année. BRP a aussi annoncé qu'elle proposerait sa marque de

motoneiges Lynx, dont les produits sont destinés au marché européen, sur le marché nord-américain, ce qui devrait renforcer sa position déjà dominante sur le marché des motoneiges.

L'arrivée de nouveaux clients dans le secteur des sports motorisés a élargi le marché global. BRP note qu'environ 34% de ses clients au T3 étaient de nouveaux clients non initiés aux sports mécaniques (contre 20% environ habituellement). En outre, une bonne proportion de 72% de ces clients interrogés au T3 achetaient BRP pour la première fois. Nous pensons qu'il est probable qu'au moins une partie des nouveaux consommateurs de sports motorisés resteront actifs après la fin de la pandémie; nous en concluons que la taille du marché global de BRP a grossi.

Transport et produits industriels

	Symb.	Cote du titre	Actions		Cap. bours. (M)	Dernier exercice déclaré	BPA			FTDPAD				Cours cible		Ratio d'endet.	12 mois	Δ	
			e.c. (M)	Cours 3-1			(A)	est.	est.	C/B		(A)	est.	est.	C/FT				
										Ex1	Ex2				Ex1				Ex2
Air Canada	AC	RS	297	26.30	7,811	12/2020	-16.47	-10.23	-0.30	na	na	(5.47)	(4.07)	5.87	na	4.5x	na	26.00	
Bombardier Inc.	BBD.b	RM	2420	0.59	1,428	12/2020	-u0.47	-u0.15	-u0.01	na	na	-u1.32	-u0.21	u0.11	na	5.1x	na	0.70	↓
BRP Inc.	DOO	RS	90	95.70	8,575	01/2020	3.83	5.16	5.67	18.6x	16.9x	1.59	4.01	3.40	23.9x	28.2x	145%	102.00	↑
CAE Inc.	CAE	RM	273	37.98	10,367	03/2020	1.34	0.44	0.99	87.2x	38.3x	(80.30)	(80.00)	(90.00)	na	na	39%	41.00	↑
Canadian National Rail	CNR	RM	713	141.60	100,989	12/2020	5.31	5.98	6.87	23.7x	20.6x	8.47	8.99	10.01	15.8x	14.1x	39%	137.00	
Canadian Pacific Rail	CP	RM	135	467.08	62,962	12/2020	17.67	20.04	22.29	23.3x	21.0x	23.47	27.45	29.84	17.0x	15.7x	57%	445.00	
Cargojet Inc.	CJT	RS	16	175.45	2,736	12/2020	-5.63	5.33	6.31	32.9x	27.8x	9.41	7.27	5.84	24.1x	30.1x	76%	231.00	↓
Chorus Aviation Inc.	CHR	RM	162	4.41	714	12/2020	0.40	0.31	0.47	14.1x	9.3x	(1.50)	0.92	1.61	4.8x	2.7x	76%	4.75	↑
Exchange Income Corporation	EIF	RS	36	41.44	1,491	12/2020	1.31	1.42	2.44	29.1x	17.0x	5.66	5.94	7.17	7.0x	5.8x	62%	44.00	↑
Héroux-Devtek Inc.	HRX	RS	37	15.99	584	03/2020	1.00	0.74	0.74	21.6x	21.6x	2.26	1.78	2.00	9.0x	8.0x	33%	18.50	↑
NFI Group Inc.	NFI	RS	63	28.97	1,811	12/2019	u1.64	-u0.72	u0.63	na	36.4x	u0.99	-u0.01	u1.21	na	23.9x	68%	32.00	↓
Transat A.T. Inc.*	TRZ	R	38	5.17	195	10/2020	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R
TFI International Inc.	TFII	RS	93	91.79	8,571	12/2020	u3.30	u3.92	u5.12	18.5x	14.2x	u5.16	u5.15	u6.45	14.1x	11.2x	41%	110.00	↑

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

u = dollars US

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

Source: Rapports des sociétés, Refinitiv, FBN

Liste alphabétique des sociétés

SN Plus	VNP	67	Cenovus Energy	CVE	51	Great-West Lifeco	GWO	40	OceanaGold Corp	OGC	48	Tervita	TEV	54
Absolute Software Corp.	ABST	65	Centerra Gold Inc	CG	48	H&R REIT	HRUn	44	Open Text Corporation	OTEX	65	TFI International Inc.	TFI	71
Advantage Oil & Gas	AAV	51	CES Energy Solutions Corp.	CES	51	Hardwoods Distribution	HDI	63	Osisko Development	ODV	48	Theratechnologies	TH	57
Adventus Mining	ADZN	46	CGI Inc.	GIB.A	65	Headwater Exploration	HWX	51	Osisko Gold Royalties Ltd	OR	48	Thomson Reuters	TRI	69
Aecon Group	ARE	56	Chartwell Retirement Residences	CSH.un	44	Héroux-Devtek Inc.	HRX	71	Osisko Mining	OSK	48	Tidewater Midstream	TWM	54
Ag Growth International Inc.	AFN	61	Chemtrade Logistics Income Fund	CHEUN	57	Home Capital Group	HCG	59	Ovintiv Inc (US\$)	OVV	51	Timbercreek Financial	TF	59
Agnico-Eagle Mines Ltd	AEM	48	Choice Properties REIT	CHPun	44	Hudbay Minerals	HBM	46	Pan American Silver	PAAS	48	TMX Group	X	59
Air Canada	AC	71	Chorus Aviation Inc.	CHR	71	Hydro One Ltd.	H	54	Paramount Resources	POU	51	Topaz Energy	TPZ	51
Akumin	AKU.u	57	CIBC	CM	40	IAMGOLD Corp	IMG	48	Parex Resources	PXT	51	Toromont Industries Ltd.	TIH	56
Alamos Gold Inc	AGI	48	Cineplex Inc.	CGX	69	IBI Group Inc.	IBG	56	Park Lawn Corporation	PLC	63	Tourmaline Oil	TOU	51
Alaris Equity Partners Income Trust	AD	63	Cogeco Communications Inc.	CCA	69	Imperial Oil	IMO	51	Parkland Fuel Corporation	PKI	42	TransAlta	TA	54
Algonquin Power	AGN	67	Cominar REIT	CUF.un	44	IMV Inc.	IMV	57	Pason Systems Corp.	PSI	61	TransAlta Renewables	RNW	67
Alio Gold Inc.	ALO	48	Constellation Software Inc.	CSU	65	Industrielle Alliance	IAG	40	Pembina Pipelines	PPL	54	Transat A.T. Inc.	TRZ	71
Alithya Group Inc.	ALYA	65	Copper Mountain Mining	CMMC	46	Innervex	INE	67	PetroShale	PSH	51	Transcontinental Inc.	TCL.a	69
Allied Properties REIT	APun	44	Corus Entertainment Inc.	CJR.b	69	Inovalis REIT	INO.un	44	Peyto Exploration & Development	PEY	51	Trevali Mining	TV	46
AltaGas	ALA	54	Couche Tard	ATD.b	42	Intact Financial Corp.	IFC	59	Pinnacle Renewable	PL	67	Trican Well Services	TCW	51
AltaGas Canada Inc.	ACI	54	Crescent Point Energy Corp.	CPG	51	Integra Resources Corp.	ITR	48	Pipestone Energy	PIPE	51	Tricon Capital Group	TCN	44
Altus Group Limited	AIF	65	Crew Energy	CR	51	Inter Pipeline	IPL	54	Pivotree Inc.	PVT	65	Trilogy Metals	TMQ	46
American Hotel Income Properties	HOT.un	44	CRH Medical	CRH	57	InterRent REIT	IIP.un	44	PrairieSky Royalty	PSK	51	Trisura Group Ltd.	TSU	59
Andlauer Healthcare Group	AND	57	Crombie REIT	CRR.un	44	Intertape Polymer Group Inc.	ITP	63	Precision Drilling Corp.	PD	51	TVA Group Inc.	TVA.b	69
ARC Resources Ltd.	ARX	51	CT REIT	CRT.un	44	Invesque	IVQu	44	Premium Brands Holdings	PBH	42	Uni-Sélect	UNS	63
Argonaut Gold Inc.	AR	48	Dexterra Group Inc.	DXT	63	Jamieson Wellness	JWEL	57	Pretium Resources	PVG	48	Veresen Inc.	VSN	54
Artemis Gold Inc.	ARTG	48	DIRTT Environmental Solutions	DRT	67	Josemaria Resources	JOSE	46	Pure Gold Mining Inc.	PGM	48	Vermilion Energy Inc.	VET	51
Artis REIT	AX.un	44	Docebo Inc.	DCBO	65	Just Energy Group	JE	57	Quebecor Inc.	QBR.b	69	Wesdome Corp.	WDO	48
ATCO Ltd.	ACO	54	Dollarama	DOL	42	K92 Mining Inc.	KNT	48	Real Matters Inc.	REAL	65	Wheaton Precious Metals Corp	WPM	48
Atlantic Power	AT	67	DREAM Industrial REIT	DIR.un	44	K-Bro Linen	KBL	57	Richelieu Hardware	RCH	63	Whitecap Resources	WCP	51
ATS Automation	ATA	56	DREAM Office REIT	Dun	44	Kelt Exploration	KEL	51	RioCan REIT	REUn	44	WildBrain Ltd.	WILD	69
AuRico Metals Inc	AMI.TO	48	Dundee Precious Metals	DPM	48	Keyera	KYP	54	Ritchie Bros. Auctioneers	RBA	56	WPT Industrial REIT	WIRU-T	44
AutoCanada	ACQ	56	ECN Capital	ECN	59	Killam Apartment REIT	KMP.un	44	Rogers Communications Inc.	RCL.b	69	WSP Global	WSP	56
Automotive Properties REIT	APR.un	44	Eldorado Gold Corp	ELD	48	Kinaxis Inc.	KXS	65	Rogers Sugar	RSI	57	Xebec Adsorption	XBC	67
B2Gold	BTO	48	Element Fleet Management	EFN	59	Kinross Gold Corp	K	48	Roots Corporation	ROOT	42	Yamana Gold Inc	YRI	48
Ballard Power Systems	BLDP	67	Emera Inc.	EMA	54	Kirkland Lake Gold Corp	KL	48	Royal Gold Inc	RGLD	48	Yangarra Resources	YGR	51
Banque Canadienne de l'Ouest	CWB	40	Empire Company	EMPa	42	Knight Therapeutics	GUD	57	Sabina Gold and Silver Corp.	SBB	48	Yellow Pages	Y	69
Banque de Montréal	BMO	40	Enbridge Inc.	ENB	54	KP Tissue	KPT	63	Sagen MI Canada	MIC	59			
Banque Laurentienne	LB	40	Enbridge Income Fund	ENF	54	Lassonde	LAS.a	42	Sandstorm Gold Ltd	SSL	48			
Banque Nationale	NA	40	Endeavour Mining	EDV	48	Liberty Gold Corp	LGD	48	Saputo	SAP	42			
Banque Royale du Canada	RY	40	Enerflex Ltd.	EFX	61	Lightspeed POS	LSPD	65	Savaria Corporation	SIS	63			
Banque Scotia	BNS	40	Enerplus Corporation	ERF	51	Lithium Americas	LAC	67	Secure Energy	SES	54			
Banque Toronto-Dominion	TD	40	Equinox Gold Corp	EQX	48	Loblaw	L	42	Seven Generations	VII	51			
Barrick Gold	ABX	48	Equitable Group	EQB	59	Lundin Gold Inc.	LUG	48	Shaw Communications	SJR.b	69			
Barsele Minerals Corp.	BME	48	ERES REIT	ERE.un	44	Lundin Mining	LUN	46	Shawcor Ltd.	SCL	61			
Baytex Energy	BTE	51	Ero Copper	ERO	46	MAG Silver Corp	MAG	48	Sherritt International	S	46			
BCE Inc.	BCE	69	Exchange Income Corporation	EIF	71	Marathon Gold Corp.	MOZ	48	Shopify Inc.	SHOP	65			
Birchcliff Energy	BIR	51	EXFO Inc.	EXFO	65	MAV Beauty Brands	MAV	42	Sienna Senior Living	SIA	44			
Bird Construction Inc.	BDT	56	Extencicare	EXE	44	Maverix Metals Inc	MMX	48	Sierra Wireless Inc.	SWIR	65			
Bluestone Resources Inc.	BSR	48	Fairfax Financial Holdings	FFH	59	Maxar Technologies Ltd.	MAXR	65	Sigma Lithium	SGMA	67			
Boardwalk REIT	BEI.un	44	Falco Resources Ltd.	FPC	48	mdf commerce inc.	MDF	65	SilverCrest Metals	SIL	48			
Bombardier Inc.	BBD.b	71	Fiera Capital Corp.	FSZ	59	Medical Facilities Corp.	DR	57	Slate Office REIT	SOT.un	44			
Boralex	BLX	67	Filo Mining	FIL	46	MEG Energy	MEG	51	Sleep Country Canada	ZZZ	42			
Boyd Group Services Inc.	BYD	63	Financière Manuvie	MFC	40	Metro	MRU	42	SmartCentres REIT	SRU.un	44			
Brookfield Business Partners	BBU	59	Financière Sun Life	SFL	40	Minera Alamos	MAI	48	SNC-Lavalin	SNC	56			
Brookfield Infrastructure	BIP	67	Finning International Inc.	FTT	56	Minto Apartment REIT	MLun	44	Spartan Delta	SDE	51			
Brookfield Renewable	BEP	54	First Capital REIT	FCR	44	Morneau Shepell	MSI	59	Spin Master	TOY	69			
Brookfield Renewable	BEP	67	First Majestic Silver Corp	FR	48	MTY Food Group	MTY	42	SSR Mining Inc	SSRM	48			
BRP Inc.	DOO	71	First National Financial	FN	59	Mullen Group Ltd.	MTL	61	Stantec Inc.	STN	56			
BSR REIT	HOM.un	44	First Quantum Minerals	FM	46	NanoXplore	GRA	67	Stelco	STLC	56			
BTB REIT	BTB.un	44	Flagship Communities REIT	MHCu	44	National Energy Services Reunited	NESR	51	Stella-Jones	SJ	56			
CAE Inc.	CAE	71	Fortis Inc.	FTS	54	Nevada Copper	NCU	46	Stingray Digital	RAY.a	69			
Canadian National Rail	CNR	71	Fortuna Silver Mines Inc	FVI	48	New Gold Inc	NGD	48	StorageVault Canada	SVI.V	44			
Canadian Natural Resources	CNQ	51	Franco-Nevada Corp	FNV	48	New Look Vision Group	BCI	63	Storm Resources	SRX	51			
Canadian Pacific Rail	CP	71	Freehold Royalties	FRU	51	Newmont	NGT	48	Summit Industrial	SMU.un	44			
Canadian Tire	CTC.a	42	GDI Integrated Facility Services	GDI	63	Nexa Resources	NEXA	46	Suncor Energy	SU	51			
Canadian Utilities	CJ	54	GFL Environmental Inc.	GFL	67	NFI Group Inc.	NFI	71	Superior Plus	SPB	54			
CanWel Building Materials	CWX	63	Gibson Energy	GEI	54	North American Construction Group Ltd.	NOA	56	Surge Energy	SGY	51			
CAP REIT	CAR.un	44	Gildan	GIL	42	Northland Power	NPI	67	Tamarack Valley Energy	TVE	51			
Capital Power	CPX	54	goeasys	GSY	59	NorthWest H.P. REIT	NWH.un	44	Taseko Mines	TKO	46			
Capstone Mining	CS	46	Golden Star Resources	GSC	48	Nuvei Corporation	NVEI	65	TC Energy Corp.	TRP	54			
Cargojet Inc.	CJT	71	Goodfood Market	FOOD	42	NuVista Energy	NVA	51	Teck Resources	TECKb	46			
Cascades	CAS	63	Granite REIT	GRT.un	44	O3 Mining Inc.	OIII	48	Telus Corp.	T	69			

Succursales

Ancaster • 911, Golf Links Road, Suite 201, Ancaster, ON, L9K 1H9 • 905-648-3813
Baie-Comeau • 600, Boul. Lafèche, bureau 340-B, Baie-Comeau, QC, G5C 2X8 • 418-296-8838
Barrie • 126 Collier Street, Barrie, ON, L4M 1H4 • 705-719-1190
Beauce • 11333, 1^{re} Avenue, bureau 200, Saint-Georges, QC, G5Y 2C6 • 418-227-0121
Bellevue West Van • Suite #209, 1455 Bellevue Avenue, West Vancouver, BC, V7T 1C3 • 604-925-3734
Berthierville • 779, rue Notre-Dame, Berthierville, QC, J0K 1A0 • 450-836-2727
Bin-Scarth • 24 Binscarth Rd, Toronto, ON, M4W 1Y1 • 416-929-6432
Brampton • 10520 Torbram Road (at Sandalwood Parkway), Brampton, ON, L6R 2S3 • 905-456-1515
Brandon • 633-C, 18th Street, Brandon, MB, R7A 5B3 • 204-571-3200
Calgary • 239 8th Ave., SW, Suite 100, Calgary, AB, T2P 1B9 • 403-476-0398
Calgary - Southport • 10655 Southport Road SW, Suite 1100, Southland Tower, Calgary, AB, T2W 4Y1 • 403-301-4859
Chatham • 380 St. Clair, Street, Chatham, ON, N7L 3K2 • 519-351-7645
Chicoutimi • 1180, boulevard Talbot, Suite 201, Chicoutimi, QC, G7H 4B6 • 418-549-8888
Collingwood • 108 Hurontario Street, Collingwood, ON, L9Y 2L8 • 705-446-0255
DIX30 • 9160, boulevard Leduc, Bureau 710, Brossard, QC, J4Y 0E3 • 450-462-2552
Drumheller • 356 Centre Street, PO Box 2176, Drumheller, AB, T0J 0Y0 • 403-823-6857
Drummondville • 595, boulevard Saint-Joseph, Bureau 200, Drummondville, QC, J2C 2B6 • 819-477-5024
Duncan • 2763 Beverly Street, Suite 206, Duncan, BC, V9L 6X2 • 250-715-3050
Edmonton • 10175 – 101 Street NW, Suite 1800, Edmonton, AB, T5J 0H3 • 780-412-6600
Edmonton-North • TD Tower, 10088 – 102 Avenue, Suite No. 1701, Edmonton, AB, T5J 2Z1 • 780-421-4455
Fredericton/NB • 551 King Street, Fredericton, NB, E3B 4Z9 • 506-450-1740
Gatineau • 920, St-Joseph, Bureau 100, Hull-Gatineau, QC, J8Z 1S9 • 819-770-5337
Granby • 150, rue St-Jacques, Bureau 202, Granby, QC, J2G 8V6 • 450-378-0442
Halifax • Purdy's Wharf Tower II, 1969 Upper Water Street, Suite 1601, Halifax, NS, B3J 3R7 • 902-496-7700
Halifax-Spring Garden • 400-5657 Spring Garden Road, Parklane Terraces, Halifax, NS, B3J 3R4 • 902-425-1283
Joliette • 40, rue Gauthier Sud, Bureau 3500, Joliette, QC, J6E 4J4 • 450-760-9595
Kelowna • 1631 Dickson Ave. Suite 1710, Landmark 6, Kelowna, BC, V1Y 0B5 • 250-717-5510
Lac-Mégantic • 3956, rue Laval, suite 100, QC, G6B 2W9 • 819-583-6035
Laval • 2500, boulevard Daniel Johnson, Bureau 610, Laval, QC, H7T 2P6 • 450-686-5700
Lethbridge • 404, 6th Street South, Lethbridge, AB, T1J 2C9 • 403-388-1900
Lévis • 1550, boulevard Alphonse-Desjardins, Bureau 110, Lévis, QC, G6V 0G8 • 418-838-0456
London Pall Mall • 256 Pall Mall Street, Suite 201, London, ON, N6A 5P6 • 519-439-6228
London-City Centre • 802-380 Wellington Street, London, ON, N6A 5B5 • 519-646-5711
Metcalfe • 1155, rue Metcalfe, Suite 1450, Montréal, QC, H3B 2V6 • 514-879-4825
Mississauga • 350, Burnhamthorpe road West, Suite 603, Mississauga, ON, L5B 3J1 • 905-272-2799
Moncton • 735 Main Street, Suite 300, Moncton, NB, E1C 1E5 • 506-857-9926
Mont Saint-Hilaire • 450 boul. Sir-Wilfrid-Laurier local 208, Mont-St-Hilaire, Qc. J3H 3N9 • 450-467-4770
Mont-Tremblant • 1104, rue de Saint-Jovite, 2^e étage, Mont-Tremblant, QC, J8E 3J9 • 450-569-3440
Montréal International • 1, Place Ville-Marie, Bureau 1700, Montréal, QC, H3B 2C1 • 514-879-5576
Montréal L'Acadie • 9001, boulevard de l'Acadie, Bureau 802, Montréal, QC, H4N 3H5 • 514-389-5506
North Bay • 680 Cassells Street, Suite 101, North Bay, ON, P1B 4A2 • 705-476-6360
Oak Bay • #220 - 2186 Oak Bay Avenue, Victoria, BC, V8R 1G3 • 250-953-8400
Oakville • 305 Church Street, Oakville, ON, L6J 7T2 • 905-849-3558
Oshawa • 575 Thornton Road North, Oshawa, ON, L1J 8L5 • 905-433-0210
Ottawa • 50 O'Connor Street, Suite 1602, Ottawa, ON, K1P 6L2 • 613-236-0103
Outremont • 1160, boulevard Laurier Ouest, App. 1, Outremont, QC, H2V 2L5 • 514-276-3532
Owen Sound • 1717 2nd Ave. E., Suite 202, Owen Sound, ON, N4K 6V4 • 519-372-1277
Peterborough • 201 George Street North, suite 401, Peterborough, ON, K9J 3G7 • 705-740-1110
Plessisville • 1719, rue St-Colixte, Plessisville, QC, G6L 1R2 • 819-362-6000
Kirkland • 16,766 Route Transcanadienne, bureau 503, Kirkland, QC, H9H 4M7 • 514-426-2522
PVM Montréal • 1, Place Ville-Marie, Bureau 1700, Montréal, QC, H3B 2C1 • 514-879-5200
Québec • 500, Grande-Allée Est, Bureau 400, Québec, Qc, G1R 2J7 • 418-649-2525
Québec - Sainte-Foy • Place de la Cité, 2600, boulevard Laurier, Bureau 700, Québec, QC, G1V 4W2 • 418-654-2323
Red Deer • 4719 48th Avenue, Suite 200, Red Deer, AB, T4N 3T1 • 403-348-2600

Regina • 2075, Prince Of Wales Drive, Suite 305, Regina, SK, S4V 3A3 • 306-781-0500
Repentigny • 534, rue Notre-Dame, Bureau 201, Repentigny, QC, J6A 2T8 • 450-582-7001
Richmond • 135-8010 Saba Road, Richmond, BC, V6Y 4B2 • 604-658-8050
Richmond Hill • 9130 Leslie Street, Suite 200, Richmond Hill, ON, L4B 0B9 • 416-753-4016
Rimouski • 127, boulevard René-Lepage Est, Bureau 100, Rimouski, QC, G5L 1P1 • 418-721-6767
Rivière-du-Loup • 10, rue Beaubien, Rivière-du-Loup, QC, G5R 1H7 • 418-867-7900
Rouyn-Noranda • 104, 8^e rue, Rouyn-Noranda, QC, J9X 2A6 • 819-762-4347
Saint John • 69 King Street, 2nd floor, St-John, NB, E2L 1G5 • 506-642-1740
Sainte-Marie-de-Beauce • 249, Du Collège, Bureau 100, Ste-Marie, QC, G6E 3Y1 • 418-387-8155
Saint-Félicien • 1120, boulevard Sacré-Cœur, Saint-Félicien, QC, G8K 1P7 • 418-679-2684
Saint-Hyacinthe • 1355, rue Daniel-Johnson Ouest, bureau 4100, Saint-Hyacinthe, QC, J2S 8W7 • 450-774-5354
Saint-Jean-sur-Richelieu • 395, boul. du Séminaire Nord, Suite 201, Saint-Jean-sur-Richelieu, QC, J3B 8C5 • 450-349-7777
Saint-Jérôme • 265, rue St-George, Suite 100, Saint-Jérôme, QC, J7Z 5A1 • 450-569-8383
Saskatoon - 8th St. • 1220 8th Street East, Saskatoon, SK, S7H 0S6 • 306-657-3465
Sept-Îles • 805, boulevard Laure, Suite 200, Sept-Îles, QC, G4R 1Y6 • 418-962-9154
Shawinigan • 550 Avenue De la Station, bureau 200, Shawinigan, QC, G9N 1W2 • 819-538-8628
Sherbrooke • 1802, rue King Ouest, Suite 200, Sherbrooke, QC, J1J 0A2 • 819-566-7212
Sidney • 2537, Beacon Avenue, Suite 205, Sidney, BC, V8L 1Y3 • 250-657-2200
Sorel • 26, Pl. Charles-de-Montmagny, Suite 100, Sorel, QC, J3P 7E3 • 450-743-8474
St. Catharines • 40 King Street, St. Catharines, ON, L2R 3H4 • 905-641-1221
Sudbury • 10 Elm Street, Suite 501, Sudbury, ON, P3C 1S8 • 705-671-1160
Thedford Mines • 222, boulevard Frontenac Ouest, bureau 107, Thedford Mines, QC, G6G 6N7 • 418-338-6183
Thunder Bay • 979, Alloy Dr, Suite 104, Thunder Bay, ON, P7B 5Z8 • 807-683-1777
Toronto 1 • Exchange Tower, 130 King Street West, Suite 3200, Toronto, ON, M5X 1J9 • 416-869-3707
Toronto Midtown • 22 St. Clair Ave East, suite 1202, Toronto, ON, M4T 2S5 • 416-507-8870
Trois-Rivières • 7200, rue Marion, Trois-Rivières, QC, G9A 0A5 • 819-379-0000
Val d'Or • 840, 3^e avenue, Val d'Or, QC, J9P 1T1 • 819-824-3687
Valleyfield • 1356, boulevard Monseigneur-Langlois, Valleyfield, QC, J6S 1E3 • 450-370-4656
Vancouver - PB1859 • 1076 Alberni Street, Suite 201, Vancouver, BC, V6A 1A3 • 778-783-6420
Vancouver 1 • 475 Howe Street, Suite 3000, Vancouver, BC, V6C 2B3 • 604-623-6777
Victoria • 700-737 Yates Street, Victoria, BC, V8W 1L6 • 250-953-8400
Victoria - Fort • 1480 Fort Street, Victoria, BC, V8S 1Z5 • 250-475-3698
Victoriaville • 650, boulevard Jutras Est, Bureau 150, Victoriaville, QC, G6S 1E1 • 819-758-3191
Waterloo • 180 King Street South, Suite 701, Waterloo, ON, N2J 1P8 • 519-742-9991
White Rock • 2121 160th Street, Surrey, BC, V3Z 9N6 • 604-541-4925
Windsor • 1 Riverside Drive West, Suite 600, Windsor, ON, N9A 5K3 • 519-258-5810
Winnipeg • 200 Waterfront Drive, Suite 400, Winnipeg, MB, R3B 3P1 • 204-925-2250
Yorkton • 89 Broadway Street West, Yorkton, SK, S3N 0L9 • 306-782-6450

International

NBF Securities UK

(Regulated by
The Financial Services Authority)
71 Fenchurch Street, 11th floor
London, England EC3M 4HD
Tél.: 44-207-680-9370
Tél.: 44-207-488-9379

New York

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

National Bank of Canada Financial Inc.

New York

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

Membre de

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

Bureau corporatifs

Montréal Financière Banque Nationale

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

Toronto National Bank Financial

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

Canada (Sans frais)

1 800 361-8838
1 800 361-9522

États-Unis (Sans frais)

1 800 678-7155

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

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

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

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

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

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

FBN est membre du Fonds canadien de protection des épargnants.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Des conflits d'intérêts concernant NBCFMA ou les activités de membres de son groupe sont possibles. Ces activités et intérêts comprennent des intérêts multiples en termes de 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 livraient à une activité réglementée à Hong Kong; (iii) ni commercialiser activement leurs services auprès du public de Hong Kong.

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



**BANQUE NATIONALE
DU CANADA**

MARCHÉS FINANCIERS