

AVRIL 2022

VISI N

Mensuel
économique
et financier



**BANQUE NATIONALE
DU CANADA**

MARCHÉS FINANCIERS

Études financières

Économie et Stratégie

Bureau Montréal

Stéfane Marion 514 879-3781
Économiste et stratège en chef

Matthieu Arseneau 514 879-2252
Chef économiste adjoint

Kyle Dahms 514 879-3195
Économiste

Alexandra Ducharme 514 412-1865
Économiste

Angelo Katsoras 514 879-6458
Analyste géopolitique

Daren King 514 412-2967
Économiste

Jocelyn Paquet 514 412-3693
Économiste

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

Baltej Sidhu 403 290-5627
Adjoint : Josh Turanich 403 290-5625

FNB et produits financiers

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

Immobilier

Matt Kornack 416 507-8104
Adjoint : Anthony Bogdan 416 869-7935
Tal Woolley 416 507-8009

Métaux et minerais

Don DeMarco 416 869-7572
Adjointe : Yi Liu 416 869-8524

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 41 869-8511
Adjoint : Andrew Dusome 416 507-8177

Rabi Nizami 416 869-7925

Pétrole et gaz

› Moyennes sociétés et services pétroliers

Dan Payne 403 290-5441
Adjoint : Nick Stevenson 403 441-0928

› Grandes capitalisations

Travis Wood 403 290-5102
Adjoint : Logan Fisher 403 441-0933
Adjoint : Jacob Swan 403 290-5445

Pipelines, services publics et infrastructures

Patrick Kenny 403 290-5451
Adjoint : William Duforest 403 441-0952

Produits industriels

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

Santé et biotechnologie

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

Services financiers diversifiés

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

Services industriels diversifiés

Michael Storry-Robertson 416 507-8007

Situations spéciales

Zachary Evershed 514 412-0021
Adjoint : Thomas Bolland 514 871-5013
Adjoint : Nathan Po 416 660-1740

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

Technologie

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

Technologies propres et développement durable

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

Télécommunications et médias

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

Transport et produits industriels

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

Administration

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

Tanya Bouchard 416 869-7934
Analyste superviseuse

Publications

Vanda Bright 416 869-7141
Directrice

Wayne Chau 416 869-7140
Associé publications

Renseignements

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

Table des matières



Points saillants	4
L'économie	6
Taux d'intérêt et marché obligataire	17
Marché boursier et stratégie de portefeuille	23
Analyse technique	31
Analyse sectorielle	38
› Liste de sélections FBN.....	39
› Glossaire des tableaux des analystes . . .	40
› Recommandations des analystes.....	41
› Liste alphabétique des sociétés	72

Points saillants

Économie

- Dans la dernière édition de ce mensuel, nous avons dressé une liste exhaustive des risques économiques engendrés par le conflit entre la Russie et l'Ukraine. Citant l'augmentation de l'incertitude, nous avons révisé notre prévision de croissance mondiale légèrement à la baisse et prévenu que d'autres rétrogradations seraient nécessaires si le conflit s'enlisait. Un mois plus tard, les perspectives de paix semblent encore éloignées en Europe de l'Est et les répercussions sur l'économie mondiale persistent. Des modifications à notre scénario s'imposent donc. L'élément le plus frappant, et qui pèsera le plus sur la croissance à l'échelle planétaire, est la hausse du prix des matières premières. L'Europe semble particulièrement vulnérable dans un contexte où les prix de l'énergie demeurent élevés, mais les répercussions de la guerre en Ukraine ne s'arrêteront pas aux frontières du vieux continent. D'autres pays importateurs de matières premières en subiront aussi les conséquences, notamment le Japon, l'Inde et la Chine. Dans le cas de la Chine, ces problèmes s'ajouteront aux défis liés au maintien de la politique zéro COVID au moment où le pays fait face à une recrudescence de cas associés au très contagieux variant Omicron.
- Pendant que l'Europe et les pays émergents éprouvent des difficultés, l'économie américaine continue de tourner à plein régime. Après une reprise plutôt lente au début de la pandémie, le marché du travail semble maintenant décoller en force si bien que beaucoup d'entreprises américaines doivent maintenant se résoudre à augmenter la rémunération de manière substantielle. Bien qu'appréciées des travailleurs, de telles augmentations posent un problème à la Réserve fédérale qui doit maintenant empêcher qu'une spirale inflationniste ne vienne faire dérailler l'économie. Pour arriver à ses fins, la banque centrale prévoit maintenant d'augmenter ses taux à 7 reprises en 2022 (en incluant la hausse déjà annoncée en mars). Trois ou quatre autres tours de vis sont prévus pour 2023. De tels recadrages de la politique monétaire ont par le passé été associés trop souvent à des accidents économiques. En fait la Fed n'a réussi un atterrissage en douceur de l'économie qu'à trois reprises depuis 1945, et jamais avec une inflation aussi élevée au début du cycle de resserrement. Pourtant, ses prévisions économiques continuent d'envisager ce que les commentateurs

économiques appellent maintenant « l'immaculée désinflation ». Permettez-nous d'émettre quelques réserves. Dans la mesure où l'inflation élevée reflète un excès de demande aux États-Unis et non un choc d'offre – et les effets de l'un et de l'autre de ces phénomènes sont parfois difficiles à délimiter –, une politique monétaire moins accommodante devrait aider à calmer la hausse des prix. Mais elle risque aussi d'avoir des conséquences imprévues telles qu'une réévaluation du prix de certains actifs à risque ou un ralentissement du secteur immobilier. Nos inquiétudes concernant les effets collatéraux potentiels d'un resserrement de la politique monétaire expliquent en grande partie notre trajectoire de croissance à long terme inférieure au consensus pour les États-Unis.

- Au Canada, nous maintenons notre prévision de croissance de 3,6% en 2022, sans changement, et ce même si le premier trimestre se révèle beaucoup plus solide que prévu préalablement. Nous anticipons désormais une normalisation des taux d'intérêt plus rapide et cela devrait se traduire par un ralentissement plus marqué dans le secteur de l'immobilier et une consommation un peu moins solide qu'anticipé pendant le reste de l'année. Comme d'autres économies du monde, l'économie canadienne pourrait être affectée par les pressions inflationnistes découlant de la guerre en Europe, mais elle demeure bien positionnée sur une base relative. Les consommateurs ont accumulé une épargne excédentaire importante et le marché du travail, confortablement au plein emploi, devrait permettre une croissance honorable des salaires. La force du secteur des ressources naturelles pourrait également compenser une partie du choc de la consommation. Quant aux gouvernements, rien ne laisse présager une période d'austérité, avec une alliance NPD/Parti libéral à Ottawa et des budgets favorables à la croissance dans de nombreuses provinces.

Taux d'intérêt et devise

- La question clé à l'heure actuelle est de savoir comment corriger au mieux les faux pas de la politique monétaire antérieurs... pour restaurer la crédibilité institutionnelle nécessaire ... juguler l'inflation... et prolonger la reprise aussi longtemps que possible. Pour nous, tenter de corriger la première erreur (trop de détente trop longtemps) en en faisant une deuxième (matraquage de l'économie et des marchés par un resserrement trop énergique)

n'est pas la meilleure manière d'avancer. Cette approche créerait un borborygme économique et financier encore plus grave dont la correction nécessiterait encore plus de temps et d'efforts.

- La Banque du Canada et la Réserve fédérale américaine se sont toutes deux jointes à une liste de plus en plus longue de banques centrales des économies avancées qui ont haussé leurs taux d'intérêt le mois dernier. Ce n'était qu'une première dose, plusieurs ajustements supplémentaires des taux directeurs devant suivre immédiatement. Nous assisterons très probablement à des hausses de 50 points de base de la BdC et du FOMC à la prochaine occasion au calendrier (13 avril et 4 mai, respectivement). Pour l'heure, nous prévoyons pas moins de 175 points base de hausses cumulatives en 2022.
- Le total de la hausse que nous projetons se situe maintenant au bas de la fourchette des hausses attendues. L'écart entre nos prévisions des taux directeurs et celles qu'impliquent les attentes du marché se creuse principalement en deuxième moitié d'année. Nous continuons de croire que le resserrement de 2022 se révélera généralement efficace pour maîtriser la demande sensible aux taux d'intérêt, certains indices dans ce sens étant déjà apparus dans le cycle de resserrement qui ne fait que commencer.
- À court terme, l'allègement des bilans ne soulagera probablement pas les pressions à la baisse causant un aplatissement de la courbe des taux des obligations du Trésor américain et du Canada puisque les taux directeurs augmentent rapidement. Au lieu de cela, la légère inversion actuelle de quelques points clés de la courbe des taux pourrait persister pendant un bref moment, particulièrement si les banques centrales procèdent effectivement aux hausses de 50 pb que nous attendons. Cependant une fois que l'allègement des bilans sera bien amorcé et qu'il deviendra clair pour les marchés que la Fed et la BdC ne sont pas disposées à donner des tours de vis aussi énergiques qu'ils l'anticipent actuellement, les pressions causant l'inversion devraient diminuer, et nous entrevoyons alors la possibilité d'un redressement très modeste des courbes des taux. Ne vous y trompez pas, la courbe sera plate, mais nous pourrions éviter une inversion prolongée et encore plus importante que tant de participants du marché appréhendent.
- Après avoir perdu un peu de terrain au profit de l'USD dans les deux semaines qui ont suivi le début de l'invasion de l'Ukraine par la Russie, le dollar canadien a large-

Points saillants

ment épongé ses pertes. Nous continuons d'entrevoir un renforcement du huard au cours des prochains mois. D'une part, l'économie se porte mieux que prévu et, d'autre part, avec une inflation inégalée depuis plusieurs années de 5.7%, la Banque du Canada ne manque pas d'arguments pour intervenir plus énergiquement à court terme. Enfin, le prochain budget fédéral pourrait être positif pour le CAD s'il ravive l'intérêt pour l'investissement dans les matières premières canadiennes dans le prolongement de la crise ukrainienne.

Répartition des actifs et marché boursier

- › Après un trimestre difficile au cours duquel les actions mondiales ont chuté de 5.1%, l'indice MSCI Monde (tous pays) est déjà en baisse de près de 1% au début d'avril. Au moment de la rédaction de ces notes, la baisse de l'indice MSCI Monde (TP) depuis son pic de janvier a été causée entièrement par une compression des ratios C/B. Une hausse rapide des taux d'intérêt américains n'aide assurément pas. Même si nous ne nous attendons pas à ce que les taux à 10 ans augmentent trop à partir de là, il est peu probable que nous assistions à une expansion des ratios C/B avant que l'inflation ait culminé, ce qui pourrait ne pas se produire avant le deuxième semestre de l'année.
- › Maintenant que le conflit armé en Ukraine entre dans son deuxième mois, les prix des aliments et de l'énergie restent élevés, taxant autant les consommateurs que les producteurs. En outre, la décision de la Chine de maintenir sa politique de zéro COVID au moment où le pays connaît une recrudescence des cas associés au variant hautement contagieux Omicron aura un impact négatif sur la chaîne d'approvisionnement mondiale au cours des semaines à venir.
- › Bien que les attentes en matière de bénéfices globales aient été révisées à la hausse dans toutes les grandes régions du monde, sauf en Asie, au cours du dernier mois, la diffusion s'est érodée. Aux États-Unis, les prévisions de croissance des bénéfices pour l'année à venir se situent à 10% pour l'indice S&P 500. La tâche ne sera pas facile, puisque les marges bénéficiaires atteignent déjà des niveaux records.
- › Comme pour d'autres indices boursiers mondiaux de référence, l'indice S&P/TSX a aussi connu une contraction des ratios C/B prévisionnels. À environ 14 fois le bénéfice prévisionnel, la valorisation de l'indice S&P/

TSX est inférieure à la moyenne historique et présente un important écart par rapport à l'indice S&P 500.

- › Nous avons fait valoir le mois dernier que le budget fédéral 2022 pourrait être positif pour l'indice S&P/TSX si Ottawa dévoilait un programme ambitieux pour encourager le captage, l'utilisation et le stockage du carbone (CUSC). Or, c'est exactement ce qu'a annoncé le budget du 7 avril. Cette nouvelle mesure devrait être suffisante pour stimuler un investissement important afin d'aider à soutenir les objectifs d'émissions du Canada tout en augmentant la production.
- › Notre recommandation de répartition des actifs reste inchangée ce mois-ci, avec une légère sous-pondération des actions par rapport à notre modèle de référence. Géographiquement, nous restons à l'aise avec notre recommandation supérieure au modèle de référence pour les actions canadiennes, étant donné ce que nous pensons des prix des matières premières.

Rotation sectorielle FBN

Secteurs du S&P/TSX	Pondération*	Recommandation	Variation
Énergie	16.9	Surpondérer	
Matériaux	13.6	Surpondérer	
Industrie	11.4	Équipondérer	
Consommation discrétionnaire	3.2	Équipondérer	
Consommation de base	3.9	Équipondérer	
Santé	0.7	Équipondérer	
Finance	31.3	Équipondérer	
Technologies de l'information	6.3	Sous-pondérer	
Services de télécommunications	5.2	Équipondérer	
Services publics	4.8	Sous-pondérer	
Immobilier	2.8	Sous-pondérer	
Total	100		

* Au 08 Avril 2022

L'économie





Matthieu Arseneau
Chef économiste adjoint
514 879-2252



Jocelyn Paquet
Économiste
514 412-3693

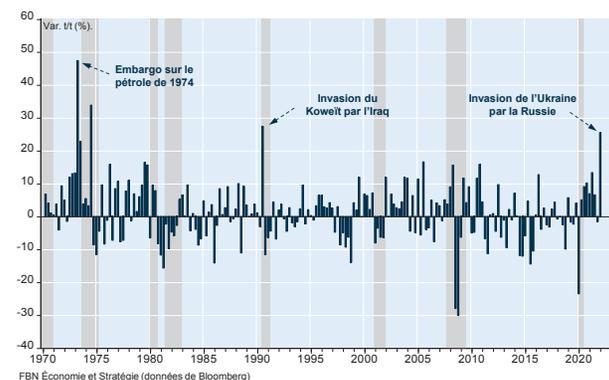
Monde : Une guerre qui s'enlise, des répercussions qui persistent

Dans la dernière édition de ce mensuel, nous avons dressé une liste exhaustive des risques économiques engendrés par le conflit entre la Russie et l'Ukraine. Citant l'augmentation de l'incertitude, nous avons révisé notre prévision de croissance mondiale légèrement à la baisse et prévenu que d'autres rétrogradations seraient nécessaires si le conflit s'enlisait. Un mois tard, les perspectives de paix semblent encore éloignées en Europe de l'Est et les répercussions sur l'économie mondiale persistent. Des modifications à notre scénario s'imposent donc.

L'élément le plus frappant, et qui pèsera le plus sur la croissance à l'échelle planétaire, est la hausse du prix des matières premières. Les inquiétudes quant à la capacité (ou la volonté) de la Russie d'approvisionner certaines régions du globe en produits énergétiques et en métaux industriels ont en effet entraîné une flambée du prix de nombre de produits de base au premier trimestre, phénomène qui aura l'effet d'une taxe sur la consommation et la production.

Monde : Flambée historique du prix des matières premières et denrées

Indice Bloomberg du prix des matières premières



Les fluctuations du prix du pétrole méritent une attention particulière. Washington a bien tenté de faire baisser la pression en autorisant une importante ponction dans sa réserve stratégique et en menaçant d'imposer une taxe aux producteurs américains qui n'utilisent pas leurs permis de forage sur des terres publiques, mais ces actions n'ont eu qu'un effet mitigé.

C'est que l'addition d'un million de barils de pétrole par jour promise par l'administration Biden au cours des six prochains mois équivaut à seulement 48 heures de consommation mondiale. Seul un effort concerté pourrait conduire à une baisse plus durable des prix de l'énergie, mais une telle ligne de conduite semble peu probable à ce stade. Les capacités inutilisées des pays de l'OPEP étant limitées, l'organisation semble en effet condamnée à s'en tenir à l'augmentation des quotas convenue avant l'invasion de l'Ukraine. Celle-ci sera évidemment insuffisante pour compenser en totalité la perte d'approvisionnements en provenance de Russie. L'autre alternative, moins enviable, pour entraîner une baisse plus durable des prix serait celle d'une réduction soudaine de la demande. Et une telle réduction de la part de la Chine semble en effet responsable de la modération des prix du pétrole ces derniers jours.

Monde : La volatilité des prix du pétrole mérite une attention particulière

Prix du baril de pétrole Brent



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

En attendant, l'Europe semble particulièrement vulnérable dans un contexte où les prix de l'énergie demeurent élevés puisqu'une part importante de l'électricité produite sur son territoire dépend du gaz naturel dont les cours très volatils restent hauts.

¹ Taux de chômage à inflation stable (TCIS).

Europe : Ménages et entreprises frappés par la flambée des prix du gaz

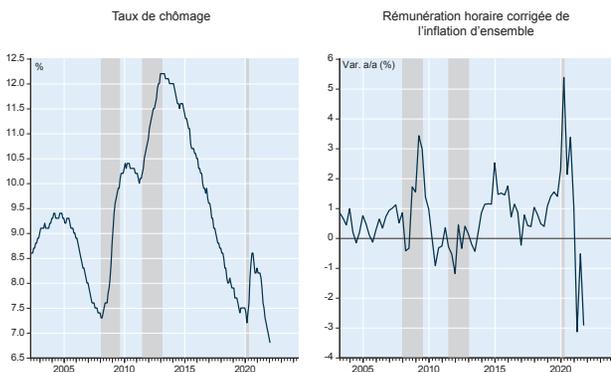
Prix du gaz naturel pour livraison le 22 avril aux Pays-Bas



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Sachant que les ménages et les entreprises européens étaient aux prises avec des hausses de prix records avant même que ne commence la guerre en Ukraine, les récents événements dans le secteur énergétique ont semé l'inquiétude chez les banquiers centraux. Le 28 mars, le gouverneur de la Banque d'Angleterre, Andrew Bailey, a dit s'attendre à « un choc historique pour les revenus réels ». Deux jours plus tard, la présidente de la BCE, Christine Lagarde, a prévenu que l'augmentation des prix de l'énergie allait fort probablement réduire le pouvoir d'achat des ménages et entraîner une « période difficile » pour la zone euro. Les données économiques semblent confirmer ces pronostics. Bien que le taux de chômage ait atteint un creux historique en février, les salaires réels semblent sur le point de se contracter un quatrième trimestre consécutif.

Zone euro : La reprise de l'emploi ternie par la hausse des prix

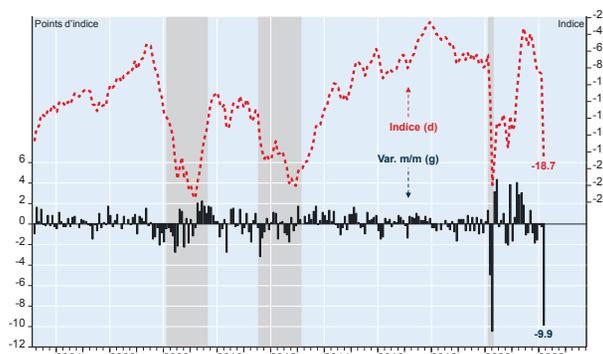


FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Cette réduction du pouvoir d'achat, jumelé à l'incertitude géopolitique, a assombri les perspectives des ménages dans la zone euro. L'indice de confiance des consommateurs de la Commission européenne a en effet enregistré sa deuxième plus forte contraction mensuelle depuis que les données ont commencé à être enregistrées en 1995, perdant 9,9 points en mars pour s'établir à 18,7, son niveau le plus bas depuis les premiers mois de la pandémie.

Zone euro : La confiance des consommateurs dégringole en mars

Indice de confiance des consommateurs de la Commission européenne, dernière observation : mars 2022

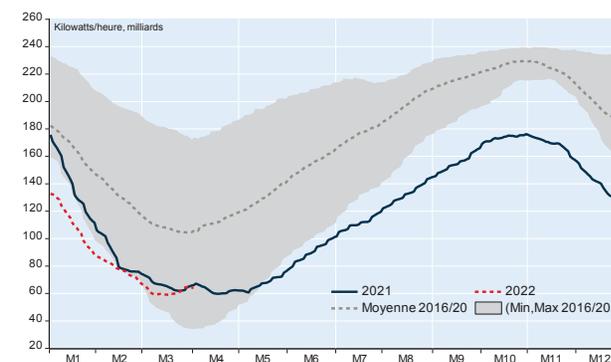


FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

La situation pourrait encore s'envenimer si Moscou décidait de mettre à exécution sa menace d'interrompre les exportations de gaz vers les pays qui refusent de payer leurs factures en roubles. Cette bravade a d'ailleurs poussé l'Allemagne à mettre en place un plan de contingence qui prévoit une gestion plus serrée des importations et des stocks. Advenant une rupture d'approvisionnement, les autorités allemandes ont déclaré qu'elles n'hésiteraient pas à rationner l'utilisation du gaz pour tenter de prévenir une éventuelle pénurie l'hiver prochain. Inutile de dire que de telles actions auraient un impact majeur sur la croissance économique.

Allemagne : Les réserves de gaz à des niveaux préoccupants

Réserves de gaz naturel



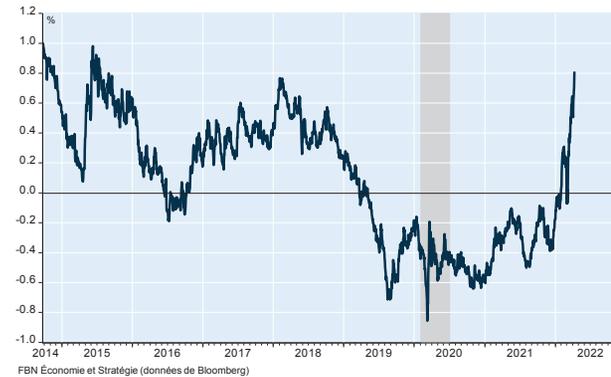
FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Malheureusement, la hausse des prix de l'énergie n'est pas le seul élément qui pèsera sur la croissance dans la zone euro cette année. Les pénuries d'intrants, qui affectent l'industrie automobile de manière disproportionnée, viendront aussi jouer les trouble-fête. Plusieurs constructeurs (Volkswagen et BMW, entre autres) ont déjà été contraints à réduire leurs activités quand l'Ukraine a cessé la production de faisceaux de câblage (un ensemble de fils qui sillonnent les véhicules automobiles et permettent l'alimentation électrique d'une panoplie de composants). D'autres pourraient leur emboîter le pas.

Les entreprises et les consommateurs devront aussi composer avec des taux d'intérêt plus élevés. D'un côté, ceux-ci reflètent un recadrage des attentes d'inflation et l'actualisation corollaire par le marché de plusieurs hausses des taux directeurs par la BCE. Mais même en tenant compte de ces facteurs, l'augmentation récente semble exagérée et due en grande partie à l'attraction gravitationnelle du marché obligataire américain. Les deux marchés n'opérant pas en vase clos, la zone euro semble en effet « importer » un resserrement des conditions financières en provenance des États-Unis. Si tel est le cas, les conditions de financement sur le continent européen risquent d'être mal ajustées aux besoins économiques actuels.

La zone euro importe-t-elle le resserrement monétaire des Etats-Unis?

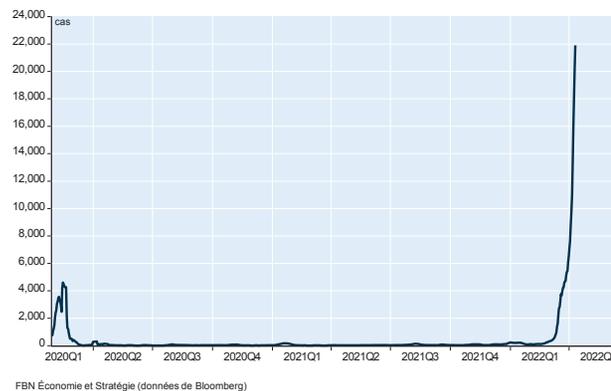
Rendement d'une obligation du gouvernement allemand de 10 ans



Les répercussions de la guerre en Ukraine ne s'arrêteront pas aux frontières de l'Europe. D'autres pays importateurs de matières premières en subiront aussi les conséquences, notamment le Japon, l'Inde et la Chine. Dans le cas de la Chine, ces problèmes s'ajouteront aux défis liés au maintien de la politique zéro COVID au moment où le pays fait face à une recrudescence de cas associés au très contagieux variant Omicron.

Chine : Pression énorme pour maintenir la politique zéro COVID

Nouveaux cas de COVID-19, moyenne mobile 7 jours

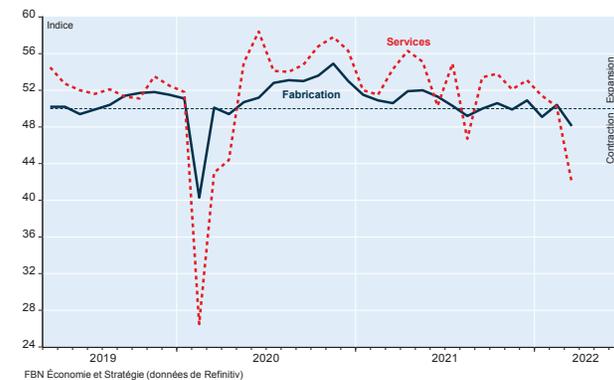


La réticence de la Chine à abandonner cette approche découle peut-être du manque de protection contre le virus chez les aînés – près de 40% des personnes de 80 ans et plus ne sont pas encore adéquatement vaccinées au pays. Quelles qu'en soient les justifications,

l'imposition de mesures sanitaires extrêmement strictes portera sans doute un coup dur à l'économie. Markit signalait d'ailleurs un ralentissement important du secteur privé en mars, mois au cours duquel des confinements ont été imposés dans deux des plus grandes villes du pays (Shenzhen et Shanghai).

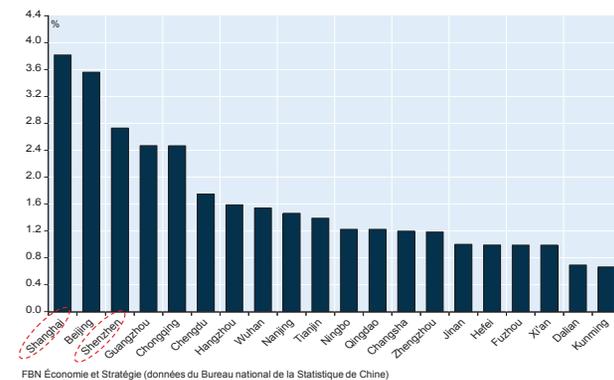
Chine : Le secteur privé s'est contracté en mars...

Indice PMI Caixin/Markit. Dernière observation : mars 2022



... des confinements ayant été imposés à Shenzhen et à Shanghai

PIB exprimé en pourcentage du PIB national, villes sélectionnées, données de 2020

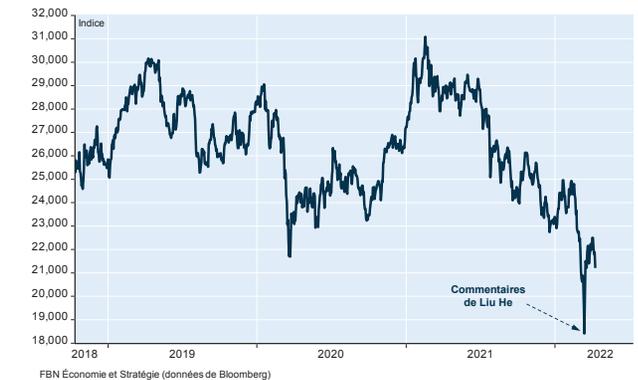


Heureusement, les autorités chinoises semblent déterminées à limiter les contrechocs de la vague Omicron. Le 5 mars, le premier ministre Li Keqiang a annoncé une réduction de l'imposition des petites entreprises équivalente à environ 2% du PIB. Le gouvernement a aussi donné son aval à 102 mégaprojets d'infrastructures et augmenté les transferts aux collectivités locales pour contrer la baisse de revenus associés à la vente de

terrains à des promoteurs immobiliers. Le 16 mars, le conseiller économique Liu He en a rajouté une couche, annonçant que le gouvernement veillerait à stimuler la croissance économique au T1 et que la « rectification » des entreprises technologiques tirait à sa fin. Les marchés boursiers ne se sont pas formalisés du manque de détails et ont rebondi.

Chine : La chute des marchés stoppée par les commentaires des autorités

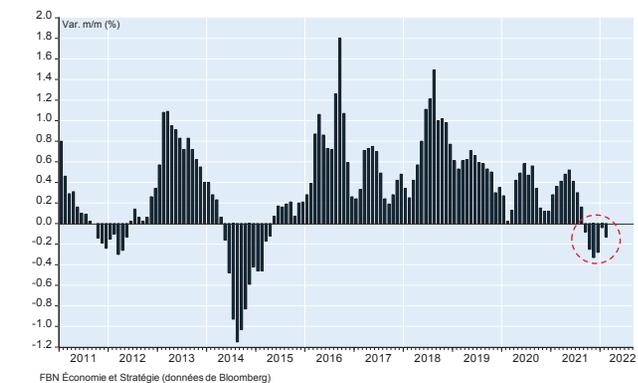
Indice Hang Seng



Malgré ces bonnes intentions, il semble peu probable que l'économie chinoise arrive à croître au rythme cible de 5.5% cette année, surtout dans un contexte où le secteur immobilier demeure sous pression.

Chine : L'incertitude plane toujours sur l'état du marché immobilier

Prix des maisons neuves dans 70 grandes villes

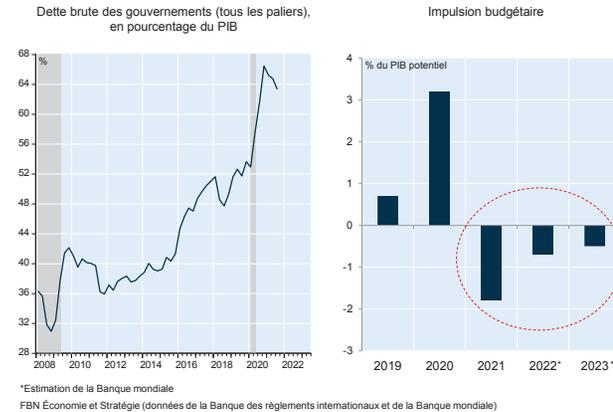


Pour les autres économies émergentes, nos préoccupations demeurent les mêmes, soit celles de voir la hausse des taux d'intérêt freiner la croissance économique et

L'économie

réduire la capacité budgétaire des gouvernements à un moment inopportun. Car l'augmentation marquée des prix de la nourriture ne fera rien pour aider, surtout dans les pays où les subventions alimentaires représentent une part importante du budget de l'État.

Économies émergentes : Politiques budgétaires restrictives à prévoir



Pour toutes ces raisons, nous avons décidé de revoir légèrement à la baisse notre prévision de croissance mondiale tant pour 2022 (de +3.8% à +3.4%) que pour 2023 (de +3.7% à +3.5%). Ce scénario plus pessimiste reflète une croissance plus faible en Chine, dans la zone euro (où on ne peut pas écarter une récession technique) et au Royaume-Uni.

Perspectives mondiales			
	2021	2022	2023
Économies avancées	5.1	2.9	2.3
États-Unis	5.7	3.1	2.1
Zone euro	5.3	2.5	2.2
Japon	1.8	2.2	1.5
Royaume-Uni	7.2	3.7	2.0
Canada	4.8	3.6	2.4
Australie	4.8	3.8	2.8
Corée du Sud	4.0	2.7	2.5
Économies émergentes	6.5	3.8	4.3
Chine	8.1	5.0	5.2
Inde	9.0	8.0	7.0
Mexique	4.8	2.0	2.3
Brésil	4.8	0.8	2.0
Russie	4.7	-9.0	2.0
Monde	5.9	3.4	3.5

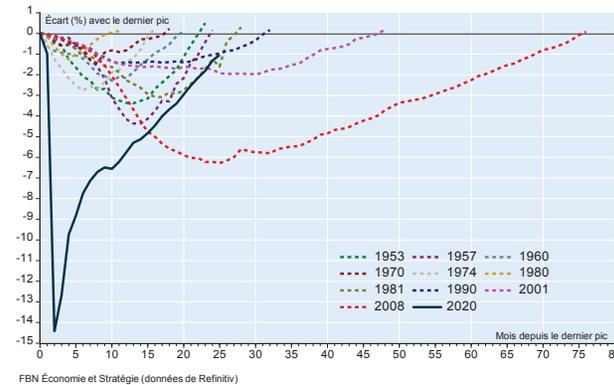
FBN Économie et Stratégie (données FBN et Consensus Economics)

États-Unis : En quête de « l'immaculée désinflation »

Pendant que l'Europe et les pays émergents éprouvent des difficultés, l'économie américaine continue de tourner à plein régime. Après une reprise plutôt lente au début de la pandémie, le marché du travail semble maintenant décoller en force. Après des gains solides dans les derniers mois, les effectifs salariés non agricoles ont augmenté de 431K de plus en mars et se trouvent maintenant à 1.0% seulement en dessous de leur niveau d'avant la crise.

États-Unis : La reprise du marché du travail est presque achevée

Emploi salarié non agricole, écart (%) avec le dernier pic

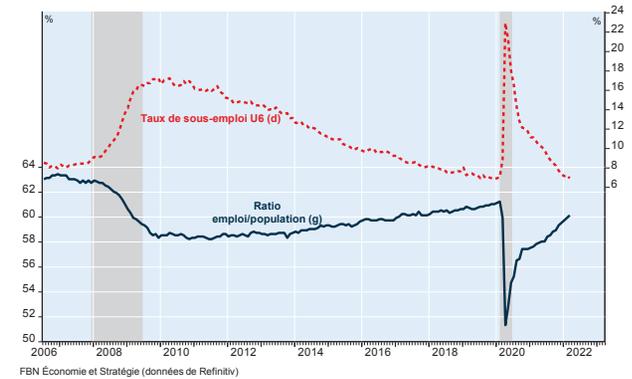


Et il n'y a pas que les mesures d'ensemble qui impressionnent. Au contraire, presque tous les sous-indicateurs sont au vert en ce moment. L'emploi dans le secteur privé surperforme, en particulier l'emploi à temps plein. Le taux de chômage, pendant ce temps, se situe à seulement un dixième du creux inégalé depuis 50 ans où il était descendu en février 2020 et les mesures plus larges telles que le ratio de l'emploi à la population ou le taux de sous-emploi continuent de s'améliorer.

Autre donnée positive : l'augmentation du taux d'activité chez les 25-54 ans, maintenant en hausse de 0.5% depuis le début de l'année, ce qui donne à penser que, après une longue pause, de plus en plus de personnes réintègrent le marché du travail.

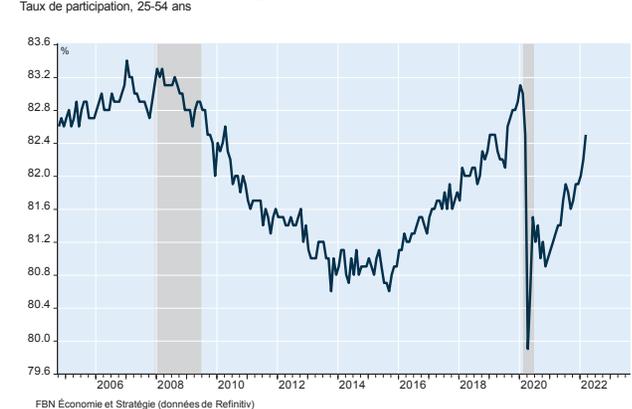
Les mesures plus larges de l'emploi pointent dans la bonne direction

Ratio de l'emploi à la population et taux de sous-emploi



É.-U. : Les travailleurs réintègrent le marché du travail en force

Taux de participation, 25-54 ans



Voilà qui devrait soulager quelque peu les entreprises qui cherchent désespérément des employés qualifiés. Cela dit, il est encore beaucoup trop tôt pour crier victoire sur le front de la pénurie de main-d'œuvre. Après tout, le taux de participation global reste inférieur de 1.0% à son niveau de février 2020, et des problèmes structurels continuent de tenir à distance certains travailleurs. Résultat? Le nombre de postes à pourvoir par personne sans emploi et le taux de démissions – départs volontaires par rapport à l'emploi total – demeurent proches des records historiques inscrits en fin d'année dernière.

L'économie

Le marché du travail a rarement été aussi favorable aux travailleurs

Postes à pourvoir par personne sans emploi et taux de démissions (départs volontaires/emploi total)



Aux prises avec un manque criant de personnel, beaucoup d'entreprises américaines doivent se résoudre à augmenter la rémunération de manière substantielle. La Fed d'Atlanta signalait d'ailleurs la plus importante augmentation du salaire médian en mars depuis que l'on compile ces données (1997).

Hausse des salaires dans un contexte de pénurie de main-d'œuvre

Salaires médian, variations sur 12 mois

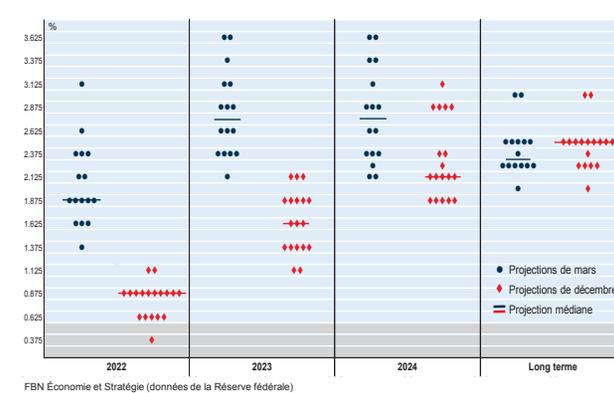


Bien qu'appréciées des travailleurs, de telles augmentations posent un problème à la Réserve fédérale qui doit maintenant empêcher qu'une spirale inflationniste ne vienne faire dérailler l'économie. Pour arriver à ses fins, la banque centrale prévoit maintenant d'augmenter ses taux à 7 reprises en 2022 (en incluant la hausse déjà annoncée en mars). Trois ou quatre autres tours de vis

sont prévus pour 2023. Les banquiers centraux ont aussi annoncé la semaine dernière l'intention de réduire considérablement la taille du bilan de la Fed.

Resserrement rapide de la politique monétaire à prévoir

Politique monétaire appropriée vue par les membres du FOMC. Zone grisée = Fourchette cible actuelle

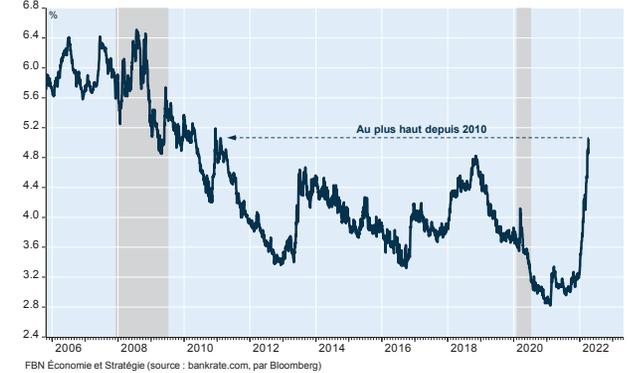


De tels recadrages de la politique monétaire ont par le passé été associés trop souvent à des accidents économiques. En fait la Fed n'a réussi un atterrissage en douceur de l'économie qu'à trois reprises depuis 1945, et jamais avec une inflation aussi élevée au début du cycle de resserrement. Pourtant, ses prévisions économiques continuent d'envisager ce que les commentateurs économiques appellent maintenant « l'immaculée désinflation ». La banque centrale prévoit en effet d'être en mesure de ramener l'inflation près de sa cible sans que cela n'ait d'impact notable sur le marché du travail. Selon sa prévision, le taux de chômage demeurera plus ou moins stable sur l'ensemble de son horizon de prévision.

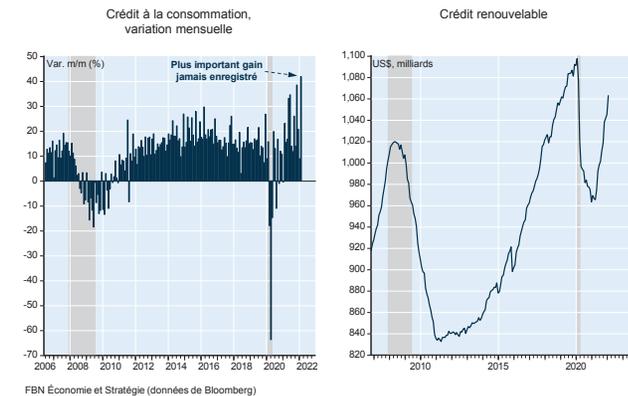
Permettez-nous d'émettre quelques réserves. Dans la mesure où l'inflation élevée reflète un excès de demande aux États-Unis et non un choc d'offre – et les effets de l'un et de l'autre de ces phénomènes sont parfois difficiles à délimiter –, une politique monétaire moins accommodante devrait aider à calmer la hausse des prix. Mais elle risque aussi d'avoir des conséquences imprévues telles qu'une réévaluation du prix de certains actifs à risque ou un ralentissement du secteur immobilier. Chose certaine, la récente hausse des taux hypothécaires ne manquera pas de réduire l'abordabilité du logement et de décourager certains acheteurs.

La hausse des coûts d'emprunt menace l'immobilier résidentiel

Taux moyen payé pour un prêt hypothécaire de 30 ans à taux fixe



Confrontés à l'inflation, les consommateurs se tournent vers le crédit



Nos inquiétudes concernant les effets collatéraux potentiels d'un resserrement de la politique monétaire expliquent en grande partie notre trajectoire de croissance à long terme inférieure au consensus pour les États-Unis. À plus courte échéance, nous demeurons relativement optimistes compte tenu de la force du marché du travail et de la vigueur de l'investissement des entreprises. Nous nous attendons tout de même à un ralentissement du côté de la consommation des ménages dans un contexte d'inflation élevée. Certes, les salaires augmentent rapidement, mais pas assez pour compenser les hausses de prix ce qui fait que, pour maintenir leur niveau de vie, les ménages doivent maintenant piger dans leur épargne ou emprunter. Sur

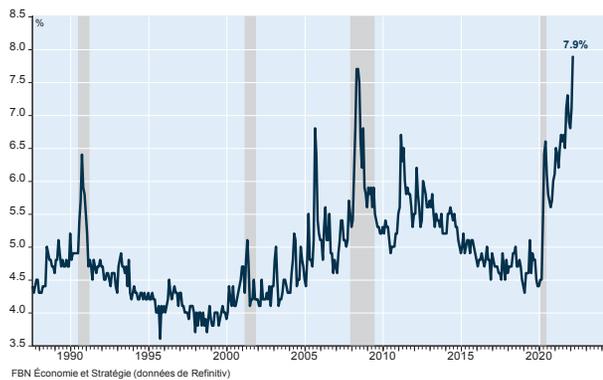
L'économie

ce dernier point, les données de la Réserve fédérale montraient une augmentation record du crédit aux consommateurs en février.

Si l'on en croit le plus récent sondage du Conference Board, les consommateurs ne s'attendent visiblement pas à ce que la situation s'améliore. Les attentes d'inflation ont en effet atteint un sommet historique en mars...

Les attentes d'inflation des consommateurs sont au plus haut

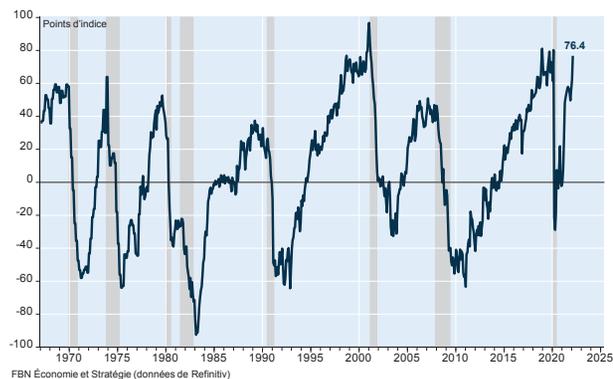
Attentes d'inflation sur 12 mois, enquête du Conference Board sur la confiance des consommateurs



... ce qui explique peut-être pourquoi les personnes sondées sont beaucoup moins optimistes au sujet de l'avenir qu'elles ne le sont pour la situation présente. Cet écart mérite une attention particulière, les écarts importants étant historiquement des signes avant-coureurs de ralentissement économique.

Net écart entre les évaluations de la conjoncture et des perspectives

Différence entre les sous-indices de la conjoncture et des perspectives, enquête du Conference Board



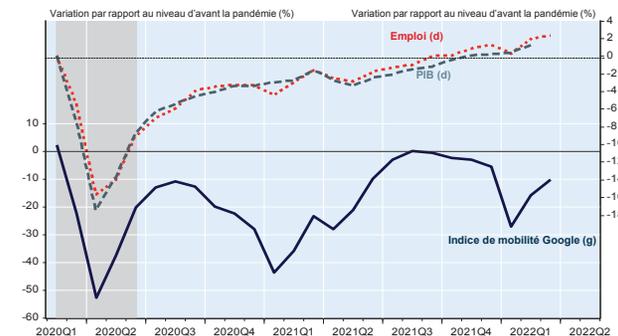
Malgré quelques vents contraires pour les consommateurs, nous avons décidé de maintenir notre prévision de croissance inchangée pour les États-Unis. Après une expansion de 3.1% cette année, nous anticipons un taux de croissance de 2.1% en 2023.

Canada : Réparer les pots cassés

Au Canada, les plus récentes données économiques et financières ainsi que certaines annonces ont consolidé les anticipations du marché selon lesquelles le taux directeur est appelé à monter rapidement. D'abord, la croissance économique au premier trimestre s'est révélée beaucoup plus solide que prévu en début d'année. Les mesures sanitaires visant à ralentir la progression du variant Omicron ont certes eu un impact négatif sur les secteurs de l'hébergement/restauration et des arts/loisirs en janvier (-6.6%), mais cela ne devrait pas empêcher la croissance économique d'être solide de nouveau pendant le trimestre. Malgré ce repli, Statistique Canada estime une croissance honorable de 0.2% du PIB en janvier grâce aux autres secteurs qui ont connu un bond spectaculaire de 0.6%. À en juger par l'estimation préliminaire de la croissance pour février, l'assouplissement des mesures sanitaires a permis une augmentation impressionnante de 0.8%, soit la plus forte hausse en 8 mois.

Canada : Bonne tenue de l'économie au T1, malgré Omicron

Indice de mobilité Google pour le commerce de détail et les loisirs, emploi et PIB



Il y a lieu de penser que la croissance s'est poursuivie en mars si l'on en croit les données de l'emploi qui ont continué de défier la gravité. Après une vague d'emballements spectaculaire en février avec l'allègement des

mesures sanitaires (+340K), les effectifs ont augmenté de pas moins de 73K en mars grâce à un gain de 93K des emplois à temps plein. Cela a permis au taux de chômage d'atteindre un creux historique au pays de 5.3%. Cette baisse est due en partie à la diminution importante du chômage au Québec, qui a atteint un nouveau plancher record, mais nous constatons également que toutes les provinces, sauf deux, ont des taux de chômage égaux ou inférieurs à leurs niveaux d'avant la crise.

Canada : Les taux de chômage rétablis dans la majorité des provinces

Chômage en février 2020 et en mars 2022



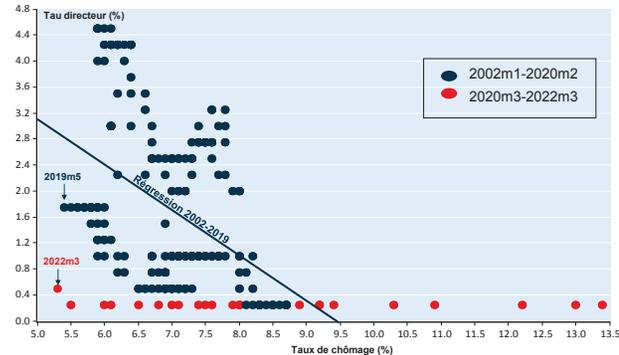
Le précédent record s'établissait à 5.4% en mai 2019, soit à peine un dixième de plus qu'en ce moment. Cependant, le taux directeur de la Banque du Canada était supérieur de 125 points de base. Comment se fait-il que la Banque du Canada ait pris autant de retard dans son processus de normalisation des taux d'intérêt cette fois-ci? Certes, il y a eu l'incertitude pendant les vagues successives de COVID-19 qui embrouillaient continuellement les perspectives, mais elle a aussi maintenu trop longtemps ses indications prospectives, établies au plus fort de la crise. Celles-ci consistaient à promettre qu'elle ne relèverait pas les taux avant le retour du PIB à son estimation du PIB potentiel. Un tel critère était déjà complaisant dans la mesure où la politique monétaire aurait dû en pratique être neutre à ce moment-là pour ne pas entraîner une surchauffe d'autant plus que l'impact des décisions monétaires se produit avec un certain retard sur l'économie. Pendant ce temps, le marché du travail prenait du mieux à la vitesse grand V et la Banque du Canada continuait de se préoccuper exagérément d'un certain manque d'inclusivité de la reprise, notamment

L'économie

dans le **Rapport** sur la politique monétaire d'octobre 2021 (encadré 4). On y citait une étude dans laquelle on affirmait que les mesures traditionnelles du marché du travail peuvent « masquer la présence de capacités excédentaires étant donné la faiblesse du marché du travail chez certains groupes durement touchés ». Plutôt que de se fier à des indicateurs macroéconomiques, notamment à sa propre enquête sur les perspectives des entreprises qui révélait une pénurie de main-d'œuvre pour le plein emploi, la banque centrale avait les yeux rivés sur des poches de faiblesse dans certains segments précis de la population.

Canada : Politique monétaire de crise malgré le plein emploi

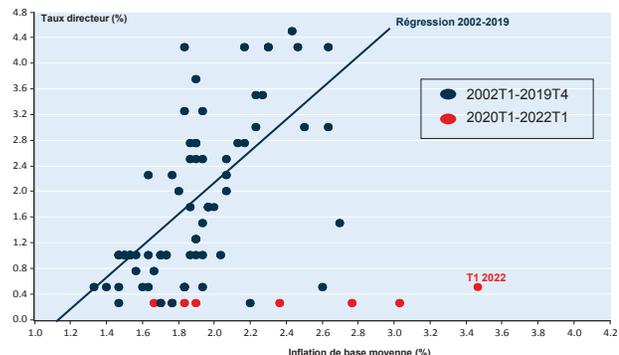
Taux de chômage et taux directeur de la BdC (2002-2022)



FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Canada : Politique monétaire de crise et inflation de base hors cible

Inflation de base et taux directeur de la BdC (2002-2022)



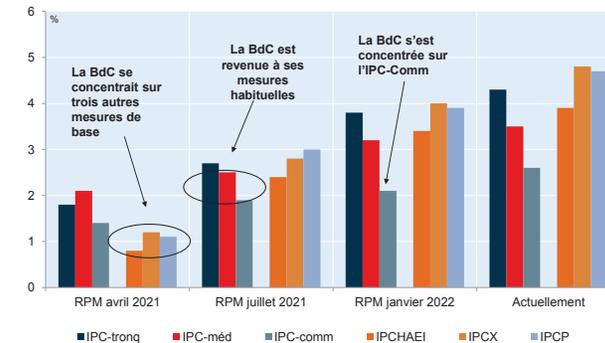
FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

base actuelle. De ce côté-là aussi, la Banque du Canada a eu des œillères tout au long de l'année 2021 notamment en adhérant à la vision de la Fed selon laquelle les tensions inflationnistes étaient essentiellement transitoires et ne reflétaient pas des pressions dans l'économie domestique.

Dans son Rapport sur la politique monétaire d'il y a un an (avril 2021), la banque centrale affirmait que les mesures habituelles d'inflation de base (IPC-tronq, IPC-méd, IPC-comm) ne donnaient pas une image fidèle de la situation de l'inflation tendancielle en surévaluant celle-ci. Elle mettait alors l'accent sur d'autres mesures (IPCX, IPCHAEI, IPCP) qui révélaient en moyenne une inflation plus faible, sur la base d'un argument contestable que nous avons critiqué dans une **étude**. Dans son rapport suivant (juillet 2022), la Banque faisait volte-face en ramenant le projecteur sur ses mesures habituelles qui faisaient désormais état de pressions inflationnistes plus faibles en moyenne que celles suggérées trois mois plus tôt. Dans son dernier rapport (janvier 2022), elle met en garde contre le message qu'envoient le IPC-tronq et le IPC-méd qui pourraient refléter davantage les perturbations de la chaîne d'approvisionnement alors que l'IPC-comm refléterait, selon elle, mieux la demande excédentaire au pays. Cela donne l'impression d'une sélection de certaines données visant à minimiser les pressions inflationnistes et justifier tant bien que mal l'absence de hausse de taux.

Canada : Évolution des mesures de l'IPC de base en 2021-2022

Variation d'une année à l'autre, mensuelle



FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

2020 afin d'estimer comment le taux directeur aurait dû évoluer si la banque centrale avait réagi de la même façon que par le passé. Notre modèle de régression a comme variable dépendante le taux cible de la Banque du Canada et comme variable indépendante l'écart de l'inflation de base avec la cible, l'écart du taux de chômage avec le TCIS¹, le taux neutre et notre indice de stress financier. En fait, la banque centrale aurait dû, selon cette règle, commencer à relever son taux directeur au deuxième trimestre de 2021 ce qui aurait pu empêcher la surchauffe qu'on connaît actuellement. En mars 2022, notre modèle suggère un taux directeur à 3.50%, soit 300 points de base de plus que le niveau actuel.

Canada : Perspective sur la politique monétaire

Taux cible officiel et règle de Taylor de FBN (minimum au taux plancher de 0.25%)



La nécessité de normaliser rapidement la politique monétaire ne fait donc maintenant aucun doute. Mais comme nous l'expliquons dans le **Mensuel obligatoire**, il est important de ne pas corriger la première erreur (trop de détente, trop longtemps) en en commettant une deuxième qui pourrait provoquer un choc économique par un resserrement trop énergique. Malheureusement, la première erreur a causé certains excès, notamment une frénésie dans l'immobilier avec laquelle la banque centrale doit désormais composer. Celle-ci a provoqué une augmentation de l'endettement des ménages à un niveau record après des années de stabilité alors que les prix des maisons ont connu une augmentation de 30% depuis le début de la pandémie.

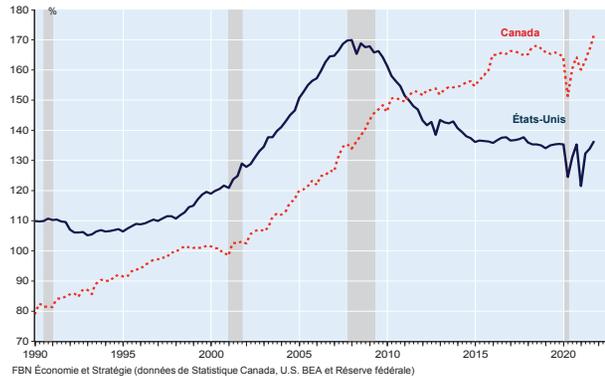
La politique monétaire apparaît encore plus inappropriée si l'on tient compte du niveau de l'inflation de

Nous avons élaboré une règle de Taylor (fonction de réaction de la banque centrale) calibrée de 2001 à

L'économie

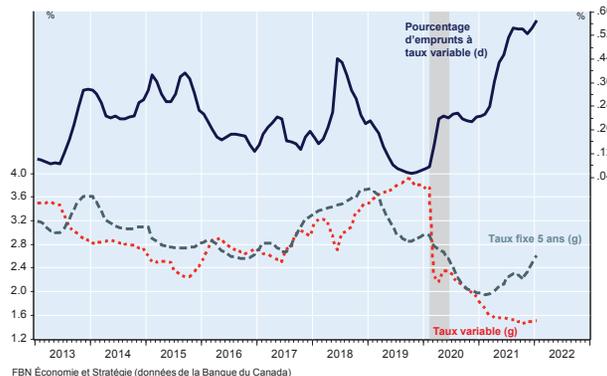
Canada et États-Unis : Dette des ménages/revenu disponible

Ménages américains selon la définition canadienne et revenu disponible canadien selon la définition US



Canada : Le marché immobilier résistera-t-il à la hausse des taux?

Taux fixe sur 5 ans et taux variable à l'ouverture du crédit; pourcentage d'emprunts à taux variable



Nous entrevoyons un taux directeur à 2.0% d'ici la fin de l'année et une pause en 2023, un tour de vis qui devrait être suffisant pour freiner l'ardeur des consommateurs qui sont également frappés par un choc pour leur pouvoir d'achat par le biais de l'inflation. Notre scénario de taux d'intérêt nous apparaît adéquat pour calmer la surchauffe dans le secteur immobilier sans pour autant entraîner un atterrissage brutal qui pourrait avoir des conséquences importantes sur l'ensemble de l'économie. Mais l'évolution du secteur devra être surveillée de près dans la mesure où il est habituellement le plus sensible aux taux d'intérêt parmi les dépenses des ménages. Les acheteurs de maisons ont esquivé les hausses de taux d'intérêt qui sont survenues depuis un an en optant dans une proportion record pour des prêts à taux variable qui demeuraient bas. En choisissant le taux variable plutôt que le taux fixe en janvier, un emprunteur augmentait son pouvoir d'achat de 13% pour un même paiement. Une offre irrésistible à laquelle plusieurs acheteurs n'ont pas pu résister et qui a contribué à l'envolée des prix des maisons. Cela révèle que les valorisations immobilières sont, dans le contexte actuel, particulièrement sensibles à un relèvement du taux directeur.

Ce mois-ci, nous maintenons notre prévision de croissance de 3.6% en 2022, sans changement, et ce même si le premier trimestre se révèle beaucoup plus solide qu'anticipé préalablement. Nous anticipons désormais une normalisation des taux d'intérêt plus rapide et cela devrait se traduire par un ralentissement plus marqué dans le secteur de l'immobilier et une consommation un peu moins solide qu'anticipé pendant le reste de l'année. Comme ailleurs dans le monde, l'économie canadienne pourrait être affectée par les pressions inflationnistes découlant de la guerre en Europe, mais elle demeure bien positionnée sur une base relative. Les consommateurs ont accumulé une épargne excédentaire importante et le marché du travail, confortablement au plein emploi, devrait permettre une croissance honorable des salaires. La force du secteur des ressources naturelles pourrait également compenser une partie du choc de la consommation. Quant aux gouvernements, rien ne laisse présager une période d'austérité, avec une alliance NPD/Parti libéral à Ottawa et des budgets favorables à la croissance dans de nombreuses provinces.

États-Unis Scénario économique

(Variation annuelle en %)*	2019	2020	2021	2022	2023	2021	T4/T4 2022	2023
Produit intérieur brut (\$constants, 2012)	2.3	(3.4)	5.7	3.1	2.1	5.5	2.0	1.8
Dépenses personnelles	2.2	(3.8)	7.9	2.9	2.3	6.9	2.3	2.1
Construction résidentielle	(0.9)	6.8	9.2	0.7	(0.7)	(1.5)	1.9	(0.5)
Investissements des entreprises	4.3	(5.3)	7.4	4.4	2.3	6.6	4.1	1.9
Dépenses publiques	2.2	2.5	0.5	0.6	1.9	0.1	2.0	1.6
Exportations	(0.1)	(13.6)	4.5	4.3	3.1	4.9	2.2	2.2
Importations	1.2	(8.9)	14.0	5.3	0.7	9.6	1.2	1.0
Variation des stocks (milliards \$)	75.1	(42.3)	(32.6)	98.8	25.0	193.2	75.0	25.0
Demande intérieure	2.4	(2.5)	6.5	2.6	2.1	5.3	2.4	1.9
Revenu réel disponible	2.3	6.2	2.2	(4.3)	1.8	(0.2)	(0.0)	2.0
Emploi des salariés	1.3	(5.8)	2.8	3.7	1.9	4.3	2.6	2.0
Taux de chômage	3.7	8.1	5.4	3.5	3.5	4.2	3.4	3.5
Taux d'inflation	1.8	1.3	4.7	7.1	3.0	6.7	5.8	2.4
Bénéfices avant impôts	2.7	(5.2)	25.0	7.4	2.2	21.0	3.9	1.4
Compte courant (milliards \$)	(472.1)	(616.1)	(846.6)	(806.3)	(712.5)

* Sauf indication contraire.

Scénario financier**

	actuel 08/04/22	T2 2022	T3 2022	T4 2022	T1 2023	2021	2022	2023
Taux cible fonds fédéraux	0.50	1.25	1.75	2.00	2.25	0.25	2.00	2.50
Bons du Trésor 3 mois	0.69	1.30	1.75	1.95	2.20	0.06	1.95	2.35
Obligations fédérales								
2 ans	2.53	2.50	2.55	2.60	2.60	0.73	2.60	2.50
5 ans	2.76	2.60	2.65	2.70	2.70	1.26	2.70	2.60
10 ans	2.72	2.45	2.55	2.65	2.65	1.52	2.65	2.65
30 ans	2.76	2.50	2.60	2.70	2.70	1.90	2.70	2.75
Taux de change								
US\$/Euro	1.09	1.11	1.12	1.13	1.14	1.14	1.13	1.14
YEN/\$US	124	120	119	119	118	115	119	117

** fin de période

Dynamique trimestrielle

	T1 2021 publié	T2 2021 publié	T3 2021 publié	T4 2021 publié	T1 2022 prévision	T2 2022 prévision	T3 2022 prévision	T4 2022 prévision
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	6.3	6.7	2.3	6.9	0.9	2.2	2.5	2.4
IPC (var. a/a %)	1.9	4.8	5.3	6.7	8.0	7.7	7.1	5.8
IPC de base (var. a/a %)	1.4	3.7	4.1	5.0	6.3	5.4	5.0	4.3
Taux de chômage (%)	6.2	5.9	5.1	4.2	3.8	3.5	3.4	3.4

Financière Banque Nationale

Canada Scénario économique

(Variation annuelle en %)*	2019	2020	2021	2022	2023	2021	T4/T4 2022	2023
Produit intérieur brut (\$constants, 2012)	1.9	(5.2)	4.6	3.6	2.4	3.3	2.9	2.3
Dépenses personnelles	1.4	(6.2)	5.2	4.6	2.5	5.2	3.1	2.3
Construction résidentielle	(0.2)	4.3	15.4	(6.8)	(1.3)	(0.8)	(4.1)	(0.2)
Investissements des entreprises	2.5	(12.1)	2.3	4.8	3.3	6.5	3.3	3.2
Dépenses publiques	0.8	0.9	4.8	1.6	1.4	2.4	1.6	1.4
Exportations	2.3	(9.7)	1.4	2.1	6.3	0.8	2.6	5.7
Importations	0.4	(10.8)	7.4	1.3	5.3	5.0	1.0	5.0
Variation des stocks (millions \$)	18,377	(18,720)	(1,543)	15,500	19,186	9,913	17,000	20,316
Demande intérieure	1.2	(4.1)	5.5	2.6	1.9	3.8	2.0	1.9
Revenu réel disponible	3.0	8.2	0.2	(2.4)	1.4	(1.1)	0.5	1.5
Emploi	2.2	(5.1)	4.8	4.1	1.4	4.2	2.8	1.0
Taux de chômage	5.8	9.6	7.4	5.4	5.3	6.3	5.2	5.3
Taux d'inflation	1.9	0.7	3.4	4.9	2.4	4.7	3.8	2.2
Bénéfices avant impôts	(0.6)	(1.9)	32.7	7.2	(0.1)	14.6	8.0	2.5
Compte courant (milliards, \$)	(47.0)	(39.4)	1.6	(5.0)	(16.0)

* Sauf indication contraire.

Scénario financier**

	actuel 08/04/22	T2 2022	T3 2022	T4 2022	T1 2023	2021	2022	2023
Taux à un jour	0.50	1.25	1.75	2.00	2.00	0.25	2.00	2.00
Taux préférentiel	2.50	3.25	3.75	4.00	4.00	2.25	4.00	4.00
Bons du Trésor 3M	0.81	1.35	1.75	2.00	1.95	0.17	2.00	1.95
Obligations fédérales								
2 ans	2.43	2.45	2.55	2.55	2.40	0.95	2.55	2.20
5 ans	2.60	2.55	2.65	2.60	2.50	1.26	2.60	2.35
10 ans	2.63	2.55	2.60	2.60	2.55	1.43	2.60	2.45
30 ans	2.58	2.50	2.55	2.60	2.55	1.68	2.60	2.50
Taux de change								
CAD par USD	1.26	1.23	1.20	1.21	1.23	1.26	1.21	1.26
Prix du pétrole (WTI), \$US.	98	100	97	95	93	75	95	85

** fin de période

Dynamique trimestrielle

	T1 2021 publié	T2 2021 publié	T3 2021 publié	T4 2021 publié	T1 2022 prévision	T2 2022 prévision	T3 2022 prévision	T4 2022 prévision
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	4.8	(3.6)	5.5	6.7	4.1	2.6	2.4	2.4
IPC (var. a/a %)	1.4	3.4	4.1	4.7	5.7	5.5	4.7	3.8
IPC ex. aliments et énergie (var. a/a %)	1.0	2.1	3.0	3.2	3.9	3.6	3.1	2.9
Taux de chômage (%)	8.4	7.9	7.2	6.3	5.8	5.3	5.3	5.2

Financière Banque Nationale

Prévisions économiques provinciales

	2019	2020	2021e	2022p	2023p	2019	2020	2021e	2022p	2023p
	PIB réel (croissance en %)					PIB nominal (croissance en %)				
Terre-Neuve-et-Labrador	3.3	-5.4	2.5	2.3	2.0	2.3	-10.7	13.6	12.7	1.7
Île-du-Prince-Édouard	4.7	-1.7	3.1	2.5	2.5	6.6	0.9	8.8	5.1	3.3
Nouvelle-Écosse	3.0	-2.5	3.4	2.7	2.1	3.7	0.7	8.7	5.9	3.3
Nouveau-Brunswick	1.3	-3.2	3.2	2.5	1.9	2.4	-1.3	9.2	7.8	2.2
Québec	2.8	-5.5	6.2	2.6	2.3	4.7	-2.4	13.1	6.6	2.9
Ontario	2.0	-5.1	4.0	3.9	2.5	3.7	-2.8	11.2	6.8	2.9
Manitoba	0.4	-4.6	3.9	3.1	2.4	0.7	-1.4	11.3	8.9	2.3
Saskatchewan	-1.1	-4.9	4.3	3.8	2.5	-0.4	-6.6	18.4	20.4	1.4
Alberta	-0.1	-7.9	5.0	4.4	2.6	1.5	-16.1	21.5	16.4	1.5
Colombie-Britannique	3.1	-3.4	4.4	4.1	2.5	4.6	-0.5	12.0	8.8	2.4
Canada	1.9	-5.3	4.6	3.6	2.4	3.6	-4.6	13.1	8.9	2.5
	Emploi (croissance en %)					Taux de chômage (%)				
Terre-Neuve-et-Labrador	1.2	-5.9	3.0	2.5	0.7	12.3	14.1	12.9	12.6	11.7
Île-du-Prince-Édouard	3.4	-3.2	3.7	5.0	1.8	8.6	10.6	9.4	8.1	7.8
Nouvelle-Écosse	2.3	-4.7	5.4	2.7	1.5	7.3	9.7	8.4	6.5	6.2
Nouveau-Brunswick	0.7	-2.6	2.6	2.2	0.7	8.2	10.0	9.0	7.3	6.9
Québec	2.0	-4.8	4.2	3.4	1.3	5.2	8.8	6.1	4.2	4.0
Ontario	2.8	-4.7	4.9	4.6	1.7	5.6	9.5	8.0	5.6	5.5
Manitoba	1.1	-3.7	3.5	3.5	1.2	5.4	8.0	6.4	5.1	4.9
Saskatchewan	1.7	-4.6	2.6	4.3	1.1	5.6	8.3	6.5	4.8	4.6
Alberta	0.6	-6.5	5.2	4.8	1.3	7.0	11.5	8.6	6.5	6.2
Colombie-Britannique	2.9	-6.5	6.6	3.8	1.6	4.7	9.0	6.5	4.8	4.5
Canada	2.2	-5.1	4.8	4.1	1.4	5.7	9.6	7.4	5.5	5.3
	Mises en chantier de logements (000)					IPC (Croissance en %)				
Terre-Neuve-et-Labrador	0.9	0.8	1.3	1.2	0.8	1.0	0.2	3.7	4.6	2.4
Île-du-Prince-Édouard	1.3	1.1	1.2	1.0	1.0	1.2	0.0	5.1	5.3	2.4
Nouvelle-Écosse	4.7	4.9	6.0	5.0	4.4	1.6	0.3	4.1	5.1	2.3
Nouveau-Brunswick	2.9	3.6	4.0	2.0	2.0	1.7	0.2	3.8	5.1	2.5
Québec	48.0	54.2	71.1	60.0	53.0	2.1	0.8	3.8	5.2	2.5
Ontario	69.0	81.3	101.2	88.0	80.0	1.9	0.6	3.5	5.1	2.4
Manitoba	6.9	7.3	8.0	8.0	7.5	2.3	0.5	3.3	4.9	2.4
Saskatchewan	2.4	3.1	4.3	3.4	3.1	1.7	0.6	2.6	4.7	2.4
Alberta	27.4	24.1	31.9	27.0	26.0	1.7	1.1	3.2	4.7	2.4
Colombie-Britannique	45.1	38.0	47.7	37.0	35.8	2.3	0.8	2.8	4.6	2.5
Canada	208.5	218.4	276.6	232.6	213.6	1.9	0.7	3.4	4.9	2.4

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

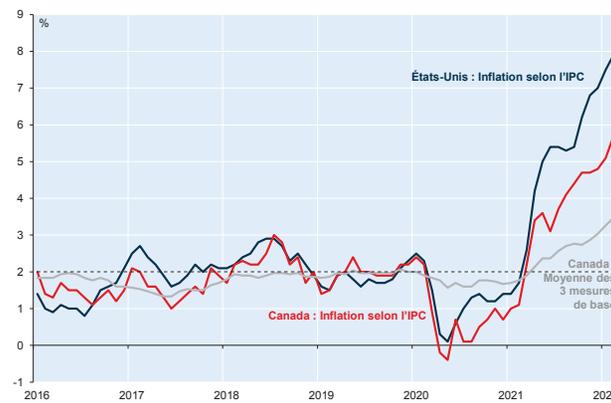
On ne répare pas une erreur par une autre

On a rarement une deuxième chance sur les marchés financiers. Les investisseurs ne peuvent pas reprendre une opération ratée, en remontant dans le temps pour réaliser une autre qui aurait été plus rentable. La même chose est vraie pour les banquiers centraux et leurs décisions de politique monétaire passées. Car si elles le pouvaient, les autorités monétaires auraient assurément opté pour une trajectoire fondamentalement différente de celle qu'elles ont suivie depuis un an et plus.

Pour nous, le débat sur les erreurs de politique monétaire n'est pas théorique, mais plutôt empirique. Des faux pas majeurs ont été commis en Amérique du Nord et ailleurs dans le monde. En rétrospective, l'erreur la plus importante se rapportait à une interprétation extraordinairement erronée de l'inflation, qui a fait en sorte que des mesures de stimulation beaucoup trop importantes sont restées en place pendant trop longtemps (à leur décharge, personne n'avait prévu l'ampleur du choc d'inflation). Nous parlons a) des taux directeurs voisins de zéro et des bilans surgonflés des banques centrales alors que (b) les capacités inutilisées ont rapidement disparu, que le plein emploi était en vue et que l'inflation des prix à la consommation a bondi à des altitudes inégalées depuis des décennies. Ces deux situations s'excluaient traditionnellement mutuellement et pour une bonne raison.

L'inflation continue de monter en Amérique du Nord

Inflation d'ensemble, inflation de base, au Canada et aux États-Unis



Mais ce qui est fait est fait. La question clé est maintenant de savoir comment corriger au mieux les faux pas de la politique antérieurs... pour restaurer la crédibilité institutionnelle nécessaire, juguler l'inflation et prolonger la reprise aussi

longtemps que possible. Pour nous, corriger la première erreur (trop de détente trop longtemps) en en commettant une deuxième (matraquage de l'économie et des marchés par un resserrement trop énergique) n'est pas la meilleure manière d'avancer. Cette approche créerait un borbier économique et financier encore plus grave dont la correction nécessiterait encore plus de temps et d'efforts.

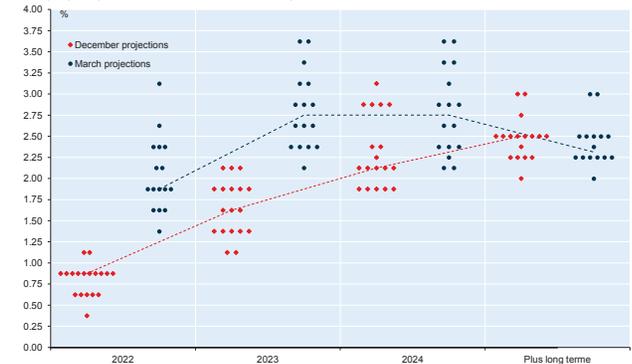
Et maintenant ?

La nécessité de normaliser la politique monétaire ne fait aucun doute. Heureusement, la Banque du Canada et la Réserve fédérale américaine se sont toutes deux jointes à une liste de plus en plus longue de banques centrales des économies avancées qui ont haussé leurs taux d'intérêt le mois dernier. Ce n'était qu'une première dose. Plusieurs ajustements supplémentaires des taux directeurs devant suivre immédiatement. Nous assisterons très probablement à des hausses de 50 pb de la BdC et du FOMC à la prochaine occasion au calendrier (13 avril et 4 mai, respectivement). Pour l'heure, nous prévoyons pas moins de 175 points base de hausses cumulatives en 2022. Cette prévision (c.-à-d. que les taux de financement à un jour arrivent à 2% d'ici la fin de l'année) est moins ambitieuse que les attentes actuelles du marché.

Abandonnant brutalement le laissez-faire qu'ils prônaient auparavant, pas moins de la moitié des membres du FOMC préconisent maintenant un taux de 2% et plus des fonds fédéraux d'ici la fin de cette année. Un membre téméraire estime même qu'une cible de 3.25% serait appropriée (limite supérieure)... soit un resserrement de 300 pb en trois trimestres à peine (en incluant la première hausse de mars).

États-Unis : Un changement imprévu du « graphique à points »

Graphique à points de la Réserve fédérale : comparaison entre mars 2022 et décembre 2021

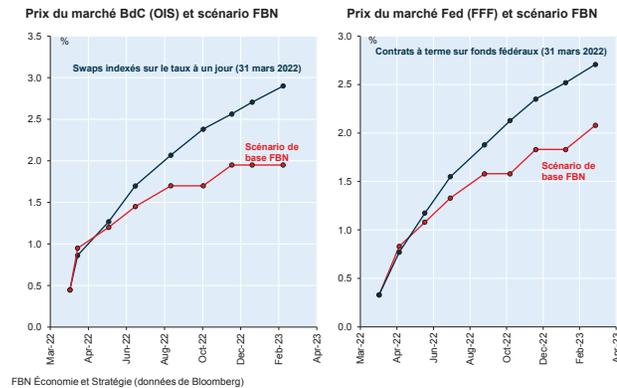


FBN Économie et Stratégie (données de la Fed) | Nota : Les projections du FOMC représentent le point médian de la fourchette cible. La ligne pointillée représente la projection médiane.

Taux d'intérêt et marché obligataire

Un coup d'œil sur le marché des swaps indexés sur le taux à un jour (OIS) révélerait des attentes d'une hausse relativement énergique des taux directeurs, à la fois pour la Fed et pour la BdC. En l'état actuel des choses, les marchés anticipent des taux de financement à un jour d'environ 2.5%.

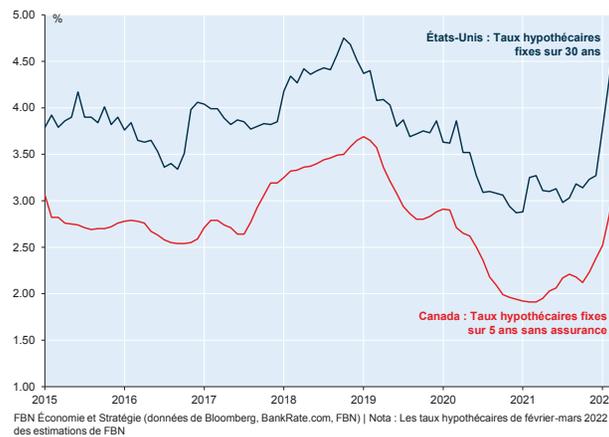
Nous restons en-dessous du marché des deux côtés de la frontière



Le total de la hausse que nous projetons formellement se situe maintenant vers le bas de la fourchette des hausses attendues. L'écart entre nos prévisions des taux directeurs et celles qu'impliquent les attentes du marché se creuse principalement en deuxième moitié d'année.

Nous continuons de croire que le resserrement de 2022 se révélera généralement efficace pour maîtriser la demande sensible aux taux d'intérêt, certains indices dans ce sens étant déjà apparus dans le cycle de resserrement qui ne fait que commencer. Pour être clairs, nous ne nous attendons à aucun répit important de l'inflation à court terme et cela rendra probablement la situation inconfortable pour les autorités monétaires ce printemps et cet été, ouvrant la porte à une inversion continue (mais de courte durée) de la courbe des taux au cours des prochains mois. Mais si, comme nous le croyons, l'immobilier résidentiel et d'autres secteurs endettés réagissent aux premiers tours de vis de 100-150 pb et si l'inflation donne des signes d'apaisement, le sentiment d'urgence qui imprègne actuellement les attentes du marché devra être réévalué. Traduction : Le rythme de la hausse des taux devrait ralentir cet automne, le marché obtenant peut-être deux ou trois hausses d'un quart de point de moins du FOMC et de la BdC au cours des 18 prochains mois que ce qu'il escompte actuellement.

La hausse des taux vite répercutée sur les acheteurs d'immobilier



Ne vous méprenez pas au sujet de notre trajectoire anticipée des taux cibles de financement à un jour en y voyant une aspiration à la neutralité de la politique monétaire : un exercice de réduction du bilan par le non-renouvellement des titres arrivant à échéance retirera beaucoup de liquidité du marché. Pour nous, la gestion du bilan pourrait bien être qualifiée d'autre « erreur » du passé, les banques centrales nord-américaines ayant soit acheté trop d'obligations soit maintenu l'assouplissement quantitatif en place pendant trop longtemps (ou les deux). C'est sur ce point qu'un sentiment d'urgence pourrait être utile, pour avancer plus vite dans la réduction du portefeuille. Mais pour le moment, on n'en voit aucune trace. La Fed et la BdC continuent toutes deux de faire du taux directeur leur principal outil de normalisation.

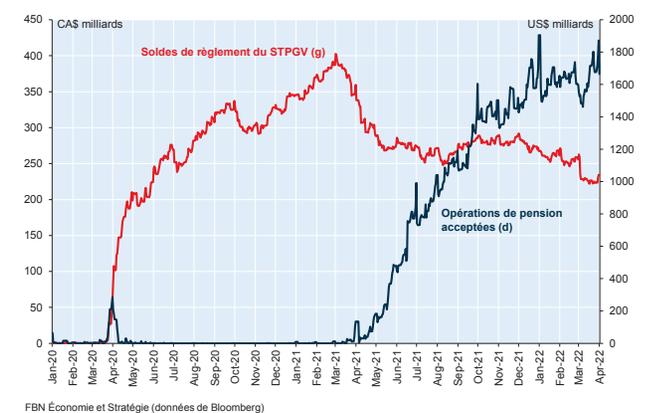
À nos yeux, l'occasion se présentera d'adopter un rythme de resserrement plus équilibré plus tard cette année et en 2023, un rythme qui impliquerait moins de hausses des taux, mais une réduction importante et rapide du portefeuille d'obligations. Même si cela peut se faire en grande partie passivement, il ne faudrait pas sous-estimer les implications de l'offre nette d'obligations aux investisseurs finaux. L'utilisation du resserrement quantitatif (RQ) est, à notre avis, un moyen logique de resserrer la politique monétaire sans inverser prématurément ou plus fortement la courbe des taux. C'est pourquoi nous tendons à voir la possibilité de quelque chose qui ressemblerait à une hausse parallèle des taux à partir de la fin de 2022 et pendant le plus clair de 2023, avec des taux à 10 ans qui dépasseraient ultimement 2.5% sur l'horizon de

prévision. Étant donné que nous prévoyons une inflation structurellement supérieure à 2% au cours des prochaines années, cela refléterait un rendement réel voisin de zéro, et des attentes d'inflation élevées dans un avenir prévisible.

Pour être clairs, il ne s'agit que d'une option pour avancer. L'approche consistant à ne rien faire a enfin été écartée. Bon débarras. Mais l'autre extrême – une trajectoire du taux directeur essentiellement attendue par le marché et implicitement préférée par certains – est à notre avis une erreur en passe de se matérialiser. Mais on peut espérer que la tendance à réagir exagérément sera en définitive évitée.

Liquidités toujours abondantes; un RQ important est possible

Soldes de règlement du STPGV (g) et opérations de pension de la Fed de NY acceptées (d)



Des arguments pour le demi-point

Avec des taux directeurs aussi peu en phase avec l'état actuel du cycle économique, les arguments en faveur d'un retrait rapide des mesures de stimulation sont incontournables. Les marchés signalent depuis longtemps la possibilité d'une hausse de 50 pb, qui est rarement utilisée, et ils sont rapidement rejoints par les économistes. La question à un million de dollars est la suivante : les banques centrales leur emboîteront-elles le pas?

À la Fed, l'appui à une intervention énergique à court terme semble acquis. C'est du moins ce qui ressort du plus récent Sommaire des projections économiques. Sept des dix-sept « points » s'attendent à ce que le taux directeur termine l'année à 2.25% ou au-dessus. Pour y parvenir, il faudrait une hausse de 50 pb. Pendant ce

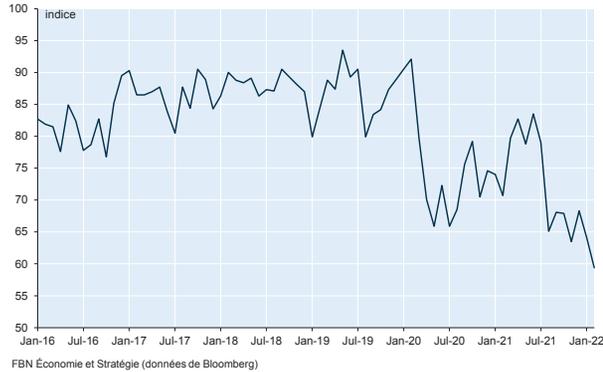
Taux d'intérêt et marché obligataire

temps, même ceux qui semblent avoir des perspectives de politique monétaire relativement moins ambitieuse ont jonglé avec l'idée d'une hausse de 50 pb à une prochaine réunion.

Que nous dit l'économie? Nous n'avons pas besoin de rappeler à nos lecteurs la flambée d'inflation en cours. À près de 8% aux États-Unis et « seulement » 5.7% au Canada, il est évident que la politique n'est pas alignée sur les mandats de stabilité des prix. Si nous commençons maintenant à voir la confiance des consommateurs diminuer, c'est largement à cause de l'inflation. Pendant ce temps, nous pouvons toujours nous attendre à une année de plus de croissance du PIB supérieure au potentiel, puisque les bilans des consommateurs semblent plus sains qu'avant la COVID. En d'autres termes, l'économie reste objectivement forte.

États-Unis : La confiance chute vite quand l'inflation sévit

Indice de confiance des consommateurs de l'Université de Michigan

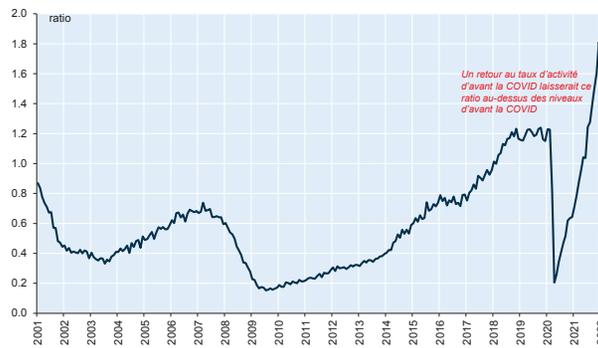


Entretemps, ce sont les marchés du travail qui pourraient donner les indices les plus préoccupants. Si des taux de chômage bas font généralement partie d'une conjoncture économique enviable, il devient clair que nous avons atteint un point où les marchés du travail sont trop tendus. C'est assurément le message que le président de la Fed, Jerome Chair, a véhiculé dans sa conférence de presse qui a suivi la réunion de politique monétaire le mois dernier : Avec pratiquement deux postes à pourvoir pour chaque personne sans emploi, le marché du travail est tendu à un point qui n'est « pas sain ». Certes, le taux d'activité reste déprimé par rapport au niveau d'avant la COVID. Mais prier pour une augmentation de l'offre est un jeu dangereux. Il suffit de regarder les marchés mondiaux de biens pour en voir la preuve. En outre, même si

le taux d'activité revenait instantanément au niveau d'avant la COVID, le ratio des postes à pourvoir aux demandeurs d'emploi resterait encore bien au-dessus des niveaux d'avant la COVID.

Près de 2 postes à pourvoir pour chaque chômeur américain

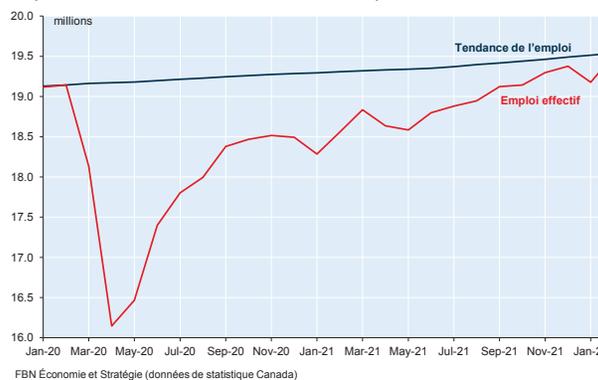
Ratio des postes à pourvoir (JOLTS) aux personnes sans emploi (Étude sur la population active)



Plus cette tension demeurera, plus il sera difficile de contenir l'inflation par la suite puisque la spirale salaires-prix tant appréhendée maintient une inflation élevée. La solution serait de réduire la demande. Et vite. Bien entendu cela peut être accompli le plus rapidement et le plus facilement par une augmentation des taux d'intérêt.

Malgré Omicron, l'emploi est revenu à sa tendance au Canada

Emploi au Canada et tendance normale estimée le taux d'emploi de février 2020



Au Canada, la banque centrale est loin de présenter une intervention de 50 pb sur un plateau d'argent pour la réunion de ce mois. Les représentants de la BdC ont

entretenu intentionnellement un certain flou, notant simplement que les taux seront sur « une voie ascendante » et qu'ils sont « prêts à agir vigoureusement ». Les observateurs de la BdC savent que l'ère Tiff Macklem a été caractérisée par une prudence extrême et des décisions de politique monétaire clairement annoncées d'avance. La BdC a ainsi choisi de renoncer à une hausse des taux qui était nécessaire (et on ne le réalise pas seulement *a posteriori*) et anticipée par presque tout le marché pour laisser aux Canadiens un préavis suffisant de ses intentions. Son modus operandi laisserait par conséquent plutôt présager une hausse plus standard de 25 pb le mois prochain. En d'autres termes, nous ne serions pas très surpris si, une fois de plus, elle restait en deçà de ce qu'attend le marché. Cependant, l'évolution de l'économie depuis la dernière réunion de la Banque (les données du marché du travail et de l'inflation ont une fois de plus surpris à la hausse) justifierait clairement une intervention à court terme plus énergique. Il n'y a pas de deuxième chance – pas de Mulligans, comme diraient les golfeurs – pour les banques centrales, mais une hausse de 50 pb nous ramènerait au moins plus près de la trajectoire sur laquelle nous devrions déjà être. La décision devrait être d'autant plus facile que le marché est déjà prêt pour un tel geste.

Pour l'avenir, certains plaident pour une poursuite des tours de vis à coups de 50 pb par la suite (et les arguments ne manquent pas en faveur d'une telle option), mais nous ne sommes pas convaincus que la Fed ou la BdC seront disposés à cela. Certes, nous nous attendons maintenant à des hausses de taux à chaque réunion d'ici la fin du troisième trimestre, mais nous ne pensons pas qu'il y aura un appui suffisamment large pour continuer à coups de 50 pb pendant longtemps. Alors que les données sur l'inflation et le marché du travail resteront probablement fortes, il n'est pas clair que nous en verrons assez pour forcer la Fed à dévier nettement de la trajectoire des taux déjà ambitieuse exposée dans son graphique à points du mois de mars. Idem pour la BdC. De plus, d'ici les réunions de juin, nous devrions voir une partie de l'attention se détourner des taux directeurs vers l'autre outil de resserrement de la politique monétaire des banques centrales : leurs bilans.

C'est l'heure du RQ, enfin, presque

Jusqu'ici, en cette première phase du cycle de resserrement de la politique monétaire, les banques centrales

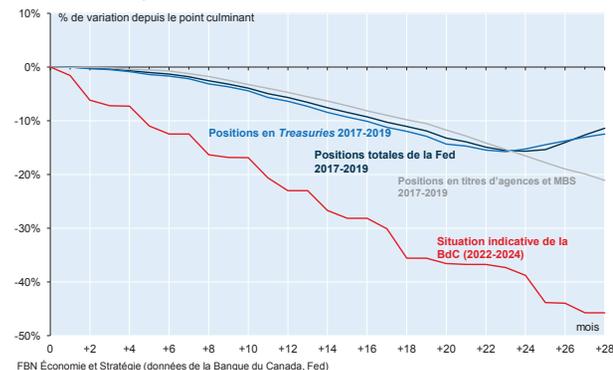
Taux d'intérêt et marché obligataire

se sont clairement focalisées sur le taux directeur. Comme elles l'ont réitéré, c'est leur principal outil. Cependant, après des achats massifs et prolongés d'obligations en 2020 et 2021 (et même en 2022 pour la Fed), il est temps de commencer le processus de retrait de liquidités.

Nous avons appris les éléments de base du RQ des banques centrales au cours des derniers mois, même s'il reste certains détails à préciser (notamment à la Fed). Après la décision sur les taux de la BdC en mars, le gouverneur Tiff Macklem a posé les jalons en vue d'une prochaine réduction importante du portefeuille obligataire par le non-renouvellement des titres arrivant à échéance. De fait, il ne semble pas que la BdC achètera des obligations une fois que la phase de réinvestissement sera terminée, et ce, dès la réunion d'avril. (Si aucun calendrier n'a été fourni, nous considérons qu'avril sera le moment le plus naturel et le plus probable pour mettre ce processus en marche, le discours de M. Macklem le mois dernier ayant donné aux participants du marché un bon préavis de cet événement.) Cela impliquait que le non-renouvellement par la BdC allait dépasser de loin l'expérience de 2017-2019 de la Fed et réduire considérablement les niveaux toujours élevés de liquidités dans le système.

RQ planifié par la BdC plus énergique que le dernier de la Fed

Variation estimée des positions en OdC de la BdC et réduction du bilan de la Fed de 2017-2019

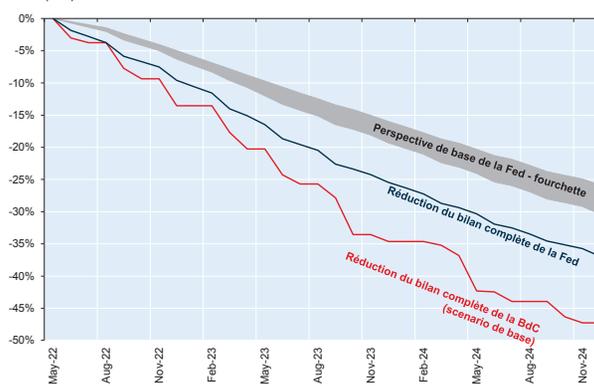


À la Réserve fédérale, il y a eu peu de discussions au sujet d'un RQ à la réunion pivot de mars, où les observateurs étaient plus centrés sur l'évolution massive du graphique à points. Néanmoins, nous ne voyons pas grande utilité à retarder le début de la réduction du bilan et nous pensons qu'elle sera lancée à la prochaine réunion du FOMC, au début de mai. M. Powell et une série d'autres participants au

FOMC ont indiqué que cette fois-ci l'intervention serait plus énergique que dans les cas précédents. Cependant, le projet de la Fed n'est de loin pas aussi ambitieux que celui de la Banque du Canada, puisqu'il comprendrait encore le réinvestissement d'une partie au moins de ses obligations du Trésor. Sauf par la vente pure et simple de ses UST, il serait impossible pour la Fed de réduire ses positions en obligations gouvernementales autant que le fait la BdC, parce que la durée du portefeuille de la banque canadienne est beaucoup plus courte. Cela, en plus d'une plus grande sensibilité aux taux d'intérêt et d'un plus grand endettement des ménages (nous avons expliqué cela en détail dans le mensuel du mois dernier et dans d'autres notes dans *Market View*), explique pourquoi nous voyons la BdC jeter l'éponge plus tôt dans son cycle de hausse des taux et à un niveau plus bas qu'au sud de la frontière.

Le RQ de la BdC devrait nettement dépasser celui de la Fed

Réduction cumulative des positions en obligations gouvernementales dans la réduction complète de la Fed et les perspectives de base de la Fed



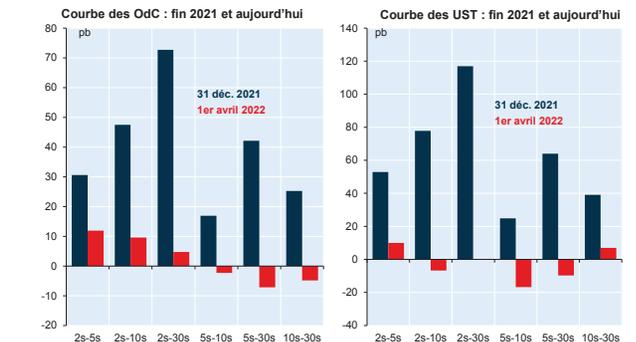
À court terme, des réductions imminentes des bilans ne soulageront probablement pas la pression à la baisse que dénotent les courbes des taux des Treasuries et des obligations du Canada alors que les taux directeurs évoluent rapidement à la hausse. Au lieu de cela, une légère inversion de certains points clés sur la courbe des rendements pourrait persister, particulièrement si les banques centrales procèdent effectivement à la hausse de 50 pb que nous prévoyons. Cependant une fois que l'allègement des bilans sera bien amorcé et qu'il deviendra clair pour les marchés que la Fed et la BdC ne sont pas disposées à donner des tours de vis aussi énergiques qu'ils l'anticipent actuellement, les pressions causant l'inversion devraient diminuer et nous entrevoyons la possibilité d'un

redressement très modeste des courbes des taux. Ne vous y trompez pas, la courbe sera plate, mais nous pourrions éviter une inversion prolongée et encore plus importante que tant de participants du marché appréhendent.

Assurément, si les taux directeurs ne sont pas nettement relevés au-dessus du point neutre, le retour de l'inflation à 2% exigera plus de temps. Mais dans la perspective d'un ralentissement de la croissance et d'une détérioration de la confiance des consommateurs, nous pensons qu'un modeste dépassement de l'objectif d'inflation est un prix que la BdC et la Fed seront ultimement disposées à payer pour maintenir l'expansion en vie. Dans ce contexte, la pression sur les taux de 2 ans pourrait diminuer au deuxième semestre de l'année. Pendant ce temps, les taux à plus long terme pourraient continuer de dériver légèrement à la hausse grâce au RQ et aux attentes d'inflation restant modestement au-dessus de 2%.

Les courbes des taux se sont aplaties fortement cette année

À court terme, elle pourraient s'aplatir encore plus



Si les banques centrales devaient opter pour la trajectoire ultraénergique que dénotent actuellement les prix du marché, nous pourrions voir que les risques pour nos prévisions de taux d'intérêt à long terme pencher du côté de la baisse. Comme il a été dit en introduction, on ne répare pas une erreur par une autre. Une escalade désordonnée des taux directeurs pourrait laisser les marchés financiers en grand désarroi et battus en brèche, les marchés émergents en ressentant le contre-coup, et les perspectives de croissance intérieure et d'emploi en difficulté. Ce n'est pas un environnement propice à une hausse continue des taux obligataires. Comme toujours, seul le temps nous donnera la réponse.

Taux d'intérêt et marché obligataire

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

	1-Avr-22	31-Dec-21	1-Oct-21	2-Jui-21	2-Avr-21
Taux d'intérêt					
3 mois	0.758	0.178	0.12	0.145	0.089
2 ans	2.342	0.951	0.506	0.451	0.222
5 ans	2.48	1.257	1.071	0.968	0.969
10 ans	2.444	1.426	1.469	1.374	1.51
30 ans	2.377	1.678	1.955	1.837	1.948
Écarts					
3 mois - 2 ans	158.4	77.3	38.6	30.6	13.3
2 - 5 ans	13.8	30.6	56.5	51.7	74.7
5 - 10 ans	-3.6	16.9	39.8	40.6	54.1
10 - 30 ans	-6.7	25.2	48.6	46.3	43.8
Taux de change					
CAD/USD	1.2517	1.2637	1.2648	1.2322	1.2578
EUR/CAD	0.7236	0.6954	0.682	0.684	0.6763

FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Marché boursier et stratégie de portefeuille



Marché boursier et stratégie de portefeuille



Stéphane Marion
Économiste et stratège en chef
514 879-3781



Matthieu Arseneau
Chef économiste adjoint
514 879-2252

Monde : Compression des ratios C/B

Après un trimestre difficile au cours duquel les actions mondiales ont chuté de 5.1%, l'indice MSCI Monde (TP) est déjà en baisse de près de 1% au début d'avril. Le Canada, l'Amérique latine et l'Asie sauf le Japon font partie des rares régions affichant une croissance jusque-là en 2022 (tableau).

Indice MSCI composé : Évolution des cours

	T2 2022 à ce jour	T1 2022	2022 à ce jour
MSCI Monde (TP)	-0.8	-5.1	-5.9
MSCI Monde	-0.8	-5.0	-5.7
MSCI États-Unis	-1.1	-5.5	-6.6
MSCI Canada	-0.3	2.9	2.6
MSCI Europe	0.8	-5.9	-5.2
MSCI Pacifique sans le Japon	-0.3	0.6	0.3
MSCI Japon	-2.6	-2.5	-5.1
MSCI MÉ	-0.8	-6.5	-7.2
MSCI MÉ EMOA	0.7	-10.3	-9.7
MSCI MÉ Amérique latine	-1.7	12.7	10.8
MSCI MÉ Asie	-0.9	-7.5	-8.4

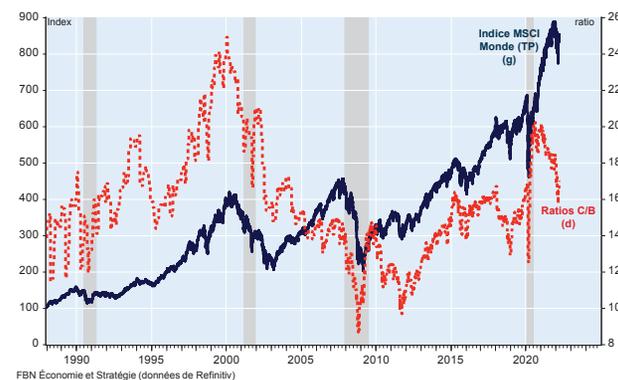
8/4/2022

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Au moment de la rédaction de ces notes, la baisse de l'indice MSCI Monde (TP) depuis son pic de janvier a été causée entièrement par une compression des ratios C/B. Le ratio C/B prévisionnel à 12 mois se situe actuellement à 16.5, en baisse par rapport à un sommet cyclique de 20, mais encore légèrement au-dessus de sa moyenne historique de 15.8 (graphique).

Monde : Compression des ratios C/B

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



En fait, seul l'indice MSCI MÉ EMOA a enregistré une expansion des ratios C/B au cours de l'année écoulée, puisque plus de la moitié de cet indice est composé de producteurs de combustibles fossiles (tableau).¹

Indice composé MSCI : Paramètres de valorisation (C/B)

	8/4/2022	Il y a 1 an	Moyenne 10 ans	Moyenne 5 ans
MSCI Monde (TP)	16.5	19.5	15.4	16.6
MSCI Monde	17.3	20.4	16.0	17.3
MSCI États-Unis	19.9	22.7	17.3	19.1
MSCI Canada	13.7	15.8	14.7	14.8
MSCI Europe	13.6	17.0	14.2	14.9
MSCI Pacifique sans le Japon	15.9	17.5	15.1	15.9
MSCI Japon	12.9	17.2	14.0	14.4
MSCI MÉ	11.9	14.9	11.8	12.6
MSCI MÉ EMOA	12.6	10.8	9.5	10.0
MSCI MÉ Amérique latine	9.0	11.2	12.4	12.3
MSCI MÉ Asie	12.2	16.3	12.2	13.3

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Alors, qu'est-ce qui cause cette compression mondiale des ratios C/B? Une hausse rapide des taux d'intérêt américains n'aide assurément pas. L'histoire nous apprend qu'il ne faut jamais ignorer les inversions de la courbe des taux obligataires pour leur valeur prédictive de l'activité économique et de la dynamique des bénéfices. En même temps, l'inversion récente du segment 2 ans – 10 ans de la courbe des taux reflète les anticipations d'une campagne de resserrement monétaire très énergique par la Réserve fédérale américaine, qui ne s'est pas encore concrétisée. Le 1er avril, il est arrivé pour la toute première fois que la courbe des taux s'inverse après seulement une hausse des taux directeurs. Les marchés prévoient actuellement un taux de financement à un jour de plus de 2.5% d'ici la fin de l'année. Nous croyons qu'un rythme de resserrement de la politique monétaire plus équilibré qui implique moins de hausses de taux, mais une liquidation d'actifs par la banque centrale importante et rapide est possible. Comme nos stratèges spécialistes des titres à revenu fixe l'expliquent dans la dernière édition du *Mensuel obligataire*, le recours au resserrement quantitatif (RQ) serait un moyen logique de retirer la détente monétaire sans inverser la courbe des taux prématurément ou de manière plus prononcée – et, donc, de prolonger l'expansion économique. Nous

¹ Comprend 11 marchés émergents en Europe, au Moyen-Orient et en Afrique (EMOA).

² Voir la recherche sur les facteurs ESG de Baltej Sidhu du 7 avril.

Marché boursier et stratégie de portefeuille

avons remarqué avec intérêt que lorsque le membre du Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale, Lael Brainard, a mentionné le 5 avril que la RQ pourrait commencer dès la réunion du FOMC de mai, le segment 2 ans - 10 ans de la courbe et redevenu positif puisque les taux des obligations du Trésor américain à 10 ans ont atteint 2.7% (graphique).

É.-U. : Remontée au-dessus de zéro après l'inversion la plus rapide

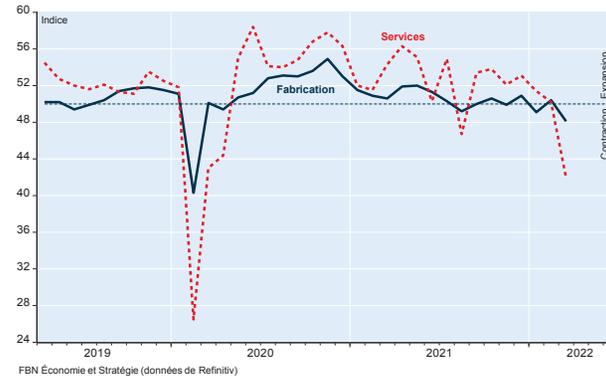
Taux des obligations du Trésor américain (10 ans, 2 ans), taux des fonds fédéraux et courbe 2 ans - 10 ans



Même si nous ne nous attendons pas à ce que les taux à 10 ans augmentent trop à partir de là, il est peu probable que nous assistions à une expansion des ratios C/B avant que l'inflation ait culminé, ce qui pourrait ne pas se produire avant le deuxième semestre de l'année. Maintenant que le conflit armé en Ukraine entre dans son deuxième mois, les prix des aliments et de l'énergie restent élevés, taxant autant les consommateurs que les producteurs. En outre, la décision de la Chine de maintenir sa politique de zéro COVID au moment où le pays connaît une recrudescence des cas associés au variant hautement contagieux Omicron aura un impact négatif sur la chaîne d'approvisionnement mondiale au cours des semaines à venir. Markit fait état d'un important ralentissement du secteur privé de la Chine de mars, un mois au cours duquel des confinements ont été imposés dans deux des plus grandes villes du pays (Shenzhen et Shanghai) - graphique.

Chine : Le secteur privé s'est contracté en mars

Indices PMI Caixin/Markit



Sur cette toile de fond d'un nouveau choc de l'offre mondiale et de hausse des taux d'intérêt, les perspectives de bénéfices deviennent plus difficiles. Bien que les attentes en matière de bénéfices globales aient été révisées à la hausse dans toutes les grandes régions du monde, sauf en Asie, au cours du dernier mois, la diffusion s'est érodée. La part des sociétés dont les bénéfices ont augmenté se situait à 43% au début d'avril, soit le niveau le plus bas en deux ans, en dessous de la moyenne historique de 45% (graphique).

Monde : La diffusion des bénéfices chute sous la moyenne historique

Sociétés affichant des révisions positives des bénéfices dans le total des révisions annoncées le mois dernier



La diffusion en Europe et sur les marchés émergents de l'Asie est actuellement inférieure à 40%, mais par rapport à leur moyenne historique, les États-Unis affichent

une des plus importantes divergences négatives (43% contre une moyenne de 49%) - tableau. En revanche, la diffusion des révisions des bénéfices reste bien meilleure que la norme historique au Canada, en Amérique latine et dans la région EMOA.

MSCI : Évolution des bénéfices prévisionnels à 12 mois

	Variation 3 mois		Variation 1 mois		Diffusion 1 mois (augmentation - %)	
	Variation 3 mois	Moyenne historique 10 ans	Variation 1 mois	Moyenne historique 10 ans	Diffusion 1 mois	Moyenne historique 10 ans
MSCI Monde (TP)	2.8	-0.4	1.0	-0.4	43%	45%
MSCI Monde	3.0	-0.4	1.1	-0.4	43%	46%
MSCI États-Unis	2.0	-0.2	0.7	-0.2	43%	49%
MSCI Canada	7.8	-0.5	3.7	-0.5	53%	44%
MSCI Europe	4.8	-0.8	1.5	-0.8	38%	42%
MSCI Pacifique sans le Japon	4.0	-0.4	2.5	-0.4	48%	42%
MSCI Japon	2.8	-0.1	1.1	-0.1	45%	50%
MSCI MÉ	1.5	-0.5	0.4	-0.5	42%	41%
MSCI MÉ EMOA	8.5	-0.3	3.6	-0.3	57%	44%
MSCI MÉ Amérique latine	10.5	-0.8	5.3	-0.8	64%	41%
MSCI MÉ Asie	-0.8	-0.4	-0.8	-0.4	39%	41%

8/4/2022
FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Aux États-Unis, les prévisions de croissance des bénéfices pour la prochaine année se situent actuellement à 10% pour l'indice S&P 500. Tous les grands secteurs, à part ceux de l'immobilier et des services financiers, devraient dégager des bénéfices par action plus élevés (tableau).

Indice composé S&P 500 : Prévion de BPA des analystes

	Bénéfice par action					Croissance du BPA (%)		
	2021	2022	2023	12DM	12PM	2022	2023	12PM
S&P 500	203	223	245	210	230	10	10	10
ÉNERGIE	31	52	46	37	50	65	-11	38
MATÉRIAUX	32	35	34	33	35	11	-4	7
INDUSTRIE	31	42	50	34	44	34	21	30
CONS. DISC.	39	50	62	42	53	27	24	26
CONS. BASE	34	36	39	35	37	5	8	6
SANTÉ	90	97	97	92	97	8	0	6
FINANCES	49	43	49	47	45	-11	14	-5
TI	96	109	122	103	115	13	12	12
TÉLÉCOMMS	12	13	14	12	13	2	15	5
SERV. PUB.	17	17	19	17	18	1	8	3
IMMOBILIER	8	6	7	7	6	-19	10	-13

8/4/2022
FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Il est intéressant de noter que ces prévisions de bénéfices reposent sur une légère expansion des marges de profit dans la plupart des secteurs (tableau).

Marché boursier et stratégie de portefeuille

Indice composé S&P 500 : Marges de profit

	2021	2022	2023	2024	12 derniers mois	12 prochains mois
S&P 500	13.1	13.1	13.7	14.4	13.1	13.3
ÉNERGIE	7.7	10.4	9.7	10.3	8.5	10.2
MATÉRIAUX	13.1	13.4	12.9	13.2	13.2	13.3
INDUSTRIE	8.1	9.7	11.0	11.8	8.6	10.1
CONS. DISC.	6.9	7.8	8.7	9.6	7.2	8.0
CONS. BASE	7.4	7.4	7.7	8.0	7.4	7.5
SANTÉ	11.3	11.4	11.0	11.1	11.3	11.3
FINANCES	21.5	18.2	19.4	20.7	20.7	18.5
TI	24.7	24.9	25.7	26.5	24.9	25.2
TÉLÉCOMS	17.0	16.1	17.0	17.7	16.7	16.3
SERV. PUB.	13.0	13.9	14.7	15.3	13.2	14.1
IMMOBILIER	22.4	16.0	16.8	17.2	20.6	16.2

8/4/2022

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

La tâche ne sera pas facile, puisque les marges bénéficiaires se situent déjà à des niveaux records (graphique). À notre avis, il sera difficile même de maintenir les marges à leur niveau actuel dans un contexte d'augmentation des taux d'intérêt, de marchés du travail tendus et de problèmes continus de chaînes d'approvisionnement mondiales qui restent affectées par la pandémie et un conflit armé en Europe.

États-Unis : Les marges bénéficiaires seront-elles maintenues?



S&P/TSX : Toujours résilient

Après avoir augmenté de 3.1% au premier trimestre, l'indice S&P/TSX n'est en baisse que de 0.1% au début du deuxième (tableau). Les secteurs de l'énergie, des

matériaux et des télécommunications continuent sur leur élan, avec des gains impressionnants depuis le début de l'année. À l'autre extrémité du spectre, le secteur de la technologie de l'information affiche déjà une perte de près de 40% depuis le début de 2022.

Indice S&P/TSX composé : Évolution des cours

	Depuis le début		
	du mois	du trimestre	de l'année
S&P TSX	-0.1	-0.1	3.1
TÉLÉCOMS	4.8	4.8	12.9
ÉNERGIE	3.7	3.7	32.0
SERVICES PUBLICS	3.1	3.1	7.2
MATÉRIAUX	2.5	2.5	22.7
CONSOMMATION DE BASE	2.4	2.4	7.5
CONSOM. DISCRÉTIONNAIRE	-0.8	-0.8	-8.9
SERVICES FINANCIERS	-1.3	-1.3	0.1
IMMOBILIER	-1.8	-1.8	-7.1
BANQUES	-1.9	-1.9	0.7
SANTÉ	-3.8	-3.8	-12.2
INDUSTRIE	-4.9	-4.9	-1.5
TI	-5.6	-5.6	-39.1

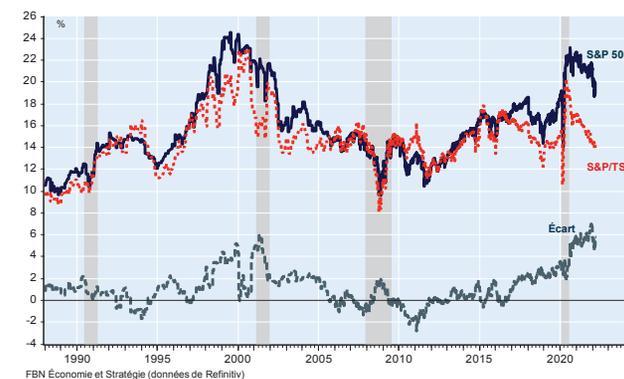
8/4/2022

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Comme pour les autres indices boursiers mondiaux de référence, l'indice S&P/TSX a aussi connu une contraction des ratios C/B prévisionnels. À environ 14 fois le bénéfice prévisionnel, la valorisation de l'indice S&P/TSX est inférieure à la moyenne historique et présente un important écart négatif par rapport à l'indice S&P 500 (graphique).

S&P/TSX : Encore un écart important par rapport à l'indice S&P 500

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



Au niveau sectoriel, il est intéressant de noter que les secteurs les plus performants de l'indice S&P/TSX en 2022, ceux de l'énergie et des matériaux, continuent d'afficher des ratios C/B prévisionnels qui restent faibles par rapport à leurs moyennes décennales respectives (tableau).

S&P/TSX : Cours par rapport au bénéfice prévu dans 12 mois

	8/4/2022	Il y a 1 an	Moyenne 10 ans	Moyenne 5 ans
S&P TSX	14.1	16.5	15.1	15.3
ÉNERGIE	11.0	15.8	34.3	39.4
MATÉRIAUX	13.9	14.3	18.1	17.6
INDUSTRIE	26.3	31.0	18.5	21.6
CONSOM. DISC.	13.7	15.9	14.0	14.3
CONSOM. DE BASE	17.8	17.2	16.7	16.9
SANTÉ	15.3	27.3	16.1	20.0
SERV. FINANCIERS	11.0	11.7	11.4	11.1
BANQUES	10.8	11.2	10.9	10.8
TI	38.0	60.4	29.1	39.0
TÉLÉCOMS	21.2	18.2	16.0	16.8
SERV. PUBLICS	26.9	26.1	20.3	21.5
IMMOBILIER	15.1	NA	NA	NA

8/4/2022

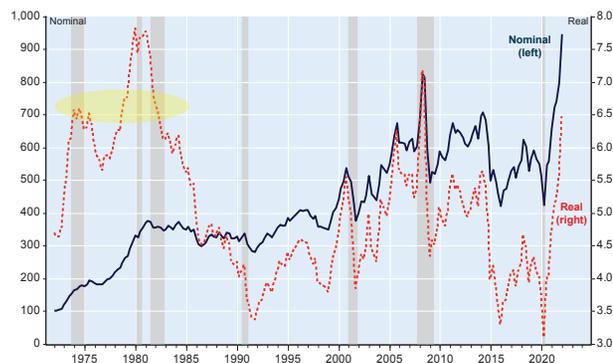
FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

À notre avis, ces secteurs bénéficieront probablement d'une expansion des ratios C/B à l'avenir. Le prix des matières premières produites au Canada restera probablement élevé plus longtemps encore en raison de la croissance de la demande mondiale et des entraves de l'offre russe. En termes corrigés de l'inflation, l'indice des produits de base de la Banque du Canada est au plus haut depuis 13 ans. Ce niveau a rarement été maintenu pendant longtemps dans le passé, à l'exception des années 1970 (voir la ligne rouge sur le graphique). Nous croyons que le contexte géopolitique actuel favorise une période de prix des matières premières élevés pendant plus longtemps, ce qui pourrait relancer l'investissement dans le secteur.

Marché boursier et stratégie de portefeuille

Canada: Commodity prices at a record high

BoC commodity price index for commodities produced in Canada expressed in CAD (nominal vs. real*)



* Deflated using Canada all-items CPI
FBN Economie et Stratégie (data via Refinitiv)

Nous avons fait valoir le mois dernier que le budget fédéral 2022 pourrait être positif pour l'indice S&P/TSX si Ottawa dévoilait un programme ambitieux pour encourager le captage, l'utilisation et le stockage du carbone (CUSC). Or, c'est exactement ce qu'a annoncé le budget du 7 avril : un crédit d'impôt de 50% pour les investissements dans le CUSC. Nos collègues qui couvrent le secteur de l'énergie croient que cette nouvelle mesure devrait être suffisante pour stimuler un investissement important afin d'aider à soutenir les objectifs d'émissions du Canada tout en augmentant la production. Le crédit d'impôt à l'investissement est aussi positif, car il est assorti de normes de référence pour l'industrie pour gérer la structure économique des projets et démontrer les prouesses techniques du secteur.² On notera que le budget fédéral prévoit aussi une dépense de \$1.5 milliard pour soutenir le développement du secteur des minéraux critiques du Canada.

Répartition des actifs

Notre recommandation de répartition des actifs reste inchangée ce mois-ci, avec une légère sous-pondération des actions par rapport à notre modèle de référence. Géographiquement, nous demeurons à l'aise avec notre recommandation supérieure au modèle en faveur des actions canadiennes, étant donné ce que nous pensons des prix des matières premières. Les titres à revenus fixes restent sous-pondérés par rapport à notre modèle pour le moment, mais nous sommes prêts à ajuster notre position en fonction de la nature du resserrement quantitatif qu'annoncera la Fed. Nous continuons de surpondérer la part de liquidités par rapport à notre modèle de référence.

NBF Asset Allocation			
	Benchmark (%)	NBF Recommendation (%)	Change (pp)
Equities			
Canadian Equities	20	25	
U.S. Equities	20	18	
Foreign Equities (EAFE)	5	3	
Emerging markets	5	3	
Fixed Income	45	42	
Cash	5	9	
Total	100	100	

NBF Economics and Strategy

Répartition sectorielle

Notre répartition sectorielle est inchangée ce mois-ci. Nous continuons de privilégier les secteurs qui se sont bien tenus dans la phase initiale du resserrement de la politique monétaire, tant que la courbe des taux reste au-dessus des niveaux qui dénotent normalement un marché baissier pour les actions tout en offrant une protection contre la stagflation (énergie, métaux communs, or).

Marché boursier et stratégie de portefeuille

Rotation sectorielle fondamentale FBN - Avril 2022

Nom (secteur/industrie)	Recommandation	Pondération S&P/TSX
Énergie	Surpondérer	16.9%
Matériaux	Surpondérer	13.6%
Produits chimiques	Équipondérer	2.5%
Emballage et conditionnement	Surpondérer	0.4%
Métaux et minerais *	Surpondérer	3.0%
Or	Surpondérer	7.2%
Papier et industrie du bois	Équipondérer	0.5%
Industrie	Équipondérer	11.4%
Biens d'équipement	Surpondérer	2.0%
Services aux entreprises	Sous-pondérer	3.0%
Transports	Équipondérer	6.4%
Consommation discrétionnaire	Équipondérer	3.2%
Automobiles et composants automobiles	Sous-pondérer	0.8%
Biens de consommation durables et habillement	Surpondérer	0.5%
Services aux consommateurs	Équipondérer	0.8%
Distribution	Équipondérer	1.1%
Biens de consommation de base	Équipondérer	3.9%
Distribution alimentaire et pharmacie	Équipondérer	3.3%
Produits alimentaires, boisson et tabac	Équipondérer	0.5%
Santé	Équipondérer	0.7%
Équipements et services de santé	Équipondérer	0.2%
Produits pharmaceutiques et biotechnologie	Équipondérer	0.5%
Finance	Équipondérer	31.3%
Banques	Équipondérer	21.3%
Services financiers diversifiés	Équipondérer	4.2%
Assurance	Équipondérer	5.8%
Technologies de l'information	Sous-pondérer	6.3%
Télécommunications	Équipondérer	5.2%
Services aux collectivités	Sous-pondérer	4.8%
Immobilier	Sous-pondérer	2.8%

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

Marché boursier et stratégie de portefeuille

Prévisions FBN Canada		
	Actuel	Cible
Niveau de l'indice	2022-04-08	T4-2022 (est.)
S&P/TSX	21 874	22 700
Hypothèses		T4-2022 (est.)
Niveau: Bénéfices	1395	1550
Dividendes	575	639
Ratio C/B passé	15.7	14.6
Obligations 10 ans	2.63	2.60

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

Prévisions FBN États-Unis		
	Actuel	Cible
Niveau de l'indice	2022-04-08	T4-2022 (est.)
S&P 500	4 488	4 500
Hypothèses		T4-2022 (est.)
Niveau: Bénéfices	210	219
Dividendes	62	64
Ratio C/B passé	21.4	20.5
Obligations 10 ans	2.72	2.65

* Bénéfices opérationnels du S&P, approche ascendante.

	Rendement des marchés boursiers internationaux								
	En monnaie locale (Indices MSCI en \$ US)					En dollars canadiens			Corrélation * avec S&P 500
	Clôture 08/04/2022	Cumulatif avr.-22	Cumulatif 2022	Δ 1 an	Δ 3 ans	Cumulatif 2022	Δ 1 an	Δ 3 ans	
Amérique du Nord - Indice MSCI	4 499	-1.1%	-6.2%	8.1%	54.6%	-6.4%	8.2%	46.2%	1.00
États-Unis - S&P 500	4 488	-0.9%	-5.8%	9.6%	55.0%	-6.1%	9.7%	46.6%	1.00
Canada - S&P TSX	21 874	-0.1%	3.1%	13.8%	33.3%	3.1%	13.8%	33.3%	0.95
Europe - Indice MSCI	1 907	-1.1%	-8.9%	-2.7%	13.7%	-9.2%	-2.6%	7.5%	0.91
Royaume-Uni - FTSE 100	7 670	2.1%	3.9%	10.5%	2.9%	-0.5%	4.8%	-3.0%	0.33
Allemagne - DAX 30	14 284	-0.9%	-10.1%	-6.1%	19.4%	-14.2%	-14.0%	9.0%	0.92
France - CAC 40	6 548	-1.7%	-8.5%	6.2%	19.7%	-12.7%	-2.8%	9.3%	0.85
Suisse - SMI	12 508	2.9%	-2.9%	11.6%	31.0%	-5.5%	10.7%	32.4%	0.96
Italie - Milan Comit 30	259	0.0%	0.0%	0.0%	7.1%	-4.6%	-8.5%	-2.2%	0.51
Pays-Bas - Amsterdam	725	0.1%	-9.2%	1.6%	28.9%	-13.4%	-7.0%	17.7%	0.96
Zone Pacifique - Indice MSCI	2 876	-3.5%	-7.5%	-10.3%	7.9%	-7.7%	-10.2%	2.0%	0.85
Japon - Nikkei 225	26 986	-3.0%	-6.3%	-9.2%	24.0%	-13.5%	-20.1%	5.0%	0.91
Australie - All ordinaries	7 772	-0.2%	-0.1%	7.2%	23.2%	2.1%	4.7%	21.9%	0.85
Hong Kong - Hang Seng	21 872	-0.6%	-6.5%	-24.6%	-27.3%	-7.3%	-25.1%	-31.2%	-0.21
MSCI - Monde	3 012	-1.3%	-6.8%	4.0%	39.9%	-7.0%	4.1%	32.3%	0.99
MSCI - Monde ex. É.-U.	2 187	-1.8%	-7.2%	-3.6%	14.3%	-7.5%	-3.5%	8.1%	0.92
MSCI - EAEO	2 140	-1.9%	-8.4%	-5.4%	11.7%	-8.7%	-5.3%	5.7%	0.90
MSCI - Marchés émergents (indice libre)	1 128	-1.2%	-8.4%	-16.0%	3.6%	-8.7%	-15.9%	-2.0%	0.80

* Corrélation des rendements mensuels sur 3 ans

Marché boursier et stratégie de portefeuille

Bénéfices sectoriels du S&P 500 - Consensus*

2022-04-08

	Pond. S&P 500	niveau	Variation		Croissance - BPA			C/B			Croissance prévue sur 5 ans	Ratio PEG	Indice de révision**
			3-m Δ	12-m Δ	2022	2023	à 12 mois	2022	2023	à 12 mois			
S&P 500	100	311	0.71	23.45	9.93	9.78	9.63	20.59	18.75	19.96	17.04	2.07	2.05
Énergie	4.07	605.71	29.54	65.42	65.02	-10.84	38.10	11.38	12.76	11.69	16.89	0.31	31.40
Matériaux	2.65	555.39	-1.03	11.41	11.21	-3.55	7.12	15.91	16.50	16.01	16.45	2.25	5.77
Industrie	7.67	841.81	-6.54	0.02	33.94	20.89	29.56	21.25	17.58	20.15	15.10	0.68	-2.76
Consommation discrétionnaire	11.75	1417.79	-9.64	1.61	27.24	24.23	25.91	30.02	24.17	28.36	31.69	1.09	-0.93
Consommation de base	6.38	823.24	1.93	16.24	5.14	8.06	5.99	21.93	20.30	21.31	8.35	3.56	-0.39
Santé	14.33	1664.58	6.19	22.42	7.78	-0.37	5.71	16.60	16.67	16.62	9.59	2.91	1.80
Finance	11.08	630.05	-8.01	8.83	-10.81	14.09	-5.09	15.08	13.22	14.56	18.33	nég.	-0.46
Technologie de l'information	27.08	2677.04	-8.07	8.53	13.33	12.21	12.01	26.06	23.23	24.67	15.77	2.05	3.19
Services de télécommunications	9.27	230.73	-11.36	-8.27	2.21	14.67	5.15	19.11	16.67	18.38	19.84	3.57	-2.84
Services publics	2.86	390.94	9.25	18.56	1.40	8.21	3.12	21.84	20.18	21.39	6.80	6.86	-2.47
Immobilier	2.87	310.87	0.71	23.45	-19.06	10.47	-12.79	49.06	44.41	47.81	38.13	nég.	2.11

* Source I/B/E/S

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

Analyse technique



Dennis Mark, CFA
Analyste
416 869-7427

Points saillants des graphiques sur un marché volatil

Les marchés étaient houleux et volatils en mars alors que la guerre en Ukraine faisait les manchettes. La volatilité des devises, des taux d'intérêt et des matières premières a débordé sur les actions, mais en fin de compte, les tendances primaires l'ont emporté face à la volatilité et aux rumeurs. Dans l'édition d'avril de Vision, nous présentons des graphiques qui retiennent notre attention sur les tendances émergentes ou primaires.

Analyse technique

Taux à 10 ans (TNX)

Les taux d'intérêt ont touché un plancher il y a près de deux ans et ont commencé à remonter à la fin de 2020 après une percée initiale à environ 0.73% de la courbe TNX. Récemment, une deuxième percée plus importante à 1.7% est suivie d'un fort mouvement à la hausse des taux. La récente percée a complété une formation en triangle de la courbe TNX qui laisse entrevoir une nouvelle poussée à la hausse des taux. Notre première cible de 2.25% a rapidement été atteinte et notre deuxième cible de 3% reste en vue. La poursuite de la hausse des taux d'intérêt est un frein et finira pas avoir un impact sur les prix des actions.



Analyse technique

Indice composé NASDAQ (IXIC)

L'indice composé NASDAQ est l'indice qui était en tête à la hausse et, maintenant, il est en tête à la baisse. Après un repli de plus de 20% ces derniers mois, le marché pouvait bien rebondir à un certain point. Le rebond est venu d'un test du soutien à environ 12,600 et est redescendu à sa moyenne de 200 jours autour de la résistance à 14,700. Le volume est médiocre, mais le marché a rebondi d'environ 16% en moins de trois semaines. Cette action est une action typique de marché baissier où les reprises sont fortes, mais de courte durée. Au début de 2001, l'indice NASDAQ a rebondi de 15% en un jour et a continué sa reprise pendant trois semaines de plus avant une nouvelle tendance à la baisse. Si effectivement le rebond s'arrête là, les niveaux de soutien importants à surveiller sont 14,100 et 12,600. De nouveaux franchissements de ces niveaux de soutien signalent le renouveau d'une tendance à la baisse en train de se développer.



Analyse technique

iShares Russell 2000 Growth ETF (IWO)

Un puissant rebond du NASDAQ n'a pas trouvé d'écho proportionnel dans le fonds Russell 2000 growth ETF. Le fonds IWO a mis fin à une formation sommitale d'un an au début de 2022 et a plus de temps à la baisse en perspective. Alors que le NASDAQ teste de nouveau sa moyenne de 200 jours, le graphique IWO accuse un retard sur le mouvement à court terme impressionnant du NASDAQ. Cette évolution laisse penser que la liste élargie des actions de croissance/technologique connaît des rebonds beaucoup plus faibles que ne l'indique l'indice NASDAQ. Les rebonds dans un profil qui faiblit techniquement laissent entrevoir une reprise de la tendance à la baisse.



Analyse technique

CGI Inc. (GIB.A)

Le graphique GIB.A est un excellent exemple d'une action technologique qui accuse un retard sur le rebond du NASDAQ. La vigueur relative a culminé l'été dernier et continue de tendre à la baisse. Une formation sommitale a été complétée quand l'action a glissé sous \$105.00 inversant la tendance de la hausse à la baisse. Un soutien mineur à \$100.00 maintient l'action à court terme alors que le rendement relatif tend à la baisse, l'action n'ayant pas été en mesure de remonter au rythme du NASDAQ au cours du dernier mois. La prochaine cible se situe entre \$88.00 et \$90.00.



REFINITIV

Analyse technique

Lightspeed Commerce Inc. (LSPD)

LSPD est un autre exemple de titre technologique qui accuse un retard sur le rebond à court terme du NASDAQ. Alors que le titre a regagné environ 60% depuis son plus récent plancher, il a difficilement récupéré ses pertes antérieures. La puissante dynamique baissière s'étalera sur de nombreux mois, laissant penser que cette action deviendra un titre pour des opérations à court terme plutôt qu'un titre porté par une tendance forte. On peut s'attendre à une reprise en forme de L de la courbe de LSPD. Le niveau de soutien se situera au milieu de la vingtaine de dollars avec des rebonds jusqu'au milieu de la quarantaine, au mieux.



Analyse technique

KBW Bank index/ FINB BMO équipondéré banques (BKX/ZEB)

Le graphique comparant l'indice U.S. Money Center Banks Index au FINB BMO équipondéré banques BMO laisse entrevoir un risque croissant pour le fonds ZEB. On peut constater une corrélation étroite de la tendance remontant à plus de 10 ans. L'indice BKX semble être en train de dessiner une formation sommitale d'un an qui se termine aux environs de 120.00. Si cette formation était complétée, elle renverserait la tendance avec des implications négatives pour ZEB. Le graphique ZEB a commencé à révéler une performance plus faible comme prélude à une tendance plus faible qui deviendra plus apparente si l'indice BKX part à la baisse.



REFINITIV

Analyse sectorielle



Dans cette section,
les tableaux et graphiques
sont basés sur les informations
disponibles au **31 mars 2022**.

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

Secteur	Titre	Symbole	Prix	Cours Cible	Rend. Div.	Rend. Est.	Industrie
Énergie	Cenovus Energy Inc.	CVE	\$20.84	\$28.00	0.65%	35.03%	Pétrole, gaz et combustibles
	Keyera Corp.	KEY	\$31.69	\$37.00	6.08%	22.81%	Pétrole, gaz et combustibles
	Secure Energy Services Inc.	SES	\$5.34	\$8.00	0.53%	50.37%	Équipements et services pour l'énergie
	Shawcor Ltd.	SCL	\$5.04	\$8.50	0.00%	68.65%	Équipements et services pour l'énergie
	Tourmaline Oil Corp.	TOU	\$57.60	\$62.50	1.35%	9.90%	Pétrole, gaz et combustibles
Matériaux	Centerra Gold Inc.	CG	\$12.29	\$14.50	2.24%	20.26%	Or
	Copper Mountain Mining Corp.	CMMC	\$3.76	\$4.75	0.00%	26.33%	Métaux et minerais
	Endeavour Mining plc	EDV	\$31.01	\$44.25	2.26%	44.99%	Or
	Hudbay Minerals Inc.	HBM	\$9.82	\$12.50	0.20%	27.49%	Métaux et minerais
	Kinross Gold Corp.	K	\$7.34	\$11.00	2.00%	51.91%	Métaux et minerais
	Pan American Silver Corp.	PAAS	\$34.12	\$41.00	1.73%	21.94%	Métaux et minerais
	Teck Resources Ltd.	TECK.b	\$50.48	\$55.00	0.98%	9.94%	Métaux et minerais
	Wesdome Gold Mines Ltd.	WDO	\$15.69	\$18.75	0.00%	19.50%	Or
Industrie	ATS Automation Tooling Systems Inc.	ATA	\$45.10	\$66.00	0.00%	46.34%	Biens d'équipement
	CAE Inc.	CAE	\$32.54	\$44.00	0.00%	35.22%	Biens d'équipement
	Dexterra Group Inc.	DXT	\$7.86	\$13.00	4.45%	69.85%	Services aux entreprises
	GDI Integrated Facility Services Inc.	GDI	\$54.00	\$70.50	0.00%	30.56%	Services aux entreprises
	Heroux-Devtek Inc.	HRX	\$17.09	\$26.00	0.00%	52.14%	Biens d'équipement
	IBI Group Inc.	IBG	\$14.13	\$20.00	0.00%	41.54%	Services aux entreprises
	Mullen Group Ltd.	MTL	\$13.36	\$16.50	4.41%	27.99%	Transport
	TFI International Inc.	TFII	\$133.15	\$160.00	1.12%	21.18%	Transport
	WSP Global Inc.	WSP	\$165.91	\$209.00	0.92%	26.88%	Biens d'équipement
	Consommation discrétionnaire	Dollorama Inc.	DOL	\$70.90	\$75.00	0.31%	6.09%
Spin Master Corp.		TOY	\$43.05	\$66.00	0.00%	53.31%	Biens de consommation durables et habillement
Biens de consommation de base	Chartwell Retirement Residences	CSH.un	\$12.40	\$15.00	4.80%	25.90%	Équipements et services de santé
	Dialogue Health Technologies Inc.	CARE	\$5.27	\$11.50	0.00%	118.22%	Équipements et services de santé
	DRI Healthcare Trust	DHT.u	US\$6.20	US\$10.00	4.73%	66.13%	Produits pharmaceutiques et biotechnologie
	Knight Therapeutics Inc.	GUD	\$5.22	\$7.50	0.00%	43.68%	Produits pharmaceutiques et biotechnologie
Finance	Alaris Equity Partners Income Trust	AD.un	\$20.21	\$27.00	6.56%	40.13%	Services financiers diversifiés
	Canadian Imperial Bank of Commerce	CM	\$151.75	\$167.00	4.24%	14.29%	Banques
	ECN Capital Corp.	ECN	\$6.67	\$8.00	0.61%	20.54%	Services financiers diversifiés
	Fairfax Financial Holdings Ltd.	FFH	\$682.03	\$1000.00	1.84%	48.49%	Services financiers diversifiés
	iA Financial Corp.	IAG	\$76.01	\$89.00	3.34%	20.38%	Assurances
	Royal Bank of Canada	RY	\$137.64	\$147.00	3.47%	10.29%	Banques
	Trisura Group Ltd.	TSU	\$34.37	\$65.00	0.00%	89.12%	Assurances
Technologies de l'information	Lightspeed Commerce Inc.	LSPD	US\$30.47	US\$75.00	0.00%	146.14%	Logiciels et services
	Shopify Inc.	SHOP	US\$675.96	US\$1500.00	0.00%	121.91%	Logiciels et services
	TELUS International (CDA) Inc.	TIXT	US\$24.71	US\$50.00	0.00%	102.35%	Logiciels et services
Communications	Cineplex Inc.	CGX	\$13.84	\$19.00	0.00%	37.28%	Médias et Loisirs
	Rogers Communications Inc.	RCL.b	\$70.76	\$77.00	2.82%	11.64%	Services de Télécommunication
Services aux collectivités	Boralx Inc.	BLX	\$40.52	\$44.00	1.65%	10.22%	Services aux collectivités
	Capital Power Corp.	CPX	\$40.71	\$47.00	5.40%	20.83%	Services aux collectivités
	Innergex Renewable Energy Inc.	INE	\$19.88	\$23.00	3.74%	19.32%	Services aux collectivités
	Northland Power Inc.	NPI	\$41.56	\$44.00	2.90%	8.76%	Services aux collectivités
Immobilier	Canadian Apartment Properties REIT	CAR.un	\$53.65	\$70.50	2.73%	34.11%	Immobilier
	CT REIT	CRT.un	\$17.68	\$19.50	4.82%	15.04%	Immobilier
	Flagship Communities REIT	MHC.u	US\$19.75	US\$24.00	2.74%	24.23%	Immobilier
	H&R REIT	HR.un	\$13.05	\$17.00	4.08%	34.25%	Immobilier
	Killam Apartment REIT	KMP.un	\$21.42	\$27.00	3.31%	29.32%	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 31 mars 2022

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.**Dettes/FTD** = Ce ratio représente la dette nette réelle de la société (dette à long terme plus fonds de roulement basée sur le plus récent chiffre annuel publié) divisée par les flux de trésorerie distribuables.› **SERVICES FINANCIERS ET SERVICES FINANCIERS DIVERSIFIÉS****Valeur comptable** = Valeur nette d'une société par action. Cette valeur représente la valeur des fonds propres totaux de l'entreprise dont on soustrait le capital des actions privilégiées divisé par le nombre d'actions en circulation (basé sur le plus récent chiffre annuel publié).**C/VC** = Cours/valeur comptable› **IMMOBILIER****Distributions par part** = Valeur brute distribuée par part au cours du plus récent exercice et prévue pour le prochain exercice et l'exercice suivant (Ex1 et Ex2).**Rend. des dist.** = Distributions par action ou part pour le prochain exercice et l'exercice suivant (Ex1 et Ex2) en pourcentage du cours.**FPE** = Les fonds provenant de l'exploitation sont un indicateur des fonds générés pendant une période donnée, calculé par l'ajustement du bénéfice net en fonction des changements de la juste valeur des biens immobiliers d'investissement, de leur amortissement, des gains et pertes à la vente de ces biens, et des coûts d'acquisition des biens à la fusion d'entreprises.**FPE dilués** = Fonds provenant de l'exploitation après dilution.**C/FPE** = Cours/fonds provenant de l'exploitation.› **MÉTAUX ET MINÉRAIS: MÉTAUX PRÉCIEUX / MÉTAUX COMMUNS****C/FT** = Ratio de valorisation cours/flux de trésorerie. Les calculs du ratio C/FTP A pour des flux de trésorerie nuls ou négatifs ne s'appliquent pas (s.o.). Un ratio C/FTP A supérieur à 100 est réputé non significatif (n.s.).**C/VANPA** = Cours/valeur de l'actif net par action.› **SITUATIONS SPÉCIALES****FTDPAD** = Flux de trésorerie distribuables par action après dilution. Flux de trésorerie (BAIIA moins les intérêts, les impôts à payer, les dépenses d'investissement en entretien et toutes charges exceptionnelles) disponibles pour versement aux porteurs d'actions ordinaires compte tenu des sources de conversion possible en actions en circulation comme les obligations convertibles et les options d'achat d'actions.› **TECHNOLOGIES PROPRES ET DÉVELOPPEMENT DURABLE****Ventes par action** = Chiffre d'affaires/actions en circulation après dilution.**C/V** = Cours/ventes› **TRANSPORT ET PRODUITS INDUSTRIELS****FTDPAD** = Flux de trésorerie disponibles par action après dilution.**C/FTP A** = Ratio de valorisation cours/flux de trésorerie par action. Les calculs du ratio C/FTP A pour des flux de trésorerie nuls ou négatifs ne s'appliquent pas (s.o.). Un ratio C/FTP A supérieur à 100 est réputé non significatif (n.s.).



Gabriel Dechaine

Analyste
416 869-7442

Adjoints :

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

Sélections

- › iA Société financière
- › Banque Canadienne Impériale de Commerce
- › Banque Royale du Canada

Banques et compagnies
d'assurance-vie canadiennes

iA Société financière (TSX : IAG) – BPA cible : un coup manqué de « haute qualité ». Les prévisions et les commentaires sur l'IFRS 17 sont positifs.

Le fait que le BPA d'IAG au T4 2021 a manqué la cible doit être pris avec un grain de sel, car cela a été causé par des facteurs de « haute » qualité. La pression sur les nouvelles affaires a été plus élevée que prévu, ce que nous soupçonnons être lié au solide rendement des ventes au cours de l'exercice, qui a stimulé la rémunération incitative. En outre, si nous qualifions de « faible qualité » le dépassement du BPA cible lié aux impôts, le taux d'imposition plus élevé que prévu d'IAG devrait être considéré comme neutre. Néanmoins, un coup manqué est un coup manqué. Si le titre reste en baisse après la publication des résultats, nous pensons que les investisseurs devraient être opportunistes et acheter le titre, car nous avons vu d'autres facteurs positifs qui auront une incidence sur les perspectives au-delà du trimestre. Il convient de noter que plusieurs éléments des prévisions (par exemple, le BPA prévu pour 2022, un RCP cible de 13 à 15%) ont été meilleurs que prévu, et les commentaires d'IAG sur les répercussions de l'IFRS 17 sont allés de bénins à positifs. Cours cible de \$89. Rendement supérieur.

Banque Canadienne Impériale de Commerce
(TSX : CM) – Elle ne ressemble plus à la CM d'antan.

Bien que le rendement supérieur de CM au T1 2022 ait été renforcé par de solides résultats en bourse, nous sommes encouragés pour d'autres raisons. Il convient de noter que CM vise à améliorer la perception que les investisseurs avaient à son égard avant la COVID, soit un titre à faible croissance... et son rendement en termes de croissance des prêts contribue à soutenir sa cause. La croissance à deux chiffres des volumes dans ses segments bancaires canadiens et américains indique une exécution solide de la stratégie dans la phase de reprise du cycle. Il y a des obstacles évidents à l'horizon, notamment des pressions inflationnistes croissantes qui pourraient avoir une incidence négative sur les mesures d'efficacité et de levier d'exploitation. Cependant, nous sommes rassurés d'entendre que la direction dispose de la marge de manœuvre nécessaire pour réduire les dépenses liées aux initiatives à court terme si le besoin s'en fait sentir. Cours cible de \$167. Rendement supérieur.

Symb.	Cote du titre	Cote du titre Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 3/31	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	96,036	648	148.10	10/2021	12.96	12.97	13.70	11.4	10.8	83.66	91.53	98.60	1.6	1.5	3.6%	151.00	↓
Banque Scotia	BNS	RM	110,094	1,204	91.41	10/2021	7.87	8.06	8.53	11.3	10.7	54.94	57.92	61.97	1.6	1.5	4.4%	90.00	
CIBC	CM	RS	69,963	451	155.14	10/2021	14.47	14.82	15.23	10.5	10.2	94.86	99.00	105.31	1.6	1.5	4.2%	167.00	
Banque Nationale	NA	PN	32,877	338	97.18	10/2021	8.98	9.07	9.17	10.7	10.6	50.23	52.63	56.24	1.8	1.7	3.6%	PN	
Banque Royale du Canada	RY	RS	198,283	1,418	139.88	10/2021	11.19	10.99	12.16	12.7	11.5	66.71	69.48	73.78	2.0	1.9	3.4%	147.00	
Banque Toronto-Dominion	TD	RM	184,462	1,819	101.42	10/2021	7.91	7.57	8.37	13.4	12.1	53.00	55.82	60.66	1.8	1.7	3.5%	100.00	↓
Banque Canadienne de l'Ouest	CWB	RM	3,312	90	36.71	10/2021	3.81	3.89	4.35	9.4	8.4	33.64	35.46	38.29	1.0	1.0	3.3%	44.00	
Banque Laurentienne	LB	RM	1,849	43	42.71	10/2021	4.57	4.68	4.93	9.1	8.7	55.13	57.04	59.95	0.7	0.7	4.1%	49.00	
Assurances																			
Great-West Lifeco	GWO	RM	34,284	931	36.83	12/2021	2.88	3.85	4.11	9.6	9.0	24.71	24.71	26.42	1.5	1.4	5.3%	39.00	
iA Groupe Financier	IAG	RS	8,257	108	76.66	12/2021	7.12	9.00	9.50	8.5	8.1	62.01	107.80	108.11	0.7	0.7	3.3%	89.00	
Financière Manuvie	MFC	RM	52,278	1,943	26.91	12/2021	2.75	3.44	3.25	7.8	8.3	26.78	26.78	28.07	1.0	1.0	4.9%	28.00	
Financière Sun Life	SLF	RM	41,240	586	70.37	12/2021	5.45	6.44	7.13	10.9	9.9	41.08	41.08	45.89	1.7	1.5	3.8%	77.00	

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

Source: Refinitiv, Données financières des sociétés, Analyses FBN

Distribution et produits de consommation



Vishal Shreedhar

Analyste
416 869-7930

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

Sélection

› [Dollarama](#)

Dollarama Inc. (DOL: TSX)

T4 2022 : les solides résultats, la hausse des prix et la croissance robuste de Dollarcity soutiennent les prévisions

► **BPA de \$0.74 (est. FBN \$0.72 et consensus \$0.71; T4 2021 : \$0.56)**

(1) Nous jugeons ces résultats positifs. Par rapport aux estimations de FBN, le BPA d'ensemble supérieur était attribuable aux résultats de Dollarcity (DC), meilleurs que prévu, et à une hausse du BPA de \$0.01 suite à une baisse du taux d'imposition. (2) La croissance des ventes à établissements identiques était de 5.7% (croissance du panier moyen -4.0%, croissance des transactions 10.1%). Le chiffre d'affaires a totalisé \$1,225 millions (est. FBN \$1,242 millions; consensus \$1,224 millions), contre \$1,104 millions un an auparavant. (3) La marge brute était de 45.2%, ce qui était conforme à l'estimation de FBN, contre 45.5% douze mois plus tôt. (4) Le taux des FVGA était de 14.5% (est. FBN : 14.7%, T4 2021 : 16.9%). (5) Le BAIIA s'est établi à \$394 millions, alors que nous l'avions estimé à \$390 millions et que le consensus était de \$379 millions; il avait totalisé \$327 millions au T4 2021. (6) Le dividende trimestriel a augmenté de 10%, à \$0.0553 par action, ce qui était largement conforme à notre pronostic.

► **Les estimations internes 2023 étaient largement conformes aux attentes; les prix monteront à \$5**

(1) DOL a présenté ses prévisions pour 2023 : ajouts nets de 60 à 70 nouveaux magasins, taux de marge brute de 42.9% à 43.9% (est. FBN 43.8%), taux des FVGA de 13.8% à 14.3% (est. FBN 13.9%), dépenses en immobilisations de \$160 à \$170 millions et rachats d'actions. Les fourchettes prévisionnelles reflètent une croissance des VÉI de 4% à 5%, des coûts directs liés à la COVID minimes et ne tiennent compte d'aucune restriction dans le cadre de la crise sanitaire. D'après les paramètres des prévisions internes de DOL, nous estimons que le BPA 2023 se situerait entre \$2.38 et \$2.65. Notre estimation de BPA pour 2023 passe de \$2.58 à \$2.61 et, pour 2024, de \$2.86 à \$2.91. (2) DOL a également annoncé que des hausses de prix jusqu'à \$5 étaient prévues tout au long de 2023, dont nous nous attendons à ce que les retombées positives soient graduelles.

► **Composer avec les pressions du secteur; Dollarcity enregistre une solide croissance**

(1) Les difficultés sont nombreuses selon DOL, notamment les pressions sur les chaînes d'approvisionnement ainsi que l'inflation, mais la société les gère bien en ayant recours à différents leviers, notamment des commandes anticipées, des majorations de produits et des hausses de prix. Une appréciation du CAD devrait aussi faire les affaires de DOL. (2) DC a aussi enregistré une croissance de 75% a/a de son bénéfice net mis en équivalence, de \$10.5 millions à \$18.4 millions. Malgré une contribution actuelle faible, nous pensons que DC participera activement à la croissance à long terme.

► **Maintien de la cote Rendement supérieur; notre cours cible passe de \$69 à \$75**

Nous valorisons DOL à 25.0 (auparavant 24.0) fois notre estimation de BPA 2024-2025. La hausse de notre cours cible reflète largement l'augmentation du ratio (risque lié à l'exécution jugé plus faible) ainsi que de nos estimations, ainsi que l'avancement de notre période de valorisation.

Distribution et produits de consommation

Symb.	Cote du titre	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 03/31	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	11,513	61.0	188.76	12/2021	18.91	19.36	20.77	9.8	9.1	2,667	2,683	2,788	5.2	5.0	84.01	0.32	236.00	↑
Dollarama	DOL	RS	21,129	298.0	70.90	01/2022	2.18	2.61	2.91	27.1	24.3	1,283	1,446	1,557	17.1	15.8	-0.22	1.02	75.00	↑
Carburant et autres																				
Couche Tard	ATD.b	RM	59,795	1,061.7	56.32	04/2021	2.45	2.51	2.51	17.9	18.0	5,005	5,086	5,071	10.5	10.5	12.07	0.35	57.00	↑
Parkland Fuel Corporation	PKI	RS	5,665	153.2	36.97	12/2021	2.45	2.68	2.93	13.8	12.6	1,260	1,499	1,561	7.4	7.1	15.64	0.69	45.00	↓
Habillement																				
Gildan	GIL	RS	9,132	194.8	46.89	12/2021	2.73	2.89	3.20	13.0	11.7	727	745	797	10.4	9.7	9.86	0.22	64.00	↓
Épiceries																				
Empire Company	EMP.a	RS	11,746	264.9	44.34	05/2021	2.61	2.80	3.10	15.9	14.3	2,144	2,310	2,426	8.0	7.6	18.08	0.58	48.00	↑
Loblaw	L	RS	37,928	338.1	112.18	12/2021	5.59	6.18	6.74	18.2	16.6	5,587	5,840	6,010	7.4	7.2	34.71	0.31	119.00	↑
Metro	MRU	RM	17,465	242.7	71.96	09/2021	3.44	3.80	4.14	18.9	17.4	1,106	1,117	1,153	19.5	18.9	26.55	0.27	72.00	↓
Transformation des aliments																				
Saputo	SAP	RS	12,297	415.3	29.61	03/2021	1.74	1.40	1.81	21.2	16.3	1,471	1,264	1,580	13.0	10.4	15.9	0.38	33.00	↓
Lassonde	LAS.a	RS	989	6.9	142.61	12/2021	11.18	11.24	13.61	12.7	10.5	178	184	206	6.5	5.8	126.5	0.18	172.00	↓
Premium Brands Holdings	PBH	RS	4,779	43.7	109.37	12/2021	4.47	5.89	7.12	18.6	15.4	431	521	599	12.8	11.2	40.6	0.52	155.00	↓
Commerce de détail spécialisé																				
Sleep Country Canada	ZZZ	RM	1,090	37.3	29.21	12/2021	2.64	2.87	3.16	10.2	9.2	211	221	233	6.5	6.2	10.98	0.46	41.00	↓
Pet Valu	PET	RM	2,391	71.5	33.46	12/2021	1.05	1.39	1.54	24.0	21.8	182	192	205	14.5	13.5	0.00	1.32	37.00	↑
Restauration																				
MTY Food Group	MTY	RS	1,349	24.8	54.49	11/2021	3.46	3.62	3.99	15.1	13.7	169	177	186	9.3	8.9	26.16	0.32	70.00	↓
Épicerie en ligne																				
Goodfood Market	FOOD	RS	208	74.4	2.80	08/2021	(0.45)	(0.86)	(0.67)	NA	NA	(15)	(38)	(19)	NA	NA	1.32	(0.34)	4.25	↓

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.



Baltej Sidhu
Analyste
403 290-5627

—
Adjoint :
Josh Turanich : 403 290-5625

Vue d'ensemble

Jadis considérés comme un créneau spécialisé, les actifs ESG retiennent désormais l'attention des investisseurs. Le total des actifs ESG sous gestion dans le monde a atteint environ US\$35,000 milliards en 2020, soit environ US\$1.00 sur US\$3.00 investis, à un TCAC d'environ 11% au cours des quatre dernières années. Si le rythme de croissance des investissements dans les actifs ESG n'était même que de la moitié de ce taux, la valeur des actifs ESG sous gestion atteindrait US\$47,000 milliards d'ici 2025 ou US\$60,000 milliards à un TCAC historique de 11%. Nous pensons que l'intégration des facteurs ESG et l'engagement ou l'appui des actionnaires à leur égard seront le principal style d'investissement dans les actifs ESG, surtout à mesure que l'information sur ces questions et la transparence s'amélioreront au niveau des entreprises et que les investisseurs institutionnels seront mieux informés des enjeux ESG. Selon nous, l'intégration des facteurs ESG, qui nécessite la prise en compte de paramètres non financiers dans l'analyse fondamentale, est le meilleur moyen pour les investisseurs de mettre en œuvre les facteurs ESG tout en générant des rendements adéquats, car elle permet à un investisseur de comprendre et, espérons-le, d'éviter les risques propres aux facteurs ESG, sans pour autant imposer de restrictions strictes à des secteurs particuliers.

Aperçu du marché du carbone

► Conformité et marchés volontaires

Les prix du carbone ont continué d'augmenter à un rythme effréné (90% a/a), tous systèmes et régions confondus (fourchette de 60% à 135% a/a). La hausse des prix était largement attribuable à une ambition plus grande des gouvernements de réduire les émissions en raison du réchauffement climatique, ce qui a entraîné des réglementations et législations plus strictes entourant la décarbonation. Non seulement les gouvernements légifèrent sur des cibles de réduction à court terme, avec l'objectif de la carboneutralité d'ici 2050, mais ils réduisent aussi les plafonds d'émissions par divers systèmes de taxation du carbone, dont les prix montent en conséquence.

En commençant par le marché du carbone le plus liquide, le contrat actif European Emission Allowances (EUA) a clôturé le mois de mars à €76.27 (US\$84.41) après s'être redressé suite à un repli un peu plus tôt dans le mois. En moyenne, les EUA étaient en hausse d'environ 10% le mois dernier et restent en report, l'écart entre les contrats Déc-23 et Déc-22 étant de €1.76 environ. Sur douze mois, les prix des EUA ont crû d'environ 70%. Ailleurs, les contrats à terme actifs United Kingdom Emissions Allowances (UKEA), négociés depuis la fin de mai 2021, ont clôturé à £75.77 (US\$99.59) à la fin de mars, soit une hausse mensuelle de 4% et de plus de 65% depuis leur création.

En Amérique du Nord, les contrats à terme actifs Regional Greenhouse Gas Initiative (RGGI) ont clôturé le mois à US\$13.05; ils sont en repli de près de 4% en glissement mensuel et en hausse d'environ 62% sur douze mois. Enfin, les contrats à terme actifs California Carbon Allowances (CCA) ont clôturé le mois à \$30.59, augmentant en moyenne mensuelle de 12%; cependant, nous notons que les prix des CCA sont en hausse d'environ 63% sur douze mois.

Enfin, soulignons que le contrat à terme actif Voluntary Global Emission Offsets (GEO) a clôturé le mois à \$6.29 et était en hausse d'environ 5% sur une base mensuelle, tandis que le contrat à terme actif Global Emissions Offset (NGEO) a également suivi une trajectoire différente, reculant d'environ 10% et clôturant à \$10.99. Le contrat GEO a commencé à se négocier le 26 février 2021 à US\$2.63 avant de toucher un creux le 21 mai à US\$2.33 et de voir son prix être multiplié par 2.5 environ.

Faits saillants du mois

► Lancement d'une obligation verte canadienne

Ce mois-ci, nous célébrons le premier lancement d'une obligation du Canada verte au rendement de 2.25% de \$5 milliards, qui implique une modeste prime verte de 2 pb. En fin de compte, cet événement met en valeur le développement du marché de la finance durable et la mobilisation de capitaux pour des initiatives telles que l'augmentation des infrastructures vertes pour protéger la nature.

Rappelons que les obligations vertes sont des titres à revenu fixe dont les produits sont utilisés à des fins très particulières, à savoir pour soutenir des projets environnementaux ou liés à la lutte contre les changements climatiques. Les obligations vertes sont de plus en plus populaires, les fonds mobilisés l'année dernière totalisant plus de US\$500 milliards; un montant qui devrait être dépassé cette année.

Nous sommes surpris de voir que le nucléaire ne figure pas dans la liste des secteurs dans lesquels les fonds pourraient être déployés. Avec cela, rappelons que le Cadre des obligations vertes du gouvernement du Canada est aligné avec le Cadre des obligations vertes d'autres émetteurs souverains d'obligations vertes du G7, ce qui pourrait expliquer en partie pourquoi le nucléaire ne figure pas dans la liste. Chose intéressante, la France, pays qui favorise l'énergie nucléaire, dont elle tire plus de 75% de son électricité, a des exclusions explicites pour cette source d'énergie.



Matt Kornack
Analyste
416 507-8104

Adjoint :
Anthony Bogdan: 416 869-7935



Tal Woolley
Analyste
416 507-8009

Sélections

- › CAP REIT
- › H&R REIT
- › Killam Apartment REIT
- › Flagship Communities REIT
- › Chartwell Retirement Residences
- › CT REIT

FPI industriel Nexus (NXR.un)

Pour commencer, nous lui attribuons la cote Rendement supérieur.

- › *Une occasion unique de détenir un portefeuille d'immeubles industriels canadiens sur des marchés sous-évalués.*

Nexus permet aux investisseurs d'accéder à un segment de niche du marché industriel où la dynamique de l'offre et de la demande justifie des loyers supérieurs. Les marchés urbains extrêmement tendus obligent de plus en plus les locataires à chercher des locaux éloignés, car les taux de disponibilité, inférieurs à 1%, limitent les choix tout en entraînant une hausse substantielle des loyers. Le FPI est moins susceptible de rencontrer la même base d'acheteurs qui ciblent les actifs urbains très demandés, ce qui rend les taux de capitalisation et les rendements à l'entrée plus intéressants. Un pivot, la qualité et l'emplacement, combinés à un élargissement de l'appétit du marché privé, ont entraîné une inflation des prix, justifiant la croissance de la VAN.

- › *Coût du capital cohérent avec l'exposition à la classe d'actifs souhaitée.*

Nexus se négocie en fonction d'un taux de capitalisation implicite d'environ 5.3%. Les taux de capitalisation à l'achat pour 2021 se situent dans les 5% moyens à supérieurs, les achats conclus après la fin de l'année se situent dans les 5% inférieurs. Combiné à des marchés de la dette accommodants, compte tenu de l'opinion préférentielle des prêteurs sur cette classe d'actifs, Nexus peut étendre son portefeuille sur une base relative tout en générant des économies d'échelle au passage.

- › *Une équipe de gestion expérimentée avec une capacité éprouvée à repérer des transactions et à alimenter une réserve grâce à ses relations avec les vendeurs.*

Nexus a été en mesure de repérer des transactions hors marché partout au Canada tout en établissant des relations à long terme avec des propriétaires du privé grâce à sa volonté d'émettre des parts de catégorie B en contrepartie partielle du prix d'achat. Cela s'est avéré particulièrement utile pour réduire le produit total de l'acquisition et pour établir une réserve d'occasions futures.

Chartwell Résidences pour retraités (CSH.un)

CSH se transforme en fournisseur de résidences de retraite uniquement en se retirant du secteur de soins de longue durée.

- › *CSH va vendre sa plateforme d'établissements de SLD en Ontario à AgeCare/Axium.*

AgeCare est principalement un exploitant d'établissements de SLD en Alberta et en Colombie-Britannique; il s'agit de sa première incursion en Ontario. Axium a été le fournisseur de capitaux de plusieurs exploitants d'établissements de SLD. Rappelons qu'Axium vient de conclure un accord avec Extencare en vue de restructurer ses activités dans le secteur des établissements de SLD et de faciliter le retrait de Revera de ce secteur.

- › *AgeCare va prendre en charge la gestion de l'exploitation du portefeuille d'établissements de SLD de CSH.*

AgeCare va prendre en charge la gestion des lits acquis, ainsi que les 608 lits que CSH gérait pour le compte d'autres clients. AgeCare reprendra également la gestion des deux établissements de Toronto appartenant toujours à CSH, mentionnés ci-dessus.

- › *La clôture de l'opération pourrait prendre jusqu'à 12 mois; CSH prévoit un produit net de \$277 millions.*

Compte tenu des organismes de réglementation concernés, les investisseurs doivent s'attendre à ce que le processus d'approbation soit plus lent qu'à l'accoutumée.

- › *Les établissements de SLD n'étaient pas la raison pour laquelle les investisseurs détenaient des parts de CSH; la concentration de la composition des actifs autour des résidences pour retraités devrait susciter une réaction positive.*

Bien que, selon nous, la transaction entraînera une hausse limitée de la VAN, la concentration de la composition des actifs autour des résidences pour retraités à forte croissance devrait plaire aux investisseurs.

Matt Kornack, Tal Woolley						Distributions par part			Rend. des distributions				FPE dilués			C/FPE			12 mois			
Symb.	Cote du titre	Δ	Cap. bours. (M)	Analyste	Cours 3-31	(A)	(A)	est.	2021E	2022E	2023E	courant actualisé	(A)	est.	est.	2021E	(A)	est.	VAN	Cible	Rend.	Δ
						2021	2022	2023					2021	2022	2023		2021	2022			2023	
Détail																						
RioCan REIT	REI.un	RS ↔	\$7,816	Woolley	\$25.23	\$1.02	\$1.02	\$1.02	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	\$1.60	\$1.70	\$1.78	15.8x	14.8x	14.2x	\$28.50	\$28.00	15.0%	↔
Choice Properties REIT	CHP.un	RM ↔	\$11,205	Woolley	\$15.49	\$0.74	\$0.74	\$0.74	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	\$0.95	\$0.97	\$0.98	16.3x	16.0x	15.8x	\$14.20	\$15.50	4.8%	↔
First Capital REIT	FCR	RM ↔	\$3,942	Woolley	\$17.95	\$0.43	\$0.43	\$0.43	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	\$1.14	\$1.15	\$1.19	15.8x	15.6x	15.1x	\$23.90	\$20.50	16.6%	↔
SmartCentres REIT	SRU.un	RM ↔	\$5,847	Woolley	\$32.83	\$1.85	\$1.85	\$1.85	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	\$2.21	\$2.07	\$2.28	14.9x	15.9x	14.4x	\$34.10	\$34.00	9.2%	↔
CT REIT	CRT.un	RS ↔	\$4,123	Woolley	\$17.68	\$0.86	\$0.86	\$0.86	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	\$1.24	\$1.29	\$1.36	14.3x	13.7x	13.0x	\$17.30	\$19.50	15.2%	↔
Crombie REIT	CRR.un	RS ↔	\$3,230	Woolley	\$18.35	\$0.89	\$0.89	\$0.89	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	\$1.15	\$1.17	\$1.24	16.0x	15.7x	14.8x	\$18.23	\$20.00	13.8%	↔
Automotive Properties REIT	APR.un	RS ↔	\$714	Woolley	\$14.57	\$0.80	\$0.80	\$0.80	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	\$0.94	\$0.99	\$1.02	15.5x	14.7x	14.3x	\$13.10	\$15.50	11.9%	↔
Bureau & Diversifié																						
Allied Properties REIT	AP.un	RS ↔	\$6,006	Kornack	\$46.63	\$1.75	\$1.75	\$1.75	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	\$2.40	\$2.51	\$2.74	19.5x	18.6x	17.0x	\$48.25	\$51.00	13.1%	↔
DREAM Office REIT	D.un	RM ↔	\$1,485	Kornack	\$27.87	\$1.00	\$1.00	\$1.00	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	\$1.54	\$1.61	\$1.71	18.1x	17.3x	16.3x	\$27.50	\$27.00	0.5%	↔
Slate Office REIT	SOT.un	RM ↔	\$373	Kornack	\$5.11	\$0.40	\$0.40	\$0.40	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%	\$0.55	\$0.57	\$0.61	9.3x	9.0x	8.4x	\$6.05	\$5.25	10.6%	↔
True North Commercial REIT	TNT.un	RM ↔	\$660	Kornack	\$7.16	\$0.59	\$0.59	\$0.59	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	\$0.59	\$0.58	\$0.58	12.2x	12.4x	12.4x	\$6.95	\$7.50	13.0%	↔
H&R REIT	HR.un	RS ↔	\$3,938	Kornack	\$13.05	\$0.52	\$0.52	\$0.52	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	\$1.53	\$1.11	\$1.22	8.5x	11.8x	10.7x	\$17.25	\$17.00	34.3%	↔
Artis REIT	AX.un	RM ↔	\$1,568	Kornack	\$13.07	\$0.60	\$0.60	\$0.60	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	\$1.31	\$1.28	\$1.26	10.0x	10.2x	10.4x	\$15.35	\$12.50	0.2%	↑
BTB REIT	BTB.un	RM ↔	\$357	Kornack	\$4.27	\$0.30	\$0.30	\$0.30	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	\$0.41	\$0.47	\$0.47	10.5x	9.1x	9.0x	\$5.05	\$4.75	18.3%	↔
Industriel																						
Granite REIT	GRT.un	RS ↔	\$6,331	Kornack	\$96.38	\$3.10	\$3.10	\$3.10	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	\$4.04	\$4.48	\$4.82	23.9x	21.5x	20.0x	\$95.85	\$115.00	22.5%	↔
DREAM Industrial REIT	DIR.un	RS ↔	\$4,117	Kornack	\$16.14	\$0.70	\$0.70	\$0.70	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	\$0.81	\$0.90	\$0.96	20.0x	17.8x	16.9x	\$17.50	\$19.25	23.6%	↔
Nexus Industrial REIT	NXR.un	RS ↔	\$1,012	Kornack	\$12.77	\$0.64	\$0.64	\$0.64	5.0%	5.0%	5.0%	7.6%	\$0.77	\$0.83	\$0.92	16.6x	15.3x	13.9x	\$13.15	\$14.25	16.6%	↔
Summit Industrial	SMU.un	RS ↔	\$4,124	Kornack	\$22.02	\$0.56	\$0.56	\$0.56	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	\$0.70	\$0.75	\$0.80	31.3x	29.3x	27.4x	\$22.35	\$26.50	22.9%	↔
Hôtels																						
American Hotel Income Properties	HOT.un	RM ↔	\$411	Woolley	\$4.18	\$0.22	\$0.22	\$0.22	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	\$0.52	\$0.46	\$0.48	8.0x	9.1x	8.7x	\$5.30	\$5.00	25.0%	↑
Appartements																						
CAP REIT	CAR.un	RS ↔	\$9,393	Kornack	\$53.65	\$1.45	\$1.45	\$1.45	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	\$2.33	\$2.41	\$2.52	23.1x	22.2x	21.3x	\$63.10	\$70.50	34.1%	↔
Boardwalk REIT	BEI.un	RS ↔	\$2,975	Kornack	\$58.79	\$1.08	\$1.08	\$1.08	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	\$2.96	\$3.12	\$3.28	19.8x	18.9x	17.9x	\$61.50	\$67.00	15.8%	↔
Killam Apartment REIT	KMP.un	RS ↔	\$2,548	Kornack	\$21.42	\$0.70	\$0.70	\$0.70	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	\$1.07	\$1.10	\$1.18	20.0x	19.4x	18.2x	\$24.25	\$27.00	29.3%	↔
InterRent REIT	IIP.un	RS ↔	\$2,263	Kornack	\$15.99	\$0.34	\$0.34	\$0.34	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	\$0.51	\$0.59	\$0.62	31.4x	27.3x	25.8x	\$17.85	\$19.00	21.0%	↔
Minlo Apartment REIT	ML.un	RS ↔	\$1,349	Kornack	\$21.47	\$0.48	\$0.48	\$0.48	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	\$0.81	\$0.93	\$1.02	26.4x	23.2x	21.0x	\$25.15	\$26.25	24.5%	↔
BSR REIT	HOM.un	RS ↔	\$1,066u	Kornack	\$20.54u	\$0.52u	\$0.52u	\$0.52u	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	\$0.65u	\$0.88u	\$0.95u	31.6x	23.3x	21.7x	\$23.10u	\$24.50u	21.8%	↑
ERES REIT	ERE.un	RS ↔	\$1,157	Kornack	\$5.00	\$0.17	\$0.17	\$0.17	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	\$0.21	\$0.24	\$0.25	23.6x	21.0x	19.9x	\$5.61	\$5.60	15.3%	↔
International																						
Inovalis REIT	INO.un	RM ↔	\$312	Kornack	\$9.30	\$0.83	\$0.83	\$0.83	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	\$0.50	\$0.49	\$0.70	18.6x	19.1x	13.4x	\$10.10	\$10.00	16.4%	↔
Résidences pour personnes âgées																						
Chartwell Retirement Residences	CSH.un	RS ↔	\$2,887	Woolley	\$12.40	\$0.61	\$0.61	\$0.61	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	\$0.59	\$0.56	\$0.70	21.0x	22.1x	17.7x	\$12.36	\$15.00	25.9%	↔
NorthWest H.P. REIT	NWH.un	RM ↔	\$3,297	Woolley	\$13.77	\$0.80	\$0.80	\$0.80	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	\$0.84	\$0.84	\$0.87	16.5x	16.4x	15.8x	\$14.19	\$15.00	14.7%	↑
Sienna Senior Living	SIA	RS ↔	\$1,115	Woolley	\$15.31	\$0.94	\$0.94	\$0.94	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	\$1.15	\$1.00	\$1.24	13.3x	15.3x	12.3x	\$15.86	\$17.50	20.4%	↔
Extencicare	EXE	RM ↔	\$703	Woolley	\$7.85	\$0.48	\$0.48	\$0.48	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	\$0.52	\$0.45	\$0.45	15.1x	17.4x	17.4x	\$9.50	\$8.00	8.0%	↔
Inv esque	IVQu	RM ↔	\$80	Woolley	\$1.42u	\$0.00u	\$0.00u	\$0.00u	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	\$0.45u	\$0.47u	\$0.48u	3.2x	3.0x	3.0x	\$3.58u	\$2.00u	40.8%	↔
Entreposage libre-service																						
StorageVault Canada	SVI.V	RS ↔	\$2,615	Woolley	\$6.98	\$0.01	\$0.01	\$0.01	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	\$0.15	\$0.20	\$0.22	46.3x	35.2x	31.7x	\$6.30	\$8.00	14.8%	↔
MHC																						
Flagship Communities REIT	MHCu.TO	RS ↔	\$387	Woolley	\$19.75	\$0.54	\$0.54	\$0.54	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	\$1.03	\$1.09	\$1.14	19.2x	18.1x	17.3x	\$23.80	\$24.00	24.3%	↔
Gestion d'actifs																						
Tricon Capital Group	TCN	RS ↔	\$5,421	Woolley	\$19.87	\$0.28	\$0.28	\$0.28	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	\$0.57	\$0.62	\$0.72	34.9x	32.0x	27.6x	\$21.37	\$21.00	7.1%	↔

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

(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 :
Yi Liu : 416 869-8524



Shane Nagle, cfa
Analyste
416 869-7936

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

Sélections

- › Ressources Teck
- › Hudbay Minerals
- › Copper Mountain Mining

La volatilité des prix devrait persister en 2022

La récente hausse des prix du cuivre a été en grande partie influencée par la reprise de la demande chinoise, la dépréciation du dollar et les attentes d'une reprise économique verte axée sur l'exploitation intensive de cuivre. 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. En outre, nous pensons que les troubles persistants en Amérique latine et la structure des impôts/redevances risquent de comprimer les prix.

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

Premiers choix :

› Ressources Teck Ltée. (TECK.B : TSX)

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

› Hudbay Minerals (HBM: TSX)

2022 sera un point d'inflexion d'un point de vue opérationnel, car l'extraction de minerai à forte teneur à Pampacancho et la production à New Britannia continueront de s'intensifier. De nouveaux détails sur la seule alternative des terrains privés à Copper World et l'issue de la procédure d'appel à Rosemont au premier semestre de 2022 devraient entraîner une attribution de valeur à ce qui constitue actuellement une option gratuite dans le portefeuille.

› Copper Mountain Mining Corp. (CMMC: TSX)

Les perspectives de production à court terme à la mine Copper Mountain sont solides; la société entre dans une séquence à forte teneur pour 2022, avec la fin des travaux d'expansion qui ont porté la capacité des installations de traitement à 45,000 t/j (auparavant 40,000 t/j) au deuxième semestre de 2021. Notre cote Rendement supérieur est soutenue par un impressionnant profil de croissance dans des régions stables (Canada/Australie), un contexte favorable des prix du cuivre et l'amélioration du bilan de la société. Après l'approbation formelle du projet Eva par le conseil d'administration, nous nous attendons à ce que Copper Mountain ait clôturé le financement du projet à la mi-2022, avec une entrée en production au deuxième semestre de 2024 qui permettrait à la société d'atteindre son objectif de tripler sa production de 2020.

Métaux et minerais : métaux communs

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

Symbole	Cote du Titre	Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 3/31	12 mois			Analyste	BPA			C/B		FTPA			C/F/T		Valeur Actif			
						Cours	Cible	Δ		(A) Dern.Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	(A) Dern.Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex.1	Ex.2	Ex.1	Ex.2	Net	C/VAN
Production																							
Capstone Copper	CS	RS	-	2,923	413.5	7.07	8.00	-	Nagle	0.07u	0.60u	0.44u	8.9x	16.2x	0.34u	0.93u	0.73u	5.7x	7.3x	6.96	1.0x		
Copper Mountain Mining	CMMC	RS	-	791	210.4	3.76	4.75	↑	Nagle	0.11u	0.62u	0.53u	6.0x	7.1x	0.61u	1.53u	1.02u	2.5x	3.7x	6.00	0.6x		
Ero Copper	ERO	RM	-	1,652	90.2	18.31	20.50	↑	Nagle	1.34u	2.44u	2.19u	5.6x	8.3x	2.02u	3.17u	2.88u	4.3x	4.8x	21.29	0.9x		
First Quantum Minerals	FM	RS	-	29,911	691.1	43.28	40.00	-	Nagle	(0.07)u	1.20u	2.89u	27.1x	15.0x	2.64u	4.22u	6.24u	7.7x	5.2x	26.79	1.6x		
Hudbay Minerals	HBM	RS	-	2,567	261.5	9.82	12.50	-	Nagle	(0.44)u	0.23u	0.64u	31.8x	15.2x	0.93u	1.87u	2.87u	4.0x	2.6x	10.02	1.0x		
Lundin Mining	LUN	RM	-	9,326	736.0	12.67	12.25	-	Nagle	0.31u	1.11u	1.33u	8.6x	9.5x	1.00u	2.11u	2.19u	4.5x	4.3x	11.99	1.1x		
Sherritt International	S	RM	-	290	397.3	0.73	1.00	↑	Nagle	(0.37)u	(0.03)u	0.20u	n/a	3.6x	0.09u	(0.11)u	0.28u	n/a	2.0x	1.44	0.5x		
Taseko Mines	TKO	RM	-	820	284.9	2.88	3.00	-	Nagle	(0.11)c	0.16c	0.28c	18.3x	10.4x	0.44c	0.73c	0.75c	4.0x	3.9x	3.80	0.8x		
Teck Resources	TECKb	RS	-	27,359	542.0	50.48	55.00	-	Nagle	1.05c	5.74c	11.58c	8.8x	4.4x	3.38c	10.54c	13.90c	4.8x	3.6x	37.50	1.3x		
Trevali Mining	TV	RM	-	143	98.9	1.45	2.00	-	Nagle	(0.03)c	0.02c	0.32c	66.7x	4.5x	0.01c	0.12c	1.07c	9.2x	1.0x	1.87	0.8x		
Sociétés de mise en valeur																							
Adventus Mining	ADZN	RS	-	101	131.6	0.77	1.60	-	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	1.96	0.4x		
Filo Mining	FIL	RS	-	2,182	113.8	19.17	22.50	-	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	27.93	0.7x		
Foran Mining	FOM.V	RM	-	654	237.7	2.75	3.25	-	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	3.76	0.7x		
Josemaria Resources	JOSE	AO	-	700	380.2	1.84	1.55	-	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	2.07	0.9x		
Trilogy Metals	TMQ	RM	-	187	145.0	1.29	2.50	-	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	3.18	0.4x		
Sigma Lithium	SGML	RS	-	1,495	87.4	17.11	17.00	-	Aganga	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	23.75	0.7x		
Lithium Americas	LAC	RS	-	5,784	120.1	48.17	38.50u	-	Aganga	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	56.28	0.9x		

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:
Yi Liu: 416 869-8524



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
Andrew Dusome: 416 507-8177
Rabi Nizami: 416 869-7925



Rabi Nizami
Analyste
416 869-7925

L'inflation pourrait entraîner une reprise de l'or

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

Les répercussions économiques de la COVID-19 ont forcé les gouvernements à adopter de vastes programmes de stimulation pour protéger leurs économies. En plus de ces mesures, les taux d'intérêt restent faibles. Pour commencer l'année, le rendement des obligations du Trésor américain de 10 ans a monté, ce qui a entraîné une légère et brève faiblesse des prix de l'or au comptant. La Réserve fédérale américaine a commencé à relever les taux d'intérêt avec une hausse de 0,25% en mars. Les économistes interrogés par Bloomberg tablent désormais sur un total de cinq hausses des taux d'intérêt en 2022. Nous pensons qu'un taux d'inflation élevé et/ou persistant aux États-Unis et que le report potentiel de la baisse des achats d'actifs par la Fed (par rapport aux attentes du marché) pourraient faire monter les prix de l'or au comptant, et donc aussi les actions aurifères. L'apparition du variant Omicron de la COVID-19 est un facteur de risque clé pour la reprise économique américaine que la Fed suit de près. Avec les récentes tensions géopolitiques associées à l'invasion de l'Ukraine, les prix de l'or au comptant ont atteint leurs plus hauts niveaux depuis août 2020. Nous pensons que les fluctuations futures des prix de l'or au comptant dépendront de l'évolution de la situation géopolitique.

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 dégager 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) dont les projets sont bien financés; 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 :

- › **Centerra Gold** (CG : TSX; cours cible de CA\$14,50)
- › **Endeavour Mining plc** (EDV : TSX; cours cible de CA\$44,25)
- › **Kinross Gold Corp.** (K : TSX; cours cible de CA\$11,00)
- › **Pan American Silver Corp.** (PAAS : TSX; cours cible de CA\$41,00)
- › **Wesdome Gold Mines Ltd.** (WDO : TSX; cours cible de CA\$18,75).

Sociétés de redevances :

- › **Sandstorm Gold Ltd.** (SSL : TSX; cours cible de CA\$10,00)

Symbole	Cote du Titre	Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	12 mois			Analyste	BPA				FTPA			C/FT		Valeur			
					Cours 3/31	Cours Cible	Δ		(A) Dern.Ex.	est. Ex1	est. Ex2	C/B		(A) Dern.Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex.1	Ex.2	Actif Net	C/VAN	
												Ex1	Ex2								
Grands producteurs (production >1 Moz)																					
Agnico-Eagle Mines Ltd	AEM	RS	-	34,796	454.85	76.50	94.00	↑	Parkin	0.96u	1.86u	2.40u	32.9x	25.5x	3.64u	4.99u	4.99u	12.3x	12.3x	48.31	1.58x
Barrick Gold	ABX	RM	-	53,931	1,759.00	30.66	29.00	-	Parkin	0.51u	1.15u	1.12u	21.4x	21.9x	1.81u	3.22u	3.22u	7.6x	7.6x	22.73	1.35x
Kinross Gold Corp	K	RS	-	9,239	1,258.71	7.34	11.00	↓	Parkin	0.31u	0.73u	0.77u	8.0x	7.7x	0.80u	1.37u	1.37u	4.3x	4.3x	10.86	0.68x
Newmont	NGT	RS	-	78,203	787.30	99.33	107.00	↑	Parkin	1.32u	2.66u	2.96u	29.9x	26.9x	4.31u	5.69u	5.69u	14.0x	14.0x	65.22	1.52x
Sociétés de redevances																					
Franco-Nevada Corp	FNV	RM	-	38,057	191.3	198.94	210.00	↑	Nagle	2.72u	3.53u	3.28u	42.4x	60.7x	4.22u	5.21u	4.70u	28.7x	31.8x	68.10	2.92x
Maverix Metals Inc	MMX	RM	-	883	147.4	5.99	6.75	-	Nagle	0.12u	0.12u	0.17u	n/a	36.1x	0.29u	0.29u	0.30u	20.9x	20.0x	5.01	1.20x
Osisko Gold Royalties Ltd	OR	R	-	2,745	166.5	16.49	R	R	Nagle	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R
Royal Gold Inc	RGLD	RM	-	9,216	65.2	141.28u	140.00u	-	Nagle	2.91u	4.02u	3.80u	35.1x	37.2x	6.28u	7.06u	6.27u	15.0x	16.9x	66.40	2.13x
Sandstorm Gold Ltd	SSL	RS	-	1,932	191.7	10.08	10.00	-	Nagle	0.11u	0.17u	0.23u	44.6x	43.8x	0.36u	0.43u	0.42u	17.6x	18.0x	7.95	1.27x
Triple Flag Precious Metals Corp	TFFPM	RM	-	2,810	156.0	18.01	19.00	-	Nagle	0.20u	0.39u	0.45u	34.7x	40.0x	0.78u	0.80u	0.88u	16.9x	15.4x	12.42	1.45x
Wheaton Precious Metals Corp	WPM	RS	-	26,804	450.9	59.45	68.00	↑	Nagle	1.10u	1.31u	1.20u	34.1x	49.5x	1.71u	1.90u	1.74u	23.5x	25.7x	23.72	2.51x
Producteurs intermédiaires (production >250 Koz)																					
Alamos Gold Inc	AGI	RM	-	4,115	391.89	10.50	11.00	↑	Parkin	0.21u	0.42u	0.41u	20.2x	20.3x	0.75u	0.97u	0.97u	8.7x	8.7x	12.31	0.85x
B2Gold	BTO	RS	-	6,060	1,055.8	5.74	7.75	-	DeMarco	0.36u	0.31u	0.37u	18.5x	15.4x	0.68u	0.71u	0.85u	8.1x	6.8x	4.90	1.17x
Centerra Gold Inc	CG	RS	-	3,651	297.06	12.29	14.50	↑	Parkin	0.62u	0.49u	0.80u	20.0x	12.3x	1.36u	2.87u	1.43u	3.4x	6.9x	13.42	0.92x
Dundee Precious Metals	DPM	RM	-	1,428	191.4	7.46	10.25	-	DeMarco	1.03u	0.67u	0.83u	11.1x	9.0x	1.66u	1.20u	1.52u	6.2x	4.9x	10.36	0.72x
Eldorado Gold Corp	ELD	RS	-	2,557	182.67	14.00	18.00	↑	Parkin	(0.02)u	0.97u	(0.15)u	14.4x	n/a	0.93u	2.23u	2.23u	5.0x	5.0x	21.66	0.65x
Endeavour Mining	EDV	RS	-	7,728	249.2	31.01	44.25	↓	DeMarco	2.42u	2.21u	2.22u	14.0x	14.0x	4.75u	4.67u	4.70u	6.6x	6.6x	34.29	0.90x
Equinox Gold Corp	EQX	RS	-	3,628	351.5	10.32	13.00	↓	Parkin	0.33u	0.37u	0.21u	27.8x	49.0x	0.68u	1.06u	0.79u	9.7x	13.0x	13.93	0.74x
IAMGOLD Corp	IMG	RS	-	2,270	523.15	4.34	5.00	↑	Parkin	(0.03)u	0.14u	0.02u	24.6x	188.0x	0.75u	0.77u	0.77u	4.5x	4.5x	5.27	0.82x
Lundin Gold Inc.	LUG	RM	-	2,426	232.2	10.45	12.25	-	DeMarco	1.07u	0.63u	0.59u	16.5x	17.8x	1.58u	1.35u	1.25u	7.8x	8.3x	12.32	0.85x
New Gold Inc	NGD	RM	-	1,546	681.15	2.27	2.75	↑	Parkin	(0.08)u	0.03u	0.32u	80.0x	7.0x	0.39u	0.41u	0.41u	4.4x	4.4x	2.67	0.85x
Oceana Gold Corp	OGC	RS	-	1,951	704.21	2.77	3.50	↑	Parkin	0.06u	(0.11)u	0.20u	n/a	14.1x	0.33u	0.33u	0.33u	6.6x	6.6x	3.14	0.88x
SSR Mining Inc	SSRM	RM	↓	5,759	211.88	27.18	30.00	↑	Parkin	0.74u	1.43u	1.32u	15.3x	16.4x	1.59u	1.65u	1.65u	13.2x	13.2x	23.46	1.16x
Yamana Gold Inc	YRI	RS	-	6,601	945.72	6.98	8.75	↑	Parkin	0.10u	0.32u	0.34u	17.6x	16.7x	0.51u	0.66u	0.66u	8.4x	8.4x	5.87	1.19x
Torex Gold Resources Inc	TXG	RM	-	1,346	85.75	15.70	24.00	-	DeMarco	2.36u	1.74u	1.76u	9.0x	8.9x	4.29u	4.04u	3.97u	3.9x	4.0x	21.52	0.73x
Producteurs d'argent																					
Aya Gold and Silver	AYA	RS	-	937	105.1	8.92	11.50	↑	DeMarco	0.05u	(0.02)u	(0.15)u	-	-	0.13u	0.01u	(0.07)u	720.8x	-	7.54	1.18x
First Majestic Silver Corp	FR	RM	-	4,212	256.4	16.43	17.00	-	DeMarco	0.08u	0.20u	0.25u	83.8x	65.9x	0.45u	1.07u	1.52u	15.3x	10.8x	6.74	2.44x
Fortuna Silver Mines Inc	FVI	RM	-	1,387	292.1	4.75	5.50	↓	DeMarco	0.45u	0.23u	0.70u	20.2x	6.8x	0.79u	0.84u	1.24u	5.7x	3.8x	5.42	0.88x
Pan American Silver	PAAS	RS	-	7,169	210.1	34.12	41.00	-	DeMarco	0.77u	0.77u	1.40u	44.4x	24.4x	2.21u	2.32u	3.36u	14.7x	10.2x	18.45	1.85x
Petits producteurs (production <250 Koz)																					
Argonaut Gold Inc.	AR	ER	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
K92 Mining Inc.	KNT	RS	-	2,041	223.3	9.14	11.50	-	DeMarco	0.17u	0.42u	0.49u	21.9x	18.8x	0.27u	0.53u	0.60u	17.4x	15.2x	10.60	0.86x
Minera Alamos Inc.	MAI	RS	-	272	446.1	0.61	1.10	-	Nizami	0.01u	(0.00)u	0.04u	n/a	16.1x	0.00u	(0.01)u	0.05u	-	12.7x	1.08	0.57x
Wesdome Corp.	WDO	RS	-	2,215	141.2	15.69	18.75	↑	DeMarco	0.47u	0.99u	1.30u	15.8x	12.1x	0.78u	1.37u	1.87u	11.4x	8.4x	12.49	1.26x
Sociétés de mise en valeur																					
AbraSilver Resource Corp	ABRA	RS	-	159	453.8	0.35	0.70	-	DeMarco	(0.00)u	(0.01)u	(0.01)u	-	-	(0.01)u	(0.01)u	(0.01)u	-	-	0.47	0.47x
Artemis Gold Inc.	ARTG	RS	-	1,005	141.5	7.10	11.50	-	DeMarco	(0.05)u	(0.19)u	(0.18)u	-	-	(0.09)u	(0.17)u	(0.18)u	-	-	11.52	11.52x
Barsele Minerals Corp.	BME	ER	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Bluestone Resources Inc.	BSR	ER	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Falco Resources Ltd.	FPC	ER	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
G Mining Ventures	GMIN	RS	-	200	235.8	0.85	1.65	-	Nizami	(0.04)u	(0.03)u	(0.01)u	n/a	n/a	(0.04)u	(0.04)u	(0.04)u	-	-	1.64	0.52x
Gold Standard Ventures Corp.	GSV	RS	-	204	358.0	0.57	1.40	-	Nizami	(0.04)u	(0.03)u	(0.03)u	n/a	n/a	(0.03)u	(0.02)u	(0.02)u	-	-	1.42	0.40x
Integra Resources Corp.	ITR	RS	-	112	62.1	1.80	3.00	-	Nizami	(0.54)u	(0.69)u	(0.45)u	n/a	n/a	(0.50)u	(0.65)u	(0.43)u	-	-	2.95	0.61x
Liberty Gold Corp	LGD	R	-	R	R	0.93	R	-	Nizami	R	R	R	n/a	n/a	R	R	R	-	-	R	R
MAG Silver Corp	MAG	RS	-	1,982	97.9	20.24	30.00	-	DeMarco	(0.07)u	0.86u	0.00u	23.5x	-	(0.06)u	0.65u	1.97u	31.0x	10.3x	20.11	1.01x
Marathon Gold Corp.	MOZ	RS	-	575	212.1	2.71	4.50	-	DeMarco	(0.01)u	(0.04)u	(0.04)u	-	-	(0.01)u	(0.01)u	(0.01)u	-	-	4.35	0.62x
O3 Mining Inc.	OIII	RS	-	161	68.0	2.37	4.25	-	DeMarco	(0.16)u	(0.63)u	(0.62)u	-	-	(0.16)u	(0.63)u	(0.62)u	-	-	5.46	0.43x
Osisko Development	ODV	RS	-	554	132.1	4.19	9.50	-	DeMarco	-	-	0.97u	-	4.3x	(0.04)u	-	1.06u	-	4.0x	9.39	0.45x
Osisko Mining	OSK	RS	-	1,421	356.1	3.99	5.25	-	DeMarco	(0.03)u	(0.03)u	(0.03)u	-	-	(0.02)u	(0.02)u	(0.02)u	-	-	5.17	0.77x
Pure Gold Mining Inc.	PGM	ER	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Sabina Gold and Silver Corp.	SBB	RS	-	534	356.2	1.51	3.25	-	DeMarco	0.00u	0.00u	(0.01)u	-	-	0.00u	0.00u	(0.01)u	-	-	3.18	1.02x

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

—
Adjoint :

Nick Stevenson : 403 441-0928

Grandes capitalisations



Travis Wood

Analyste
403 290-5102

—
Adjoints :

Logan Fisher : 403 441-0933
Jacob Swan: 403 290-5445

Sélections

- › *Cenovus*
- › *Tourmaline*

Perspectives dans le secteur du pétrole brut :

Le mois de mars a été marqué par une volatilité élevée des prix du pétrole brut, avec des tensions géopolitiques, des sanctions et une dynamique des paramètres fondamentaux jouant tous un rôle dans les fortes fluctuations des prix tout au long du mois. Le baril de WTI affichait une moyenne d'environ US\$108 pendant le mois et, s'il ne fait aucun doute qu'une forte prime est attribuée compte tenu du risque géopolitique, les caractéristiques fondamentales sous-jacentes, notamment la reprise régulière de la demande et les pressions possibles du côté de l'offre, restent constructives pour cette marchandise. Il faut souligner que, pour les producteurs canadiens, le taux de change actuel d'environ 0.80 USD/CAD a placé les prix en dollars canadiens

à des niveaux proches de records historiques, ce qui a contribué à la vigueur des actions liées au secteur pendant le mois. Les dernières nouvelles qui évoquent une issue diplomatique au conflit entre la Russie et l'Ukraine ainsi que la possibilité d'un assouplissement des sanctions ont entraîné quelques mouvements de baisse des prix du pétrole brut, mais il semble toutefois qu'il demeure d'importantes divergences entre les deux camps et, même lors, on ne sait pas vraiment quand les sanctions seraient levées. Plus récemment, le marché a marqué une pause à l'annonce que l'administration Biden puiserait dans les RSP. Mais par le passé, cet effet s'est révélé largement temporaire, car les RSP ne sont pas infinies et la ponction totale annoncée de 1 Mb/j pour six mois représente environ 9 jours de consommation aux États-Unis (et seulement près de 2 jours en termes de consommation mondiale); pas de quoi, donc, résoudre le déficit structurel du pétrole à long terme, mais la mesure pourrait permettre de restaurer temporairement l'équilibre sur le marché. Ajoutons à cela la rigueur constante avec laquelle l'OPEP+ s'en tient à ses hausses annoncées de production, et les prix du pétrole brut devraient continuer de monter. Un déport s'observe toujours sur la courbe des contrats à terme, le CAL-22 WTI se situant à environ US\$96/b (en hausse de 10% par rapport à US\$87/b environ en février), et même le CAL-23 a terminé le mois à près de US\$85/b (contre US\$77/b environ à la fin de février).

Perspectives dans le secteur du gaz naturel :

Le gaz NYMEX a de nouveau réalisé un mois de mars solide, où il était en moyenne de \$5.00/MBTU, soit une hausse d'environ 12% par rapport à la moyenne de février de près de \$4.50/MBTU. La vigueur des prix de cette marchandise semblait largement attribuable aux températures froides ainsi qu'à l'augmentation des exportations de GNL au départ des États-Unis. En Europe, la situation géopolitique et la demande récente de la Russie d'être payée en roubles ont entraîné un regain de volatilité sur le marché, ce qui pourrait se répercuter sur certains mouvements des prix que nous observons de ce côté de l'Atlantique. Au Canada, les prix du gaz AECO ont encore augmenté en mars, où ils étaient en moyenne de CA\$4.80/GJ, en hausse par rapport à CA\$4.50/GJ en février. D'après Benteq, on estime que la production américaine totale a crû d'environ 92.5 Gpi³/j à près de 93.7 Gpi³/j en mars. En outre, les exportations de GNL étaient en légère hausse, avec

une moyenne de 12.8 Gpi³/j en mars (comparativement à 12.4 Gpi³/j en février), et la demande globale était estimée à 100.8 Gpi³/j, en baisse par rapport à 121.5 Gpi³/j en février.

Premiers choix :

▣ *Cenovus Energy Inc. (CVE: TSX; NYSE)*

Soutenue par ses solides activités de base et sa capacité intégrée, la société peut surmonter ce cycle des produits de base et participer positivement à la relance lorsque les prix mondiaux du pétrole augmenteront à nouveau. Cenovus jouit d'une base d'actifs de grande qualité – Foster Creek et Christina Lake – et affiche des coûts de soutien et un seuil de rentabilité parmi les plus bas du secteur. La société a 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 dégage 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 et est exposée à un certain nombre de thèmes productifs de valeur (gaz naturel et Topaz), qui, en somme, soutiennent ce qui est déjà une valorisation attrayante.

Symb.	Cote du titre	Δ	Analyste	Actions e.c. (M)	Cours 3/31	Cap. bours. (M)	Rend. (%)	VE/FTCD					FTPA dilués			12 mois Cours		Δ		
								2021A	est. 2022E	est. 2023E	Dette nette/FT 2022E	2023E	est. 2021A	est. 2022E	est. 2023E	C/FTPA 2022E	2023e		Cible	Rend.
Grandes sociétés/Intégrées																				
Canadian Natural Resources	CNQ	RS	Wood	1093.3	\$77.41	\$84,629	4%	7.3x	5.5x	5.5x	0.6x	0.5x	\$11.57	\$14.73	\$14.27	5.1x	5.2x	\$90.00	20%	
Cenovus Energy	CVE	RS	Wood	1995.8	\$20.84	\$41,593	1%	6.4x	4.4x	3.7x	0.0x	-0.7x	\$3.56	\$4.55	\$4.61	4.5x	4.4x	\$28.00	35%	
Ovintiv Inc (US\$)	OVV	RS	Wood	245.1	\$54.07	\$13,255	1%	5.4x	4.0x	3.4x	1.0x	0.6x	\$12.18	\$15.37	\$16.75	3.4x	3.1x	\$60.00	12%	
Imperial Oil	IMO	RM	Wood	678.4	\$60.50	\$41,042	2%	8.5x	5.6x	6.2x	-0.3x	-0.9x	\$7.17	\$10.16	\$8.43	6.0x	7.2x	\$70.00	18%	
Suncor Energy	SU	RM	Wood	1398.5	\$40.70	\$56,919	4%	6.4x	4.5x	4.1x	0.5x	0.2x	\$6.89	\$9.76	\$9.83	4.1x	4.0x	\$52.00	32%	
Grandes cap./Cap. Moyennes																				
Advantage Oil & Gas	AAV	RS	Payne	195.7	\$8.71	\$1,705	0%	7.3x	4.0x	4.0x	-0.1x	-0.6x	\$1.18	\$2.10	\$1.92	4.1x	4.5x	\$11.00	26%	
ARC Resources Ltd.	ARX	RS	Wood	693.2	\$16.74	\$11,604	2%	5.4x	4.1x	3.4x	0.2x	-0.2x	\$3.86	\$4.21	\$4.57	4.0x	3.7x	\$21.00	28%	
Baytex Energy	BTE	RM	Payne	573.7	\$5.45	\$3,127	0%	5.4x	3.8x	2.9x	0.9x	0.2x	\$1.30	\$1.71	\$1.97	3.2x	2.8x	\$6.50	19%	
Birchcliff Energy	BIR	RS	Payne	277.4	\$8.36	\$2,319	0%	5.0x	3.9x	4.0x	0.2x	-0.3x	\$1.97	\$2.27	\$2.01	3.7x	4.2x	\$11.00	32%	
Crescent Point Energy Corp.	CPG	RS	Wood	581.5	\$9.06	\$5,268	2%	4.7x	2.8x	2.1x	0.4x	-0.2x	\$2.57	\$3.69	\$4.01	2.5x	2.3x	\$15.50	73%	
Enerplus Corporation	ERF	RS	Wood	243.9	\$15.84	\$3,863	1%	5.3x	3.4x	2.6x	0.3x	-0.3x	\$3.52	\$5.06	\$5.41	3.1x	2.9x	\$20.00	27%	
Freehold Royalties	FRU	RS	Wood	150.7	\$14.31	\$2,156	6%	11.7x	8.0x	8.1x	-0.1x	-0.5x	\$1.39	\$1.74	\$1.65	8.2x	8.6x	\$18.00	32%	
Headwater Exploration	HWX	RS	Payne	235.0	\$6.63	\$1,558	0%	12.4x	5.9x	4.6x	-0.8x	-1.2x	\$0.55	\$1.00	\$1.16	6.6x	5.7x	\$10.50	58%	
Kelt Exploration	KEL	RS	Payne	192.7	\$6.74	\$1,299	0%	8.1x	4.5x	3.8x	0.0x	-0.4x	\$0.85	\$1.49	\$1.62	4.5x	4.2x	\$8.50	26%	
MEG Energy	MEG	RS	↑	282.8	\$17.07	\$4,828	0%	7.4x	3.6x	3.2x	0.9x	0.7x	\$2.60	\$5.25	\$5.44	3.1x	2.9x	\$24.00	41%	
NuVista Energy	NVA	RM	Payne	238.5	\$10.57	\$2,521	0%	8.0x	4.1x	3.3x	0.2x	-0.3x	\$1.38	\$2.65	\$2.95	4.0x	3.6x	\$11.50	9%	
Paramount Resources	POU	RS	Payne	147.5	\$31.21	\$4,603	3%	9.4x	4.6x	4.2x	0.1x	-0.2x	\$3.38	\$6.94	\$7.14	4.5x	4.4x	\$35.00	15%	
Peyto Exploration & Development	PEY	RS	Wood	168.2	\$12.68	\$2,132	5%	6.1x	3.9x	3.5x	1.2x	0.8x	\$2.77	\$4.30	\$4.39	2.9x	2.9x	\$15.50	27%	
Pipestone Energy	PIPE	RM	Payne	281.4	\$5.31	\$1,494	0%	9.3x	4.2x	3.5x	0.2x	-0.4x	\$0.59	\$1.29	\$1.39	4.1x	3.8x	\$6.00	13%	
PrarieSky Royalty	PSK	RM	Wood	238.8	\$17.29	\$4,130	3%	17.1x	11.8x	12.3x	1.0x	0.4x	\$1.22	\$1.59	\$1.45	10.8x	11.9x	\$22.00	30%	
Spartan Delta	SDE	RS	Payne	170.3	\$9.80	\$1,669	0%	6.8x	3.0x	2.3x	0.3x	-0.2x	\$2.26	\$3.51	\$3.89	0.0x	0.0x	\$14.50	48%	
Tamarack Valley Energy	TVE	RS	Payne	443.6	\$4.96	\$2,200	2%	7.0x	3.4x	2.9x	0.3x	-0.3x	\$0.94	\$1.52	\$1.54	3.3x	3.2x	\$7.00	43%	
Topaz Energy	TPZ	RS	Payne	144.4	\$20.90	\$3,017	5%	16.3x	10.9x	10.7x	0.4x	-0.1x	\$1.54	\$1.99	\$1.93	10.5x	10.9x	\$25.00	25%	
Tourmaline Oil	TOU	RS	Payne	337.9	\$57.60	\$19,463	1%	6.8x	5.0x	4.8x	-0.2x	-0.8x	\$9.25	\$11.03	\$10.42	5.2x	5.5x	\$62.50	10%	
Vermilion Energy Inc.	VET	RS	Wood	162.3	\$26.25	\$4,259	1%	6.0x	3.7x	3.1x	1.0x	0.4x	\$5.59	\$9.27	\$9.37	2.8x	2.8x	\$34.00	30%	
Whitecap Resources	WCP	RS	Wood	631.7	\$10.34	\$6,531	3%	6.7x	3.7x	3.1x	0.2x	-0.4x	\$1.82	\$2.91	\$2.98	3.5x	3.5x	\$16.00	58%	
Petites capitalisations																				
Crew Energy	CR	RM	Payne	160.7	\$5.18	\$833	0%	7.9x	4.5x	3.9x	1.2x	0.4x	\$0.82	\$1.41	\$1.42	3.7x	3.7x	\$5.00	-3%	
PetroShale	PSH	RM	Payne	671.6	\$0.84	\$564	0%	8.6x	4.4x	3.5x	0.5x	-0.2x	\$0.15	\$0.21	\$0.23	4.0x	3.7x	\$1.00	19%	
Surge Energy	SGY	RM	Payne	87.1	\$8.86	\$772	0%	8.7x	3.0x	2.2x	0.6x	-0.1x	\$1.79	\$3.20	\$3.73	2.8x	2.4x	\$10.00	13%	
Yangarra Resources	YGR	RM	Payne	90.8	\$2.83	\$257	0%	4.4x	2.3x	2.0x	0.9x	0.4x	\$1.02	\$1.76	\$1.63	1.6x	1.7x	\$2.50	-12%	

*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 3/31	BAIIA (M)			VE/BAIIA			Dette nette / BAIIA			12 mois cours		
							2020	2021e	2022e	2020	2021e	2022e	2020	2021e	2022e	Cible	Rend.	Δ
Services pétroliers																		
National Energy Services Reunited	NESR	RS	Payne	US\$766.50	91.3	US\$8.40	US\$213.2	US\$205.0	US\$249.7	5.3x	6.1x	4.7x	1.5x	2.2x	1.4x	US\$13.50	61%	↓
Precision Drilling Corp.	PD	RS	Payne	\$ 1,233.28	13.3	\$92.70	\$ 285.2	\$ 249.5	\$ 315.4	7.3x	9.7x	5.7x	4.0x	4.3x	3.0x	\$80.00	-14%	
Trican Well Services	TCW	RM	Payne	\$ 862.91	232.0	\$3.72	\$ 30.6	\$ 101.6	\$ 147.7	7.5x	7.9x	5.0x	-0.7x	-0.3x	-0.2x	\$4.00	8%	

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

Source: Rapports des sociétés, FBN, Refinitiv



Patrick Kenny, CFA

Analyste
403 290-5451

—
Adjoints :

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

Sélections

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

Aperçu

Alors que l'année 2022 progresse, le marché a gardé son goût insatiable pour la décarbonation; le contexte macroéconomique devrait rester positif à court terme, les sociétés que nous couvrons cherchant à déployer la somme faramineuse de \$115 milliards environ de flux de trésorerie disponibles (nets des dividendes) jusqu'en 2030 dans le réalignement des modèles d'affaires à long terme pour les conformer aux politiques d'énergie durable – sans empiéter sur la croissance et l'augmentation des valorisations.

Mise à jour sur les produits de base

Le conflit en Ukraine pousse de nombreux pays occidentaux à imposer des sanctions sur le pétrole et le gaz russes, si bien que le baril de WTI a dépassé la barre des \$100. Il était d'environ US\$109 en moyenne en mars, en hausse d'environ 20% par rapport aux niveaux de février (~US\$91.50) et d'environ 60% par rapport au prix moyen de 2021 (~US\$68). Du côté du gaz naturel, les prix du NYMEX ont suivi une trajectoire similaire, s'établissant en moyenne à US\$4.95/kpi³ et dépassant ainsi d'environ 10% les prix de février (US\$4.46/kpi³). De même, le gaz AECO était en moyenne à \$4.77/kpi³, dépassant les niveaux du mois précédent (\$4.51/kpi³) d'environ 5%. En ce qui concerne les perspectives de marketing, le différentiel du pétrole lourd WCS a continué de diminuer en mars, affichant une moyenne de

US\$12.50/b environ, inférieure à la moyenne de l'année 2021 complète d'environ US\$13.50/b.

Mise à jour sur les sociétés pipelinaires et le secteur intermédiaire

PPL et KKR ont annoncé la conclusion d'un accord pour fusionner trois plateformes de traitement du gaz dans l'Ouest canadien, formant ainsi une nouvelle coentreprise (Newco) détenue à 60% par PPL et à 40% par KKR, PPL assumant les rôles d'exploitant et de gestionnaire. Avec ce regroupement, PPL fait croître sa participation dans Veresen Midstream, société du nord-est de la Colombie-Britannique, de 45% à 60%, et met aussi la main sur une participation de 60% dans les capacités de traitement de 1.3 Gpi³/j d'Energy Transfer Canada dans Montney/Duvernay en Alberta, portant ainsi la capacité totale de Newco à environ 5 Gpi³/j, répartie dans 25 installations. Notons que Newco a aussi pour projet de se départir d'une participation de non-exploitant de 50% dans le projet pipelinier KAPS de \$1.6 milliard.

Concernant l'exécution du projet KAPS par Keyera, celui-ci reste en bonne voie pour respecter l'échéance de mise en service au début de 2023, avec un coût en capital final qui devrait se situer dans une fourchette de 10% par rapport au dernier budget (net) de \$800 millions. Concernant les contrats, KEY a fait état d'engagements additionnels au-delà de 70% des capacités (comme auparavant) entre Pipestone et Fort Saskatchewan et en a obtenu d'autres pour l'extension encore non autorisée de 80km entre Pipestone et Gordondale (décision finale d'investissement attendue d'ici la fin de l'année); KAPS pourrait ainsi se connecter au pipeline NEBC Connector de NorthRiver Midstream (Brookfield). Notons que l'extension de la zone 4 à Gordondale pourrait entraîner de nouveaux engagements sur des volumes dans les zones 1 à 3, ce qui pourrait faire monter le RCI de KAPS vers la fourchette cible de KEY de 10% à 15%.

Mise à jour sur la transition énergétique

Enbridge a récemment obtenu les droits de séquestration pour son projet Wabamun Carbon Hub, mais nous attendons encore des nouvelles de la demande de propositions de projet (DPP) du gouvernement de l'Alberta, où les noms de plusieurs sociétés que nous couvrons ont circulé. Le dernier ajout à la liste est BIP, IPL ayant annoncé la soumission d'une proposition de projet conjointe avec Rockpoint Gas Storage en réponse à la demande de propositions de projets complètes

(PPC) en lien avec le processus de sélection pour son projet de CSC d'Industrial Heartland. Soulignons que le projet de pôle CSC d'IPL et de Rockpoint offre une capacité de séquestration de plus de 6 MtCO₂/an sur une base d'accès libre, sachant que les émissions des actifs existants d'IPL dans la région, notamment son complexe pétrochimique de Heartland, pourraient directement en profiter. En attendant le budget fédéral qui doit être présenté au cours de la première semaine d'avril, nous tablons sur des aides gouvernementales qui pourraient prendre la forme de crédits d'impôt à l'investissement dans le CUSC et qui viendraient affermir les données financières de nombre de projets.

Keyera prévoit aussi de capitaliser sur les projets de transition énergétique futurs avec l'annonce de sa stratégie « Low Carbon Hub » (pôle à faibles émissions de carbone) qui s'appuie sur sa présence dans la zone de Josephburg et son partenariat stratégique avec Shell et qui est centrée sur le transport de carbone et la connectivité de la séquestration, le transport et le stockage d'hydrogène, la production d'électricité à faibles émissions de carbone et d'autres matières premières émettant peu de carbone. Les investissements en décarbonation sont soumis aux mêmes taux minimaux de RCI de 10% à 15% que les activités traditionnelles de la société et contribuent à la poursuite de ses objectifs ESG, notamment une réduction des émissions de 50% d'ici 2035.

Titres favoris

Dans l'ensemble, compte tenu de nos estimations pour 2023, nous prévoyons une croissance des FPER par action d'environ 7% en 2022e (excl. Tidewater), les dividendes devant croître d'environ 3% en moyenne. Nous sélectionnons 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.	Distributions par part			Rendement des distr.		FTPA distr. Dilués			C/FT distr.		Dette/ Enc. distr. 22e	12 mois		Rendement Δ combiné	
			e.c.	Cours 03-31		est.	est.	est.	2022e	2023e	est.	est.	est.	2022e	2023e		Cible	Rend.		
			(M)	(M)		2021e	2022e	2023e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e	2022e	2023e					
Pipelines et divers																				
AltaGas	ALA	RS	279.7	\$28.00	\$7,830	\$1.00	\$1.06	\$1.12	3.8%	4.0%	\$2.79	\$2.84	\$3.11	9.9x	9.0x	5.6x	31.00	10.7%	14.5%	
Enbridge Inc.	ENB	RS	2025.0	\$57.55	\$116,539	\$3.34	\$3.44	\$3.54	6.0%	6.2%	\$4.96	\$5.38	\$5.67	10.7x	10.1x	4.6x	57.00	-1.0%	5.0%	
Gibson Energy	GEI	RM	149.3	\$25.01	\$3,735	\$1.40	\$1.46	\$1.51	5.8%	6.1%	\$1.95	\$2.14	\$2.26	11.7x	11.0x	3.1x	25.00	0.0%	5.8%	
Keyera	KEY	RS	221.0	\$31.69	\$7,004	\$1.92	\$1.92	\$2.01	6.1%	6.3%	\$3.03	\$2.99	\$3.62	10.6x	8.8x	3.0x	37.00	16.8%	↑ 22.8%	
Pembina Pipelines	PPL	RM	542.0	\$46.97	\$25,460	\$2.52	\$2.54	\$2.61	5.4%	5.6%	\$4.05	\$4.27	\$4.58	11.0x	10.3x	3.6x	45.00	-4.2%	↑ 1.2%	
Secure Energy	SES	RS	308.2	\$5.34	\$1,646	\$0.03	\$0.03	\$0.03	0.6%	0.6%	\$0.65	\$0.91	\$1.04	5.8x	5.1x	1.4x	8.00	49.8%	50.4%	
Superior Plus	SPB	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	
Tidewater Midstream	TWM	RS	341.6	\$1.30	\$444	\$0.04	\$0.04	\$0.04	3.1%	3.1%	\$0.18	\$0.21	\$0.44	6.2x	3.0x	2.6x	1.75	34.6%	37.7%	
Tidewater Renewables	LCFS	RS	↑ 34.6	\$11.98	\$415	\$0.00	\$0.00	\$0.00	0.0%	0.0%	\$0.47	\$0.54	\$3.01	22.4x	4.0x	0.2x	17.00	41.9%	41.9%	
TC Energy Corp.	TRP	RM	981.0	\$70.51	\$69,170	\$3.48	\$3.60	\$3.74	5.1%	5.3%	\$5.74	\$5.46	\$5.98	12.9x	11.8x	5.2x	66.00	-6.4%	-1.3%	
Producteurs d'électricité et services publics																				
ATCO Ltd.	ACO	RM	114.7	\$42.93	\$4,922	\$1.79	\$1.85	\$1.87	4.3%	4.3%	\$2.65	\$2.59	\$2.87	16.6x	15.0x	4.5x	45.00	4.8%	9.1%	
Brookfield Infrastructure (1)	BIP	RS	514.4	\$66.23	\$34,069	\$2.04	\$2.16	\$2.29	3.3%	3.5%	\$2.93	\$3.35	\$3.87	19.8x	17.1x	6.0x	68.00	2.7%	5.9%	
Canadian Utilities	CU	RM	277.1	\$38.32	\$10,617	\$1.76	\$1.78	\$1.79	4.6%	4.7%	\$2.97	\$3.05	\$3.09	12.6x	12.4x	5.1x	36.00	-6.1%	-1.4%	
Capital Power	CPX	RS	114.6	\$40.71	\$4,664	\$2.12	\$2.24	\$2.36	5.5%	5.8%	\$5.39	\$5.35	\$5.90	7.6x	6.9x	3.7x	47.00	15.5%	21.0%	
Emera Inc.	EMA	RM	268.3	\$61.97	\$16,629	\$2.58	\$2.68	\$2.78	4.3%	4.5%	\$1.50	\$4.18	\$4.56	14.8x	13.6x	6.5x	59.00	-4.8%	-0.5%	
Fortis Inc.	FTS	RM	481.2	\$61.83	\$29,755	\$2.05	\$2.17	\$2.30	3.5%	3.7%	\$3.76	\$4.58	\$4.82	13.5x	12.8x	6.1x	59.00	-4.6%	-1.1%	
Hydro One Ltd.	H	RM	596.9	\$33.68	\$20,105	\$1.07	\$1.12	\$1.17	3.3%	3.5%	\$2.03	\$1.98	\$1.67	17.0x	20.2x	5.8x	32.00	-5.0%	-1.7%	
TransAlta	TA	RM	271.0	\$12.94	\$3,507	\$0.18	\$0.20	\$0.20	1.5%	1.5%	\$2.08	\$1.98	\$1.64	6.5x	7.9x	3.5x	14.00	8.2%	9.7%	

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

(1) Tous les chiffres en dollars pour BIP sont en USD

**Maxim Sytchev**Analyste
416 869-6517**Adjoints:**Alizeh Haider: 416 869-7937
Kazim Naqvi: 416 869-6754**Sélections**

- › IBI Group
- › WSP Global
- › ATS Automation

Stelco Holdings Inc.

Compte tenu du rebond dynamique de l'acier en bobine laminé à chaud (ABLC), la prudence est de mise; baisse de la cote à Rendement moyen

- **La méthode statistique appliquée à diverses catégories de produits de base indique que le choc causé par l'approvisionnement durera de six à sept mois - explication pour l'ABLC (et donc STLC).**

Nous avons passé en revue plusieurs décennies de données afin de mieux comprendre les chocs causés par l'approvisionnement et leurs pics de volatilité inhérents à de nombreux produits de base industriels, en plus de l'ABLC. Notre objectif était de voir à quelle fréquence ces chocs se produisent, quelles en sont les causes en dehors des cycles économiques, et combien de temps durent les hausses de prix respectives une fois que le choc se produit. Ceci, par extension, fournit un point de référence pour comparer l'escalade actuelle des prix de l'ABLC. Selon notre analyse, en moyenne, les chocs ne durent pas plus de sept mois (que ce soit en raison de la destruction de la demande, du débordement des prix ou de la réponse de l'approvisionnement).

- **Valorisation et recommandation - nous sommes peut-être en avance (pour une révision à la baisse) mais, comme nous sommes à nouveau en territoire de distribution normale à 1%, les chances s'accroissent...**

Le prix du titre suit désormais une courbe parabolique (+32% depuis le début de l'année contre +4% pour la TSX et +30% pour les pairs américains), car le retournement du prix de l'ABLC en décembre, qui est passé de US\$800/tn à US\$1 350/tn actuellement (et qui continue de grimper), a une fois de plus ravivé l'imagination concernant les

FTD, à US\$10 par action ou plus en 2022E. Le catalyseur de cette dynamique est l'horrible situation géopolitique en Europe (la brame et le minerai de fer russes/ukrainiens constituent 6% / 6% du commerce mondial). Nous sommes témoins une fois de plus d'écarts-types de +2.5 en ce qui concerne le prix de l'ABLC par rapport au prix moyen (et en termes statistiques, cela implique 1% des occurrences dans une distribution normale). Le prix de l'ABLC peut-il continuer à grimper? Bien sûr, c'est possible; objectivement, rappelez-vous cependant que lorsque le prix de l'ABLC a atteint US\$1 850/tn en novembre 2021, le titre de STLC a atteint \$51.00. Aujourd'hui, l'ABLC est à US\$1 350/tn, tandis que le titre de STLC a grimpé à \$57.00 (la génération de FTD crée un delta positif). Le titre de STLC suit presque parfaitement le prix de l'ABLC, ce qui réaffirme notre point de vue selon lequel nous devons voir « les choses telles qu'elles sont, et non telles que nous voudrions qu'elles soient ». Compte tenu de l'absence de hausse de la VAN (sur la base des chiffres actualisés de T2 2022E et du T3 2022E), nous pensons que le titre de STLC est prêt pour un répit si un semblant de normalisation géopolitique se produit. Baisse de la cote à Rendement moyen (auparavant Rendement supérieur); cours cible de \$55.00 (auparavant \$48.00) compte tenu d'une hausse intermittente du cours.

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 3/31	(A)	est.	est.	Ex1	Ex2	(A)	est.	est.	Ex1			Ex2	
								Dem. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	Dem. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1			Ex2	
Aecon Group	ARE	RM	↓	\$18.00	↓	\$16.97	\$1,024	12-2021	\$0.71	\$1.21	\$1.32	12.1x	11.2x	\$230	\$250	\$258	6.1x	5.9x	4.4%	1.6x
Bird Construction Inc.	BDT	RS		\$12.00		\$9.13	\$485	12-2021	\$0.95	\$0.90	\$0.96	10.2x	9.5x	\$99	\$103	\$108	4.2x	4.1x	4.3%	trésorerie nette; n.s.
Finning International Inc.	FTT	RS		\$46.00		\$37.64	\$6,340	12-2021	\$1.14	\$2.18	\$2.32	17.3x	16.2x	\$636	\$855	\$905	8.3x	7.8x	2.4%	1.1x
IBI Group Inc.	IBG	RS		\$20.00		\$14.13	\$442	12-2021	\$0.48	\$0.67	\$0.83	17.1x	15.8x	\$47	\$16	\$40	10.2x	9.7x	0.0%	0.4x
North American Construction Group Ltd.	NOA	RS		\$30.00		\$18.10	\$513	12-2021	\$1.74	\$2.06	\$2.40	7.5x	7.2x	\$207	\$229	\$237	3.8x	3.7x	1.8%	1.8x
Ritchie Bros. Auctioneers	RBA	RM		US\$55.00		US\$59.03	\$6,526	12-2021	US\$1.59	US\$1.64	US\$1.54	38.6x	35.9x	US\$352	US\$182	US\$204	19.1x	16.4x	1.7%	4.1x
SNC-Lavalin	SNC	RS	↓	\$42.00	↓	\$30.10	\$5,284	12-2021	-\$0.67	\$1.18	\$1.43	17.7x	11.1x	\$93	\$11	\$819	11.0x	8.3x	0.3%	2.9x
Stantec Inc.	STN	RS		\$80.00		\$62.71	\$6,975	12-2021	\$2.13	\$2.38	\$2.99	21.0x	19.4x	\$435	\$19	\$364	14.6x	13.6x	1.1%	2.4x
Toromont Industries Ltd.	TIH	RS		\$126.00		\$118.51	\$8,853	12-2021	\$3.09	\$4.00	\$4.59	22.4x	29.6x	\$539	\$288	\$339	13.5x	13.5x	1.4%	-0.4x
WSP Global	WSP	RS		\$209.00		\$165.91	\$19,521	12-2021	\$3.34	\$5.08	\$5.22	31.8x	26.6x	\$1,044	\$1,176	\$1,387	17.4x	14.7x	0.9%	0.0x
AutoCanada	ACQ	RS		\$52.00	↓	\$36.23	\$995	12-2021	\$0.44	\$4.16	\$3.97	8.7x	9.1x	\$83	\$198	\$225	6.5x	5.8x	0.0%	1.1x
Stelco	STLC	RM	↓	\$55.00	↑	\$51.99	\$3,789	12-2021	-\$0.60	\$16.95	\$4.49	1.6x	5.2x	\$63	\$1,775	\$566	1.6x	5.2x	2.3%	-0.4x
ATS Automation	ATA	RS		\$66.00		\$45.10	\$4,159	12-2021	\$1.07	\$2.04	\$2.21	22.1x	20.4x	\$181	\$344	\$363	14.4x	13.6x	0.0%	2.5x
ABC Technologies	ABCT	RM		\$7.00		\$6.65	\$384	12-2021	NM	-\$0.22	-\$0.49	-23.8x	-10.8x	\$133	\$61	\$187	11.4x	3.7x	2.3%	6.4x
Colliers International	CIGI	RS		US\$176.00		US\$130.40	\$5,738	12-2021	US\$4.18	US\$6.18	US\$6.69	21.1x	19.5x	US\$361	US\$544	US\$616	12.9x	11.4x	0.2%	0.2x
Stella-Jones	SJ	RS		\$57.00		\$37.57	\$2,415	12-2021	\$3.12	\$3.55	\$3.49	10.6x	10.8x	\$343	\$365	\$363	8.6x	8.7x	2.1%	2.0x
Médiane												17.2x	13.5x				10.6x	8.5x	1.5%	

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

*Multiplicateurs rajustés en fonction des investissements en concessions



Endri Leno
Analyste
416 869-8047

Adjoints :
Eduardo Garcia Hubner
416 869-7476

Stephen Kwai
416 869-7571

Sélections

- › [Dialogue Health Technologies](#)
- › [DRI Healthcare Trust](#)
- › [H₂O Innovation](#)
- › [Knight Therapeutics](#)

Points saillants de mars 2022

Nous mettons en évidence les rencontres virtuelles à l'attention des investisseurs que FBN a tenues avec les équipes de haute direction de Jamieson Wellness (TSX : JWEL) et de DRI Healthcare Trust (TSX : DHT.U) pour discuter de leurs perspectives respectives.

Jamieson Wellness

Dans l'ensemble, Jamieson s'attend à ce que, à tout le moins, une tranche considérable des nouveaux consommateurs qui sont entrés sur le marché des VMS (vitamines, minéraux, suppléments) pendant la pandémie y restent et continuent de participer/de croître aux taux existant avant la pandémie (JWEL a progressé à un TCAC d'environ 7.5% en 2017-2019 et de 14% en 2019-2021). Au Canada, JWEL a progressé à un TCAC de 11% (2019-2021), progression qui est largement supérieure à celle du marché des VMS (TCAC de 5% selon Statistique Canada pour 2019-2021), et la société s'attend à ce que cette dynamique se poursuive en raison : 1) de la poursuite de l'innovation, 2) de l'expansion de la distribution, et 3) du renforcement du capital de la marque. Ailleurs dans le monde, JWEL continue de connaître une croissance importante (croissance prévue de 20% à l'échelle internationale en 2022) dans les régions géographiques existantes et nouvelles, la majeure partie provenant de la Chine.

Parmi les autres sujets abordés, citons les suivants : 1) certains contrecoups de la chaîne d'approvisionnement et des matières premières et l'inflation, qui peuvent être répercutés sur les prix et/ou compensés par des gains d'efficacité internes, et 2) l'évaluation proactive par JWEL des occasions d'acquisition qui permettent une expansion géographique sur un marché arrivé à maturité (les États-Unis ou l'Europe de l'Ouest), génèrent des revenus de \$100 à \$200 millions, visent une marque de qualité établie et peuvent donner lieu à des synergies après coup.

Nous réitérons la cote Rendement supérieur et le cours cible de \$42.75, ce qui traduit un ratio VE/BAIIA d'environ 16.5x pour l'année à venir et la suivante.

DRI Healthcare Trust

À l'heure actuelle, DRI dispose d'une saine réserve de transactions évaluées à environ US\$1.6 milliard, certaines d'entre elles étant à des stades d'évaluation différents (deux d'entre elles, évaluées à environ US\$65 millions, sont en phase avancée et devraient être conclues au T2 2022). En outre, DRI a récemment constaté une augmentation des demandes entrantes et de l'intérêt pour le financement par redevances.

La direction a également précisé qu'elle continuerait à viser des transactions d'une valeur oscillant entre US\$25 et 150 millions pour plusieurs raisons : 1) l'expertise acquise à l'égard des transactions de cette valeur au cours des 20 dernières années, 2) le segment n'est pas particulièrement efficace, ce qui permet de saisir des occasions intéressantes, 3) la concurrence est moindre, et 4) une interaction plus étroite avec les vendeurs permet de personnaliser la structure des transactions.

En termes de rendements, DRI continue de viser un TRI de 12% à l'issue de ses transactions, même si les actifs actuels et nouveaux lui offrent des occasions de croissance à mesure que les produits sont approuvés pour le traitement de nouvelles indications et/ou dans de nouvelles régions géographiques; ces occasions ont permis à DRI d'atteindre des TRI de 18% à 20% par le passé.

Nous continuons de penser que la société est sous-évaluée, car le marché 1) n'accorde pas de crédit à la fiducie pour son portefeuille actuel (nous estimons la VAN à environ US\$7.36 par part) et 2) ne tient pas compte de la croissance (environ US\$2.60 par part). Nous réitérons la cote Rendement supérieur et le cours cible de US\$10.00, établi en fonction des FTA.

Symb.	Cote du titre	Capitalisation boursière (M)	Actions e.c. (M)	Cours 3/31	Dernier quartier déclaré	Rendement actuel	FTDPAD			C/FTDA		BAIIA (M)			VE/BAIIA		Dette Nette (M)	Dette nette/ BAIIA Ex1	Cours cible 12 mois	Δ			
							(A)	est.	est.	Ex1	Ex2	Dem. Ex.	Ex1	Ex2	Dem. Ex.	Ex1					Ex2	Ex1	Ex2
Santé et biotechnologie																							
Akumin	AKU RI	98.82	89.0	1.11u	4/2021	0.0%	(0.56)u	(0.83)u	(0.70)u	nmf	nmf	59.3u	139.0u	144.7u	8.4	8.4	1,164.0u	8.0	0.75u	↑			
Andlauer Healthcare Group	AND RM	2,081.56	41.8	49.77	4/2021	0.4%	1.30	1.51	1.58	33.0	31.5	119.3	144.1	151.6	15.8	15.0	199.4	1.3	49.50	↓			
Dialogue Health Technologies	CARE RS	346.92	65.8	5.27	4/2021	0.0%	(0.39)	(0.24)	(0.01)	nmf	nmf	(21.2)	(11.6)	2.1	nmf	nmf	-	-	11.50	↓			
DRI Healthcare Trust	DHT.UT RS	242.3u	39.1	6.20u	4/2021	4.8%	0.62u	0.78u	0.80u	7.9	7.7	101.2u	82.2u	78.4u	3.1	3.0	42.2u	0.5	10.00u	↓			
IMV Inc.	IMV RM	147.90	82.2	1.80	4/2021	0.0%	(0.49)	(0.52)	(0.49)	nmf	nmf	(32.8)	(42.9)	(40.0)	nmf	nmf	-	-	2.50	↓			
Jamieson Wellness	JWEL RS	1,408.18	40.4	34.85	4/2021	1.7%	1.34	1.45	1.50	24.0	23.2	100.1	110.0	117.2	14.4	13.4	142.4	1.2	42.75	↓			
Knight Therapeutics	GUD RS	614.83	117.8	5.22	4/2021	0.0%	0.21	0.30	0.34	13.2	11.8	38.0	50.0	58.0	10.0	8.6	-	-	7.50	↓			
Medical Facilities Corp.	DR RS	348.61	30.8	11.32	4/2021	2.8%	0.96u	0.97u	1.00u	9.7	9.4	63.6u	56.5u	58.1u	7.0	6.4	79.9u	1.7	12.75	↑			
Theratechnologies	TH RM	294.88	95.1	3.10	4/2021	0.0%	(0.25)u	0.01u	0.06u	nmf	39.7	(14.6)u	5.0u	10.0u	48.5	24.0	-	-	3.75	↑			
Situations spéciales																							
H2O Innovation	HEO RS	216.02	90.0	2.40	2/2022	0.0%	0.08	0.09	0.13	26.0	17.8	14.6	17.5	20.9	13.8	11.6	37.2	1.8	3.25	↓			
K-Bro Linen	KBL RM	358.92	10.6	33.79	4/2021	3.6%	2.23	2.45	2.66	13.8	12.7	42.8	46.8	50.6	9.7	9.0	93.8	1.9	38.00	↓			
Rogers Sugar	RSI RM	653.51	103.7	6.30	1/2022	5.7%	0.33	0.43	0.45	14.8	13.9	91.0	98.2	104.2	10.3	9.6	380.2	3.6	5.25	↓			
Chemtrade Logistics Income Fund	CHE.UN RS	836.91	104.2	8.03	4/2021	7.5%	0.70	0.88	1.19	9.1	6.8	280.4	282.9	310.5	7.2	6.5	1,177.9	3.8	8.75	↓			

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*
- › *Fairfax Financial*
- › *ECN Capital*

Faits saillants de notre conférence annuelle sur les services financiers

Nous avons tenu notre 20e conférence annuelle sur les services financiers canadiens en personne et en ligne les 22 et 23 mars.

- ▶ **Trisura Group Ltd.**
(TSX : TSU, Rendement supérieur, CC de \$65, ratio C/B d'environ 35x)

Le président et chef de la direction, David Clare, a parlé de la nature des problèmes touchant les bénéfices rencontrés au T4 2021 (ponctuels et prévus) et des perspectives de croissance robuste des primes consolidées de plus de 20% en glissement annuel en 2022. Il a également fourni des détails pour certains segments et certaines régions géographiques : (1) le segment Cautionnement devrait connaître un taux de croissance proche des deux chiffres grâce à l'expansion continue de sa part de marché au Canada et au lancement de ses activités aux États-Unis; (2) le segment Assurance d'entreprise devrait connaître un taux de croissance de l'ordre de 20%; et (3) les primes devraient connaître un taux de croissance se situant autour de 25% aux États-Unis.

- ▶ **ECN Capital Corp.**
(TSX : ECN, Rendement supérieur, CC de \$8.00, ratio C/B d'environ 16x)

La direction d'ECN a renforcé notre confiance dans les prévisions pour 2022 (croissance prévue du BPA de 58% a/a au point médian) et 2023 (croissance prévue du BPA de 30% a/a). Le chef de la direction, Steven Hudson, a évoqué sa confiance accrue dans l'atteinte (et le dépassement) de ces objectifs grâce au solide rendement des trois entreprises : Source One Financial (S1), Triad Financial Services (TFS) et Kessler Group (KG). En outre, nous pourrions assister à une hausse significative découlant des fusions et acquisitions complémentaires.

- ▶ **goeasy Ltd.**
(TSX : GSY, Rendement supérieur, CC de \$220, ratio C/B d'environ 15x)

Le président et chef de la direction, Jason Mullins, a réaffirmé ses prévisions au titre des radiations nettes, soit 9% à 10%, et de la croissance des prêts, soit \$80 à \$100 millions, au T1 2022. En outre, M. Mullins nous a mis à jour sur les perspectives de croissance futures ainsi que sur le lancement d'une application mobile. L'application permettra aux clients de créer des profils et d'obtenir une pré-autorisation pour d'autres prêts offerts par GSY (par exemple, prêts pour automobile ou pour véhicule de sport motorisé et les prêts non garantis), ce qui créera des occasions de ventes croisées. Une version de base de l'application sera disponible au S1 2022 et il est prévu de monétiser les capacités de la plateforme au cours des 12 à 24 prochains mois.

- ▶ **Intact Corporation financière**
(TSX : IFC, Rendement supérieur, CC de \$225, ratio C/B d'environ 2.6x)

Patrick Barbeau, premier vice-président et chef de l'exploitation, a présenté ses principales priorités pour 2022, notamment (1) tirer parti du labo de données/ de l'IA pour augmenter la segmentation et l'efficacité de la tarification; (2) obtenir un rendement supérieur au sein de RSA; (3) simplifier l'infrastructure des TI; (4) tirer parti de la capacité mondiale de vente dans le secteur de l'assurance spécialisée; et (5) tirer parti de la gestion des demandes de règlement par On Side.

Symb.	Cote du titre	Δ	Cap. bours. (Md)	Actions e.c. (M)	Cours 3/31	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B 2022	C/B 2023	VCPA			C/V		Div. %	Cours cible 12 mois	Δ
							2021	est. 2022	est. 2023			dernier Quarter	est. 2022	est. 2023	2022	2023			
Financement hypothécaire																			
Equitable Group	EQB	RS	2.44	34.1	71.74	12/2021	8.36	8.67	9.86	8.3	7.3	55.24	63.33	71.47	1.1	1.0	1.6%	95.00	
First National Financial	FN	RM	2.43	60.0	40.53	12/2020	3.13	3.34	4.01	12.1	10.1	8.00	8.88	10.17	4.6	4.0	5.8%	46.00	
Home Capital Group	HCG	RS	1.63	43.0	38.00	12/2021	4.87	5.13	5.90	7.4	6.4	36.55	39.67	44.76	1.0	0.8		49.00	
Timbercreek Financial	TF	RM	0.78	82.0	9.49	12/2021	0.68	0.72	0.73	13.2	12.9	8.33	8.36	8.40	1.1	1.1	7.3%	10.00	
Financement spécialisé																			
ECN Capital	ECN	RS	1.62	243.3	6.67	12/2020	US 0.31	US 0.31	US 0.39	17.0	13.7	US 2.83	US 3.58	US 3.72	1.5	1.4	0.6%	8.00	
Element Fleet Management	EFN	RS	4.95	409.2	12.10	12/2020	0.84	0.89	1.04	13.6	11.6	7.26	7.42	7.92	1.6	1.5	2.6%	19.00	
goeasy	GSY	RS	2.27	16.2	140.28	12/2021	10.43	11.46	14.71	12.2	9.5	48.76	56.42	66.68	2.5	2.1	2.6%	220.00	
Brookfield Business Partners	BBU	RS	US 6.76	US 220.2	US 30.72	12/2021	US 2.90	US 1.30	US 2.09	23.7	14.7	US 19.43	US 24.52	US 30.14	1.3	1.0	0.8%	US 39.00	↓
Power Corporation of Canada	POW	RM	26.19	676.6	38.70	12/2020	4.77	4.50	4.81	8.6	8.0	34.56	37.01	39.81	1.0	1.0	5.1%	46.00	↓
Entreprises de RH																			
LifeWorks Inc.	LWRK	RM	1.5	70.3	21.62	12/2020	-0.34	0.76	0.96	28.5	22.6	8.33	8.43	8.72	2.6	2.5	3.6%	28.00	↓
Bourses des valeurs																			
TMX Group	X	RM	7.19	55.9	128.58	12/2021	7.10	6.97	7.49	18.4	17.2	66.32	71.40	74.72	1.8	1.7	2.6%	139.00	
Assurance																			
Definity Financial Corp.	DFY	RS	3.7	115.9	31.93	12/2021	2.09	1.6	2.03	19.9	15.8	20.68	21.81	23.38	1.5	1.4	6.3%	36.00	
Intact Financial Corp.	IFC	RS	32.53	176.1	184.72	12/2021	12.32	11.14	11.61	16.6	15.9	82.34	89.11	94.79	2.1	1.9	2.2%	225.00	
Trisura Group Ltd.	TSU	RS	1.41	41.2	34.37	12/2021	1.48	1.65	1.89	20.8	18.2	8.70	10.33	12.20	3.3	2.8		65.00	
Fairfax Financial Holdings	FFH	RS	16.28	23.9	682.03	12/2020	US 122.25	US 43.38	US 65.41	12.6	8.3	US 630.60	US 666.73	US 726.49	0.8	0.8	1.9%	1000.00	
Gestion d'actifs																			
Fiera Capital Corp.	FSZ	RM	1.09	104.8	10.44	12/2021	1.63	1.26	1.42	8.3	7.3	3.99	3.95	4.30	2.6	2.4	8.2%	11.50	
IGM Financial Inc.	IGM	RS	10.59	239.7	44.17	12/2021	4.04	4.38	4.77	10.1	9.3	26.91	29.09	31.67	1.5	1.4	5.1%	62.00	

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

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

Source: Refinitiv, Rapports des sociétés, FBN



Michael Storry-Robertson, CFA
Analyste
416 507-8007

Sélections

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

Les perturbations de la chaîne d'approvisionnement créent des obstacles à court terme pour SCL et CEU, mais les circonstances restent favorables

Les résultats supérieurs aux prévisions du T4 2021 sont éclipsés par des prévisions à court terme plus modérées, mais, dans l'ensemble, la situation reste inchangée.

Shawcor a déclaré un BAIIA ajusté de \$20.2 millions au T4 2021, ce qui est supérieur à la fois à l'estimation du consensus (\$16.7 millions) et à nos prévisions de \$16.0 millions de plus de 20%, le dépassement par rapport à nos prévisions étant largement attribuable à un rendement plus solide que prévu du segment des systèmes composites. Prévoyant une accalmie temporaire à court terme de l'activité de revêtement de pipelines du fait de l'autorisation limitée des projets en mer en raison des effets de la pandémie et des perturbations de la chaîne d'approvisionnement sur la livraison de tubes d'acier pour plusieurs projets de pipelines en mer, SCL s'attend à ce que le BAIIA ajusté du T1 2022 soit inférieur à la moitié des quelques \$20 millions déclarés au T4 (bien en deçà des attentes de FBN et des analystes au début de la saison de la publication des résultats du T4). Malgré des perspectives à court terme très prudentes, nos prévisions pour 2023 sont restées largement inchangées, car nous restons encouragés par l'amélioration du carnet de commandes de SCL (en hausse de 16% t/t pour atteindre \$589 millions à la fin du T4 2021) et par les mesures de redimensionnement en cours (qui, selon les prévisions trimestrielles annualisées publiées en même temps que les résultats du T4, auront pour effet de réduire de 6% de plus les frais de vente et d'administration, qui devraient s'établir à \$50 millions), ainsi que par les prévisions de dissipation des obstacles touchant la chaîne d'approvisionnement à moyen terme et de reprise des niveaux d'activité des projets de pipelines en mer au S2 2022 et tout au long de 2023. **Nous maintenons notre cours cible précédent de \$8.50, qui est basé sur un ratio VE/BAIIA 2023e inchangé de 5.3x, ce qui correspond à peu près au ratio VE/BAIIA sur un an moyen de SCL et se situe 250 pb sous la moyenne historique à long terme de la société.** Compte tenu de son profil d'endettement réduit et de ses perspectives favorables à moyen terme, nous réitérons notre cote Rendement supérieur.

Le BAIIA ajusté de CEU au quatrième trimestre dépasse de 14% les prévisions des analystes, mais les pressions inflationnistes modèrent les attentes à court terme en ce qui concerne les marges.

CEU a généré un chiffre d'affaires trimestriel record de \$367.8 millions au T4, en hausse de 73% a/a et de 17% t/t, dépassant de 12% l'estimation du consensus, soit \$327.9 millions. Ce résultat supérieur à nos attentes s'explique par la vigueur des deux côtés de la frontière, les augmentations de prix s'ajoutant à la hausse des niveaux d'activité des appareils de forage et des volumes de production. Au cours du trimestre, CEU s'est appuyée sur le bilan pour soutenir des comptes débiteurs accrus alors que les niveaux d'activité de l'industrie continuaient de croître et a financé des achats de matières premières excédentaires clés pour éviter les contraintes de la chaîne d'approvisionnement et atténuer les pressions inflationnistes sur le coût des intrants. CEU a terminé le T4 avec un prélèvement net sur la facilité de crédit de premier rang de \$110.1 millions, soit une augmentation d'environ \$60 millions t/t, en raison des investissements stratégiques dans le fonds de roulement, mais le ratio dette nette/BAIIA DDM est resté stable à environ 2.5x, compte tenu de la forte croissance du BAIIA t/t. Bien que la hausse des coûts liés aux perturbations de la chaîne d'approvisionnement et à la disponibilité de la main-d'œuvre pèsera probablement sur les marges à court terme, les hausses de prix ciblées et l'approvisionnement proactif de CEU devraient contribuer à atténuer ces pressions au cours du S2. **Nous sommes récemment passés sur la touche en raison du solide rendement du cours de l'action de CEU et, bien que les récents événements géopolitiques représentent un risque de hausse supplémentaire par rapport à cette décision, nous maintenons notre cote Rendement moyen.** Notre cours cible de \$3.35 est basé sur un ratio VE/BAIIA de 5.7x pour 2023e, ce qui correspond à peu près au ratio VE/BAIIA sur un an moyen récent de CEU (mais reste bien inférieur à la moyenne historique à long terme de CEU).

	Symb.	Cote du titre	Cote du titre Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 3/31	BAIIA (M)			VE/BAIIA			Dette nette	12 mois cours		
							2020	2021	2022e	2020	2021	2022e	2021	Target	Return	Δ
Ag Growth International Inc.	AFN	R		810.87	18.8	43.18	149.3	176.3	R	10.7	9.3	R	4.3	R	R	
CES Energy Solutions Corp.	CEU	RM		609.19	253.8	2.40	83.3	156.2	181.4	10.9	6.5	7.2	2.6	3.35	42%	↑
Enerflex Ltd.	EFX	RS		718.33	89.7	8.01	191.3	140.0	265.2	5.6	6.7	8.5	3.1	10.75	35%	
good natured Products Inc.	GDP	RS		128.32	217.5	0.59	-1.5	-0.6	4.1	(87.8)	(269.2)	42.8	-56.8	1.25	112%	
Green Impact Partners Inc.	GIP	RS		174.58	20.3	8.60		3.3	6.3		51.2	29.9	-2.4	12.00	40%	
Mullen Group Ltd.	MTL	RS		1262.95	94.5	13.36	191.5	218.7	262.0	8.7	8.4	6.7	1.9	16.50	28%	
Pason Systems Corp.	PSI	RM		1258.39	82.2	15.31	39.5	72.5	113.2	28.4	15.2	9.5	-2.2	15.25	2%	
Shawcor Ltd.	SCL	RS		355.15	70.5	5.04	43.8	100.8	106.9	14.8	5.7	5.4	2.0	8.50	69%	

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**Adjoints :**

Thomas Bolland : 514 871-5013

Nathan Po : 416 660-1740

Sélections

- › **Dexterra Group**
- › **Alaris Equity Partners**
- › **GDI Integrated Facility Services**

Dexterra

Le 29 mars 2022, nous avons tenu des rencontres virtuelles à l'intention des investisseurs institutionnels et une causerie informelle dans le cadre de la série Between Two Firms de FBN avec l'équipe de direction de Dexterra. Étaient présents John MacCuish, chef de la direction, et Drew Knight, chef des finances.

Gestion intégrée des installations : principal vecteur de croissance

L'inflation des coûts de la main-d'œuvre étant un sujet brûlant, la direction note que DXT est souvent en mesure de répercuter la hausse des salaires dans le cadre d'un processus de collaboration avec les clients, ces derniers restant méfiants de l'incidence de la rotation du personnel sur la dynamique du service. Cette situation est favorisée par le principal avantage concurrentiel du segment par rapport à ses pairs, à savoir le niveau élevé d'auto-prestation de services, les clients recherchant des partenaires qui ne dépendent pas fortement de la sous-traitance. Le segment Gestion intégrée des installations reste le principal domaine d'intérêt pour les fusions et acquisitions, car la direction espère améliorer la couverture géographique et ajouter des capacités pour améliorer le portefeuille de services du segment. Les cibles sont généralement acquises en dehors d'un processus, car la direction a comme priorité l'accroissement immédiat, de sorte qu'elle vise des transactions d'environ \$100 millions recelant un BAIIA se situant entre 5x et 6x, compte tenu des synergies (généralement minimales).

Solutions modulaires : faire face aux obstacles à court terme limités

Les solides obstacles à long terme du segment Solutions modulaires persistent, alors que la deuxième ronde de financement de l'Initiative pour la création rapide de logements est maintenant attribuée aux municipalités et aux organisations, tandis que le logement social devrait figurer en tête des priorités gouvernementales pour les années à venir. La direction a réitéré son désir de diversifier l'entreprise afin de réduire l'exposition à la bureaucratie en termes de permis et d'approbations de projets, et DXT continue d'étendre son entreprise de fabrication/fourniture exclusive pour les clients américains. Même si l'inflation du coût des produits de base pèsera probablement sur les marges à court terme en raison des contrats à prix fixe, cet obstacle devrait être

amoindri par la rapidité avec laquelle la construction commence après la conclusion du contrat, ce qui limite la période pendant laquelle l'inflation peut éroder les bénéfices attendus.

Hébergement des effectifs, Services de foresterie et Services énergétiques : réchauffement pour les produits de base

Malgré le fait qu'une partie du chiffre d'affaires du segment HE dépend de projets dont la date de fin est naturelle, la direction a réitéré le caractère durable des services de soutien lorsqu'ils sont bien exécutés et a souligné les relations de longue date avec les clients dans les secteurs des mines et de l'énergie. La direction est également optimiste quant à la réserve de projets d'infrastructure, notamment en matière de sécurité et de transport de l'énergie, alors que le Canada poursuit son programme d'écologisation. La direction note que le réchauffement du marché des produits de base soutiendra le secteur HESFSE en 2022, mais souligne qu'il ne représente qu'une partie des activités globales de ce secteur.

Notre cours cible de \$13.00 est basé sur la méthode dite de la somme des parties, attribuant les multiples suivants au BAIIA de 2023e : 10x pour GII, 7x pour HESFSE, 11x pour SM et une prime de croissance par voie de fusions et acquisitions de 0.25x équivalente à des produits supplémentaires d'environ \$105 millions par année. Compte tenu des nombreux catalyseurs de croissance de la société, de la conversion intéressante du BAIIA en FTD à la suite du passage à une approche allégée en actifs, et de la décote notable par rapport aux pairs, nous attribuons à DXT la cote Rendement supérieur.

	Symb.	Cote du titre	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 3/31	Dernier exerc. déclaré	BPA dilué			C/B		BAIIA (M)			VE/BAIIA		Div. %	Dette nette/ BAIIA Ex2	12 mois Cours cible	Δ
							(A)	est.	est.	Ex1	Ex2	(A)	est.	est.	Ex1	Ex2				
							Dern. Ex.	Ex1	Ex2			Dern. Ex.	Ex1	Ex2						
Alaris Equity Partners Income Trust	AD	RS	910.1	45.0	20.21	12/2021	3.13	1.70	1.73	11.9	11.7	130.5	136.5	137.2	9.6	9.5	6.5%	2.9	27.00	
Boyd Group Services Inc.	BYD	RM	3,555.2	21.5	165.57	12/2021	1.30	1.64	4.43	83.6	30.9	219.5	265.9	367.0	14.7	10.6	0.3%	2.6	200.00	↓
Cascades	CAS	RS	1,304.4	101.7	12.82	12/2021	0.26	0.78	1.32	16.5	9.7	389.0	466.6	549.4	6.1	5.0	3.7%	2.5	18.00	
Dexterra Group Inc.	DXT	RS	511.5	65.1	7.86	12/2021	0.37	0.47	0.65	16.9	12.0	80.6	84.5	102.0	7.3	5.6	4.5%	0.7	13.00	↓
Doman Building Materials	DBM	RS	692.6	86.7	7.99	12/2021	1.34	1.44	0.82	5.5	9.7	225.6	251.4	178.5	5.1	6.4	7.0%	3.8	11.00	↓
GDI Integrated Facility Services	GDI	RS	1,243.4	23.0	54.00	12/2021	1.83	1.83	2.15	29.6	25.1	132.8	143.3	147.0	10.5	9.7	0.0%	2.1	70.50	
Hardwoods Distribution	HDI	RS	873.5	23.9	36.50	12/2021	4.77	4.60	4.10	6.3	6.6	195.2	234.4	218.1	6.0	6.0	1.3%	2.4	79.50	↑
Intertape Polymer Group Inc.	ITP	AO	2,403.3	60.6	39.68	12/2021	1.96	2.03	2.32	15.7	13.7	247.1	269.7	289.3	8.8	8.2	2.1%	1.8	40.50	
KP Tissue	KPT	RM	109.3	9.9	11.05	12/2021	0.65	0.01	0.40	1666.9	28.0	153.4	180.8	229.9	9.7	8.1	6.5%	3.6	11.00	
Neighbourly Pharmacy Inc.	NBLY	RM	991.9	34.0	29.14	03/2021	(19.88)	(7.61)	0.23	nmf	126.7	35.1	47.4	101.2	22.8	13.4	0.6%	1.0	35.50	↑
Park Lawn Corporation	PLC	RS	1,192.4	34.5	34.58	12/2021	1.51	1.60	1.81	21.6	19.1	95.6	108.0	116.3	12.4	11.2	1.3%	1.6	45.00	↓
Richelieu Hardware	RCH	RS	2,576.0	56.6	45.54	11/2021	2.51	2.56	2.24	17.8	20.4	234.4	243.0	217.9	10.0	10.5	1.1%	0.2	53.50	
Savaria Corporation	SIS	RS	1,132.6	64.6	17.52	12/2021	0.54	0.71	1.00	24.5	17.6	100.3	127.6	145.6	11.5	9.8	2.9%	2.5	23.50	↓
Uni-Sélect	UNS	RS	1,335.3	43.8	30.50	12/2021	1.00	1.13	1.39	22.3	18.2	146.7	157.9	170.7	9.2	8.1	0.0%	1.8	31.00	

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

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

Source: Rapports des sociétés, FBN, Refinitiv



Richard Tse
Analyste
416 869-6690

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



John Shao
Analyste
416 869-7938

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

Sélections

- › Altus
- › Coveo
- › CGI
- › Docebo
- › E Automotive
- › Kinaxis
- › Lightspeed
- › Magnet Forensics
- › Nuvei
- › OpenText
- › Shopify
- › TELUS International

Restons sur nos gardes

Alors que le premier trimestre de 2022 touche à sa fin, nous faisons une rétrospective sur nos prévisions publiées dans notre étude prévisionnelle sur l'année 2022 parue le 9 janvier 2022. Dans ce rapport, nous prévoyions explicitement un désintérêt progressif envers les actions à forte croissance du secteur de la technologie. Nous avons également présenté une série de titres dignes d'intérêt dans ce contexte et, bien que tous n'aient pas enregistré des

rendements positifs depuis le début de l'année, dans l'ensemble, ils ont nettement distancé l'indice de référence S&P/TSX de la technologie de l'information avec un rendement de -7.6% depuis le début de l'année, contre -34.0% pour l'indice. Globalement, malgré la récente reprise, le secteur de la technologie a également souffert, l'indice S&P de la technologie affichant un repli de 7.1%, alors que l'indice S&P était en baisse de 3.6%. Et maintenant, la sempiternelle question : et maintenant? Compte tenu du contexte macroéconomique, nous nous en tenons à notre opinion décrite dans l'étude prévisionnelle. Nous croyons toujours que certains titres à forte croissance représentent des occasions intéressantes; cependant, il faut savoir que nombre de ces titres nécessitent un horizon de placement à long terme, car beaucoup en sont à un stade précoce de leurs cycles de vie. À brève échéance, nous continuons de croire que les investisseurs devraient se composer un portefeuille équilibré de titres présentant des attributs défensifs (CGI, OpenText), auquel ils ajouteraient de façon opportuniste (en cas de repli) des titres de croissance choisis. Nous présentons ci-dessous un bref aperçu de certains de ces titres :

- › **CGI** devrait tirer parti du courant porteur du secteur qui voit les entreprises accélérer leurs projets de transformation numérique dans le contexte de la pandémie. En effet, le ratio commandes/facturation de CGI est élevé ces derniers trimestres. Nous apprécions ce titre pour ses attributs défensifs (flux de trésorerie et rentabilité élevés), mais nous pensons qu'il existe un potentiel de valeur à dégager lié à des projets clés de la société tels que l'engagement PI30 (30% du chiffre d'affaires tirés de la PI d'ici l'exercice 2025), ce qui ferait croître le chiffre d'affaires tout en faisant grossir les marges. En outre, CGI prévoit de déployer \$1 milliard en acquisitions au cours de l'exercice, ce qui ne fait que s'ajouter à ses perspectives de croissance.
- › **Kinaxis** devrait grandement tirer parti de la demande accrue de solutions pour les chaînes d'approvisionnement. D'un point de vue sectoriel, les occasions d'affaires se multiplient sur ce marché au complet, ce qui n'a rien d'étonnant vu les difficultés auxquelles se heurtent les chaînes d'approvisionnement, en particulier dans les grandes entreprises sur des marchés qui ont particulièrement souffert comme le marché automobile (pénuries de semi-conducteurs). Nous pensons que les projets de Kinaxis se sont accumulés pour atteindre des niveaux records, avec des chiffres inédits dans la fidélisation des clients ces derniers trimestres, et cette tendance devrait se poursuivre.

- › **Nuvei** reste une société en croissance dans le secteur du traitement des paiements, avec un intérêt différencié pour les marchés à la croissance exponentielle. Nuvei accepte des paiements sur 204 marchés mondiaux et propose plus de 500 méthodes de paiement alternatives (MPA) dans près de 150 devises. Selon nous, cette portée ainsi que le fait que Nuvei se concentre sur des segments à forte croissance tels que les jeux réglementés en ligne contribuent globalement à la croissance démesurée de la société. Pour l'avenir, nous pensons que la société saura alimenter sa croissance exceptionnelle grâce aux changements structurels du secteur des paiements (p. ex. casinos sans espèces).
- › **Magnet Forensics**. Selon nous, Magnet Forensics est un chef de fil émergent sur le marché de la criminalistique numérique, qui présente une suite d'offres concurrentielles à destination du secteur public et des entreprises. La qualité de son modèle d'affaires est confirmée par ses résultats financiers, qui dénotent une rentabilité et une croissance solides. Si vous suivez nos recherches, vous devez être familier avec la « Règle des 40 », un rapide test de qualité des titres des entreprises de logiciel-service. En application de cette règle, la somme de la croissance du chiffre d'affaires de MAGT et de sa marge BAIIA est d'environ 60%, ce qui est nettement supérieur au seuil de 40% compte tenu de la solide croissance du CA de la société et de sa marge élevée. Au-delà de ses résultats financiers solides, soulignons aussi que MAGT effectue sa transition vers un modèle de licences temporaires et de PMU modulaire, ce qui pourrait faire fluctuer le titre à l'avenir.
- › **TELUS International** est bien positionnée dans les segments à croissance supérieure des services TI qui fournissent des services à la demande tels que de la modération de contenus, de l'expérience client numérique et de l'annotation de données, à quoi s'ajoutent les occasions croissantes de monétiser les technologies avancées telles que l'IA. En particulier, le marché de l'expérience client numérique continue de connaître une croissance démesurée qui accompagne le phénomène de la transformation numérique (moins de 25% des entreprises ont terminé leur processus de transformation numérique). Nous croyons que TELUS intègre cette technologie unique à ses services, car elle offre la possibilité de faire croître les marges en augmentant la productivité de la main-d'œuvre.

Symb.	Cote du titre	Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 3/31	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B		BAIIA (M)			VE/BAIIA		Valeur compt.	Ratio d'endet.	Cours cible	
							(A)	est.	est.	Ex1	Ex2	(A)	est.	est.	Ex1	Ex2			12 mois	Δ
							Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2				
Altus Group Limited	AIF	RS	2,174	44.6	48.71	2021	1.90	2.20	3.34	22.1	14.6	109.8	142.8	174.0	16.9	13.8	13.2	33%	70.00	
Blackline Safety Corp.*	BLN	RS	298	60.3	4.94	2021	(0.51)	(0.71)	(0.41)	NMF	NMF	(9.9)	(19.6)	(3.4)	NMF	NMF	1.0	0%	9.00	↓
CGI Inc.	GIB.A	RS	24,916	246.8	100.95	2021	5.41	6.04	6.37	16.7	15.8	2462.7	2604.2	2709.2	10.3	9.9	28.2	31%	135.00	
Constellation Software Inc.	CSU	RM	44,879	21.2	2,117.79	2021	47.38u	54.59u	65.37u	31.0	25.9	1,511.0u	1,713.4u	1,945.1u	21.1	18.6	71.8u	42%	2350.00	
Coveo Solutions Inc.	CVO	RS	1,205	112.6	10.70	2021	(7.98u)	(0.31u)	(0.37u)	NMF	NMF	(11.0u)	(23.1u)	(30.4u)	NMF	NMF	266.4u	0%	18.00	
Docebo Inc.	DCBO	RS	2,050	32.9	62.23	2021	(0.31u)	(0.11u)	0.26u	NMF	NMF	(8.0u)	(1.4u)	9.8u	NMF	NMF	190.7u	0%	85.00u	
D2L Inc.	DTOL	RS	790	60.6	13.05	2022	(0.07u)	(0.31u)	(0.09u)	NMF	NMF	0.2u	(13.1u)	0.0u	NMF	NMF	1.1u	0%	20.00	
E Automotive Inc.	EINC	RS	580	43.0	13.50	2021	(0.65u)	(0.53u)	(0.61u)	NMF	NMF	(7.9u)	(15.1u)	(15.5u)	NMF	NMF	3.5u	0%	21.50	
Farmers Edge Inc.	FDGE	RM	109	41.9	2.60	2021	(1.81)	(1.51)	(1.29)	NMF	NMF	(49.9)	(53.4)	(48.2)	NMF	NMF	2.48	1%	3.00	↓
Kinaxis Inc.	KXS	RS	4,537	27.4	165.74	2021	0.57u	1.25u	1.76u	NMF	NMF	39.9u	61.0u	78.4u	55.6	NMF	11.7u	0%	225.00	
Lightspeed Commerce Inc.	LSPD	RS	4,306u	148.2	29.06u	2021	(0.38u)	(0.39u)	(0.21u)	NMF	NMF	(21.2u)	(45.1u)	(16.8u)	NMF	NMF	23.3u	1%	75.00u	
Magnet Forensics Inc.*	MAGT	RS	1,168	42.6	27.44	2021	0.28u	0.21u	0.28u	NMF	NMF	18.6u	13.7u	17.6u	59.7	NMF	2.1u	2%	50.00	
mdf commerce inc.	MDF	RM	144	44.0	3.27	2021	(0.30)	(0.36)	(0.06)	NMF	NMF	5.1	(1.0)	9.2	NMF	17.8	7.52	13%	5.00	
Nuvei Corporation	NVEI	RS	10,447u	147.6	70.76u	2021	1.70u	2.21u	3.14u	32.0	22.5	317.2u	419.7u	594.8u	24.3	17.2	13.7u	20%	130.00u	
Open Text Corporation	OTEX	RS	11,687u	272.9	42.82u	2021	3.39u	3.25u	3.62u	13.2	11.8	1,315.2u	1,286.0u	1,406.6u	11.2	10.2	15.1u	51%	60.00u	
Pivotree Inc.*	PVT	RS	114	26.7	4.26	2020	(0.09)	(0.31)	(0.25)	NMF	NMF	5.6	(4.1)	(3.1)	NMF	NMF	3.3	0%	8.00	
Q4 Inc.	QFOR	RS	209	42.7	4.90	2021	2.13u	(0.75u)	(0.71u)	NMF	NMF	(13.6u)	(28.0u)	(26.5u)	NMF	NMF	1.8u	0%	12.00	
Real Matters Inc.	REAL	RM	427	79.8	5.35	2021	0.48u	0.23u	0.38u	18.5	11.3	59.2u	28.6u	44.0u	9.4	6.1	2.0u	0%	8.00	
Shopify Inc.	SHOP	RS	88,216u	125.7	701.60u	2021	6.42u	7.68u	10.64u	NMF	NMF	732.0u	939.2u	1,368.4u	86.8	59.6	88.5u	9%	1,500.00u	
Softchoice Corp*	SFTC	RM	1,681	63.2	26.58	2021	0.57u	1.02u	1.28u	26.0	20.8	67.0u	98.3u	117.6u	17.8	14.8	0.8u	57%	30.00	
Tecsys Inc*	TCS	RS	486	15.0	32.48	2021	0.49	0.19	0.65	NMF	49.8	16.2	11.2	18.7	42.7	25.6	4.49	11%	55.00	↓
Telus International	TIXT	RS	6,870u	269.0	25.54u	2021	1.00u	1.20u	1.40u	NMF	NMF	540.0u	620.3u	755.2u	12.7	10.5	6.2u	41%	50.00u	
Thinkific Labs Inc.	THNC	RS	188	77.2	3.05	2021	(0.29)u	(0.48)u	(0.29)u	NMF	NMF	(19.46)u	(37.04)u	(21.42)u	NMF	NMF	1.80u	0.00	6.00	↓

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

u = dollars US

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

Technologies propres et développement durable



Rupert Merer, P. ENG, CFA

Analyste
416 869-8008

—
Adjoints :

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

Sélections

- › Innergex
- › Boralex
- › Northland Power

Points saillants des sociétés

Les titres des sociétés d'infrastructures publiques dédiées à la production d'énergies renouvelables que nous couvrons se sont bien tenus ces dix dernières années, profitant d'une croissance accrue, de politiques gouvernementales favorables, de taux d'intérêt faibles et de la pénurie d'investissements verts. Cependant, 2021 n'a pas été une année facile, les rendements des actions enregistrant une baisse de 20% en moyenne suite à la hausse des taux d'intérêt, aux mesures de stimulation limitées aux États-Unis et au retour en grâce de la production basée sur le nucléaire, le gaz naturel et le charbon. Pour autant, nous pensons que le secteur de l'énergie renouvelable devrait tirer parti de la hausse des prix de l'énergie (inflation) et des craintes liées à la sécurité, ce qui devrait entraîner une augmentation des flux de trésorerie disponibles. Nos titres favoris sont INE, BLX et NPI.

▶ **Innergex énergie renouvelable inc.**
(INE : TSX; Rendement supérieur;
cours cible de \$23) :

INE compte parmi les plus importants PÉI d'énergie renouvelable du Canada, avec une capacité installée nette de 3,200 MW; la société a le projet de faire croître ses capacités d'environ 1,800 MW d'ici la fin de 2025E. Les activités d'INE sont diversifiées dans différentes catégories d'énergies renouvelables (hydroélectricité environ 30%, éolien environ 51% et solaire environ 19%) et différentes régions (Canada environ 47%, États-Unis environ 38%, Chili environ 8% et France environ 7%). Comme elle l'a mentionné lors de sa journée des investisseurs de septembre 2021, la stratégie de croissance d'INE jusqu'en 2025E représente près de \$3.8 milliards de nouveaux investissements, en grande partie pour financer des projets d'environ 1.3 GW à un stade intermédiaire ou avancé de réalisation. Récemment, INE a clôturé quelques acquisitions, notamment celle d'un parc solaire de 50 MW au Chili, la participation résiduelle de 50% dans sa coentreprise chilienne Energía Llaima SpA; un portefeuille de 332 MW de trois parcs éoliens au Chili; ainsi qu'une participation de 50% dans Curtis Palmer, un portefeuille d'actifs hydroélectriques au fil de l'eau de 60 MW à New York, en partenariat avec Hydro-Québec. Avec la visibilité dont elle jouit sur sa croissance à court terme et ses récentes fusions-acquisitions, INE table sur une croissance d'au moins

10% de sa production et de ses paramètres financiers en 2022E, soutenue par ses récentes fusions-acquisitions, ainsi que sur un TCAC d'environ 15% de ses FTD normalisés par action d'ici 2025E. Les développements récents au sein de l'entreprise incluent l'entrée en service du projet éolien Griffin Trail de 226 MW dans le nord du Texas et du projet solaire Hillcrest de 200 MW dans l'Ohio. En outre, INE explore des possibilités d'investissements sur de nouveaux marchés, à savoir les systèmes de stockage en batterie et les systèmes d'hydrogène vert. 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 taux d'actualisation de 5.50% sur les actifs en exploitation.

▶ **Boralex Inc.**
(BLX : TSX; Rendement supérieur;
cours cible de \$44) :

BLX est un producteur d'énergie renouvelable qui possède des actifs éoliens, solaires et hydroélectriques aux États-Unis, en France et au Canada. Sa capacité nette installée totalise environ 2,500 MW, couverte à 98% par des contrats de vente d'énergie indexés sur l'inflation, à prix fixe ou en obligation d'achat, d'une échéance moyenne de 13 ans. En juin 2021, BLX a présenté son programme stratégique de 2020 à 2025E ainsi qu'une feuille de route jusqu'en 2030E. Le programme est centré sur la croissance, la diversification et l'optimisation des actifs, et intègre aussi la stratégie ESG. BLX a annoncé des objectifs de croissance ambitieux, comptant investir encore près de \$5.2 milliards d'ici 2025E pour doubler ses capacités à 4.4 GW (comparativement à 2.2 GW en 2020), suivis d'autres investissements pour atteindre 10 GW à 12 GW d'ici 2030E. BLX vise un TCAC de son BAIIA normalisé et de ses flux de trésorerie discrétionnaires de 10% à 12% et de 14% à 16%, respectivement, d'ici 2025E.

BLX a connu un certain succès avec ses soumissions en France, ayant remporté des projets totalisant des capacités d'environ 62 MW. La société a aussi soumissionné à sept appels d'offres pour des projets solaires totalisant 800 MW à New York, avec des résultats attendus au premier semestre de 2022, et elle pourrait remporter des contrats au Québec après les soumissions qu'elle a présentées. Récemment, BLX a accepté de se départir d'une participation de 30% dans ses actifs en France en faveur

Technologies propres et développement durable

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

d'Energy Infrastructure Partners pour CA\$766 millions au comptant. Le capital devrait réduire la nécessité de nouvelles dilutions pour financer la croissance endogène et les fusions-acquisitions à venir. En outre, au T4, BLX a profité de la montée des prix de l'électricité en France du fait des structures de ses contrats sur des actifs en exploitation de 201 MW et de projets en construction de 125 MW. BLX pourrait tirer parti du maintien des prix élevés tout au long de 2022 et au-delà en raison des craintes pour la sécurité de l'approvisionnement en énergie. Notre cours cible, qui comprend \$7 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 de capitaux propres de 5.50% sur les flux de trésorerie d'exploitation.

► **Northland Power Inc.**
(NPI : TSX; Rendement supérieur;
cours cible de \$44) :

NPI, chef de file mondial dans le développement de parcs éoliens en mer, est propriétaire de centrales électriques aux énergies renouvelables et de centrales thermiques d'une capacité nette de 2,820

MW. Environ 95% des revenus tirés des capacités de production de NPI font l'objet de contrats à long terme avec des institutions gouvernementales. Avec sa plateforme de projets éoliens en mer, NPI attire de grands partenaires tels que RWE en Allemagne, PKN Orlen en Pologne et Tokyo Gas au Japon, ce qui pourrait faire monter les rendements. NPI a maintenant des projets de développement d'infrastructures éoliennes en mer totalisant plus de 7.4 GW (5.4 GW nets pour NPI) en attente d'être construits au cours des dix prochaines années. Aux dernières nouvelles, NPI s'est vue attribuer des concessions à bail relatives à des parcs éoliens en mer d'environ 2.4 GW en Écosse et a fait progresser son partenariat avec RWE pour former une coentreprise (participation NPI 49%) afin de codévelopper un ensemble de trois projets éoliens en mer du Nord allemande, d'une capacité brute totale de 1.3 GW. Ces projets de développement en Europe pourraient rapporter plus grâce aux prix élevés de l'électricité qui résultent de la crise de l'énergie en Europe. En outre, celle-ci pourrait aussi avoir un effet accélérateur pour de nouveaux projets et attirer encore du capital pour soutenir de futures ventes d'actifs. À court terme, NPI pourrait procéder

à l'entrée en service de son projet d'énergie solaire La Lucha de 130 MW au Mexique ainsi que de ses projets éoliens sur terre à New York. NPI continue de faire progresser son projet éolien Hai Long au large des côtes de Taïwan de 1,044 MW (décision d'investissement finale attendue en 2022) et le projet Baltic en Pologne de 1,200 MW (décision finale d'investissement et mise en service attendues en 2023E et 2026E). Enfin, NPI prépare une soumission en réponse à des appels d'offres à Taïwan pour de nouveaux projets. Notre cours cible, qui comprend \$9 par action au titre de la plus-value, est fondé sur des FTA à long terme établis par l'application d'un coût de capitaux propres de 5.50% sur les flux de trésorerie d'exploitation.

Technologie énergétique	Symb.	Cote du titre	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 3-31	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			Ventes par action				Valeur compt.	Ratio d'endet.	Cours cible					
							(A)	est.	est.	C/B		(A)	est.			est.	C/V		12 mois	Δ	
										Ex1	Ex2						Ex1	Ex2			Ex1
5N Plus	VNP	RS	200.3	86	2.33	12/2021	0.06u	0.21u	0.26u	8.8	7.2	2.54u	3.22u	3.56u	0.6	0.5	0.93u	0.31	4.25		
Anaergia Inc.	ANRG	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	
Algonquin Power	AQN	RS	9730.0	672	14.48u	12/2021	0.71u	0.75u	0.75u	19.3	19.2	3.66u	4.08u	4.40u	3.5	3.3	10.99u	0.46	16.00u	↑	
Altius Renewable Royalties Corp	ARR	RS	420.2	29	14.42	12/2021	(0.13)u	(0.03)u	0.06u	nmf	nmf	0.02u	0.10u	0.20u	nmf	58.1	0.62u	0.00	14.50	↑↓	
Ballard Power Systems	BLDP	RS	3399.7u	298	11.42u	12/2021	(0.39)u	(0.50)u	(0.42)u	nmf	nmf	0.35u	0.38u	0.66u	30.0	17.3	4.46u	0.01	14.00u	↓	
Boralex	BLX	RS	3827.3	103	37.01	12/2021	0.16	0.79	0.59	46.6	62.8	6.69	7.35	6.87	5.0	5.4	11.71	0.65	44.00		
Brookfield Renewable	BEP	RS	23192.8u	646	35.92u	12/2020	0.00u	0.00u	0.00u	na	na	3.36u	3.69u	4.11u	9.7	8.7	24.27u	0.35	38.00u		
DIRTT Environmental Solutions	DRT	RM	160.4u	85	1.88u	12/2021	(0.63)u	(0.40)u	(0.15)u	nmf	nmf	1.73u	2.05u	2.40u	0.9	0.8	0.79u	0.35	2.75u		
GFL Environmental Inc.	GFL	RS	13417.9	362	37.06	12/2021	(2.76)	(1.47)	(0.19)	nmf	nmf	11.64	15.01	17.13	2.5	2.2	14.98	0.54	55.00		
Innervex	INE	RS	3778.1	205	18.43	12/2020	(0.23)	(0.80)	0.66	nmf	27.9	3.60	4.09	4.13	4.5	4.5	7.64	0.74	23.00		
The Lion Electric Company	LEV	RS	1577.3u	196	8.05u	12/2021	(0.26)u	(0.29)u	(0.30)u	nmf	nmf	0.29u	1.01u	3.14u	8.0	2.6	1.88u	0.02	13.00u		
Loop Energy Inc	LPEN	RS	100.0	35	2.83	12/2021	(0.74)	(0.78)	(0.72)	nmf	nmf	0.04	0.31	0.53	9.2	5.3	2.23	0.01	8.50	↓	
NanoXplore	GRA	RS	733.6	165	4.45	06/2021	(0.08)	(0.08)	0.03	nmf	nmf	0.46	0.53	0.76	8.4	5.8	0.74	0.17	10.00		
Next Hydrogen Solutions Inc.	NXH	RM	45.0	24	1.84	12/2021	(0.77)	(1.33)	(0.97)	nmf	nmf	0.00	0.01	0.28	nmf	6.5	1.69	0.01	6.00		
Northland Power	NPI	RS	9130.7	227	40.30	12/2021	0.83	1.24	1.37	32.4	29.4	9.57	9.35	9.38	4.3	4.3	13.07	0.71	44.00		
TransAlta Renewables	RNW	RM	4659.2	267	17.45	12/2021	0.35	0.55	0.69	31.5	25.3	1.64	1.70	1.72	10.3	10.1	7.66	0.18	18.50		
Xebec Adsorption	XBC	RS	269.2	155	1.74	12/2021	(0.15)	(0.11)	(0.01)	nmf	nmf	0.82	1.30	1.61	1.3	1.1	2.03	0.22	3.25	↓	

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

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

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

u = dollars US

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

—

Adjoints :

Ahmed Abdullah : 514 879-2564

Luc Troiani, CFA : 416 869-6585

Sélections

- › Cineplex
- › Spin Master
- › Rogers

VerticalScop**Au-delà des chiffres comparatifs difficiles à soutenir au T1, de meilleures perspectives de croissance endogène et des fusions-acquisitions :**

En publiant ses résultats l'année dernière, la société a été claire sur le fait que le T1 2022 serait le dernier trimestre de données comparatives difficiles à soutenir en lien avec la COVID pour le secteur du commerce en ligne. Elle a également souligné, en publiant ses résultats du T4 2021, que la croissance du nombre d'utilisateurs actifs mensuels (UAM) serait d'environ -4% au T1 2022, avec des gains nets attribuables aux fusions-acquisitions. En raison des répercussions persistantes de la vague Omicron, des tensions le long des chaînes d'approvisionnement et du contexte géopolitique, nous avons choisi de revoir à la baisse nos estimations pour le T1 dans une récente analyse post-marketing. Après révision de nos estimations annuelles, nous avons légèrement réduit notre chiffre d'affaires prévisionnel pour chaque exercice d'environ \$1 à \$2 millions et notre BAIIA ajusté de près de \$3 milliards (inflation des coûts dans le secteur de la technologie et migrations de FORA); nous estimons les marges 2022E et 2023E à 45.4% et 50.1%, avec des hausses attendues par la suite. Le commerce en ligne donnait des signes de croissance en mars déjà, et FORA voit au-delà du T1 pour atteindre son objectif de gains endogènes d'environ 10%, auxquels s'ajoutent les fusions-acquisitions de 2021 et une reprise des dépenses d'acquisitions d'environ \$10 à \$15 millions par trimestre. Après les pertes de Threadloom au moment de l'acquisition en novembre dernier, le seuil de rentabilité devrait être atteint d'ici la fin de 2022. Les gains publicitaires devraient évoluer régulièrement, mais la direction table davantage sur le commerce en ligne. L'application FORA doit être lancée en mode bêta au T2 et devrait contribuer à la croissance des UAM, à la fidélisation et à la promotion croisée entre les communautés. L'expertise de Threadloom est mise à contribution pour faire croître la plateforme Fora et exploiter ses capacités en termes de fidélisation des utilisateurs, de recommandation de produits et autres expériences de magasinage social. L'expertise de Threadloom transparaît déjà sur plusieurs douzaines de communautés. Pendant ce temps, une offre initiale de Marketplaces est maintenant disponible dans plus de 500 communautés, avec des liens de commerce en ligne pour plus de \$1.6 milliard

de valeur de produits listés. La société a clôturé 21 acquisitions en 2021, dont 13 au T4. Avec la publication des résultats du T3 à la mi-novembre, FORA a annoncé l'acquisition de HomeTalk, de thestreamable.com et de Threadloom. Elle avait acquis ProBoard.com en octobre. À la clôture du T4, elle avait réalisé 9 acquisitions de petites communautés. Hors versements sur bénéfices futurs, les acquisitions de 2021 ont représenté un total de \$110 millions, un montant supérieur au déploiement cible du produit net du PAPE de l'été dernier. Les acquisitions ont dégagé un BAIIA ajusté de l'ordre de \$10 à \$14 millions, à une marge d'environ 50%. Notre cours cible correspond à la moyenne du ratio VE/BAIIA 2023E *pro forma* les fusions-acquisitions et des FTA 2022E.

Symb.	Cote du titre	Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 3/31	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B		BAIIA (M\$)			VL/BAIIA		Valeur compt.	Ratio d'endet.	Cours cide			
							(A)	est.	est.	Ex1	Ex2	(A)	est.	est.	Ex1	Ex2			Ex1	Ex2	12 mois	Δ
							Dernier Ex	Ex1	Ex2			Dernier Ex	Ex1	Ex2								
Radiodiffusion et divertissement																						
Cineplex Inc.	CGX	RS	849	63.3	13.41	12/2021	(3.93)	0.70	1.95	19.2	6.9	-84.3	157.6	243.5	9.8	5.8	-3.47	1.45	19.00			
Corus Entertainment Inc.	CJR.b	RS	1,025	208.4	4.92	08/2021	0.88	0.79	0.89	6.2	5.5	524.6	497.0	514.7	5.0	4.4	5.50	0.55	6.50	↓		
WildBrain Ltd.	WILD	RS	576	172.9	3.33	06/2021	(0.07)	(0.05)	0.16	-67.6	21.4	83.1	92.0	107.4	11.4	9.4	0.33	0.88	5.00			
Spin Master Corp.	TOY	RS	4,408	102.4	43.05	12/2021	2.10	2.22	2.36	15.5	14.6	414.1	418.3	437.9	6.6	5.7	10.28	-1.15	66.00			
Stingray Group Inc.	RAY.a	RS	509	70.1	7.26	03/2021	0.85	0.83	0.96	8.8	7.5	114.3	103.4	122.4	8.4	7.4	4.00	0.63	8.50			
TVA Group Inc.	TVA.b	RM	144	43.2	3.34	12/2021	0.79	0.83	0.91	4.0	3.7	80.3	79.9	82.8	1.9	1.6	8.78	0.04	3.50			
Impression et édition																						
Thomson Reuters Corp.	TRI	RS	65,992	486.2	135.73	12/2021	1.95	2.42	3.36	44.9	32.4	1970.0	2317.9	2800.0	24.0	19.5	28.45	0.19	162.00			
Transcontinental Inc.	TCL.a	RS	1,518	86.9	17.47	10/2021	2.37	2.23	2.48	7.8	7.1	454.9	441.3	464.2	5.5	4.9	20.61	0.37	24.50	↓		
Publicité et marketing																						
VerticalScope Holdings Inc.	FORA	RS	415	21.3	19.49	12/2021	(0.59)	0.53	0.92	NM	21.1	29.0	43.4	56.7	9.2	7.4	4.52	0.40	34.00	↓		
Yellow Pages Ltd.	Y	RM	367	27.7	13.24	12/2021	3.02	1.92	1.80	6.9	7.3	102.0	90.8	82.6	2.4	2.3	NM	-0.38	15.00			
Télécommunications																						
BCE Inc.	BCE	RS	62,994	909.0	69.30	12/2021	3.19	3.36	3.61	20.6	19.2	9893.0	10270.6	10627.0	9.3	8.9	20.47	0.39	71.00			
Cogeco Communications Inc.	CCA	RS	4,819	46.6	103.48	08/2021	8.43	9.01	9.79	11.5	10.6	1205.7	1380.1	1426.9	6.4	6.0	61.46	0.60	141.00			
Quebecor Inc.	QBR.b	RS	7,140	239.6	29.80	12/2021	2.52	2.67	2.80	11.2	10.7	1973.2	2022.9	2076.1	6.4	6.1	5.24	0.85	37.00			
Rogers Communications Inc.	RCI.b	RS	35,729	504.9	70.76	12/2021	3.56	3.90	4.87	18.1	14.5	5887.0	7468.8	9118.6	9.4	7.9	20.86	0.48	77.00	↑		
Shaw Communications	SJR.b	RS	19,439	501.0	38.80	08/2021	1.60	1.60	1.65	24.3	23.5	2500.0	2564.9	2604.9	9.7	9.3	12.24	0.48	40.50			
Telus Corp.	T	RS	44,744	1370.0	32.66	12/2021	1.23	1.14	1.36	28.6	24.1	6290.0	6452.6	7022.6	10.1	9.2	11.72	0.58	36.00			

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

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

Source: Bloomberg, Refinitiv et Estimations FBN

**Cameron Doerksen, CFA**Analyste
514 879-2579—
Adjoint :
Alex Hutton
416 869-8281

Sélections

- › TFI International
- › CAE
- › Héroux-Devtek

BRP poursuit sa croissance

Les actions de BRP Inc. (Rendement supérieur, cours cible de \$136.00) ont été soutenues par la solide conjoncture sectorielle et une exécution robuste, et nous entrevoyons un potentiel de hausse au cours des prochaines années grâce aux facteurs suivants :

› La demande au détail semble rester positive.

Compte tenu de l'augmentation des coûts de l'énergie, de la hausse des taux d'intérêt et de l'incertitude géopolitique, des craintes liées à un potentiel ralentissement de la demande de sports motorisés ont émergé ces derniers mois. Cependant, BRP ne constate aucun signe de décélération, observant même que les ventes au détail de février en Amérique du Nord étaient les meilleures que l'entreprise ait connues pour ce mois de l'année. En outre, les engagements en pré-saison sur des motomarines sont en hausse de plus de 25% par rapport au record de l'année dernière, tandis que les réservations de motoneiges au printemps sont en hausse de plus de 100% par rapport au record de l'année dernière.

› La visibilité pour 2023 et au-delà est bonne.

Pour 2023, BRP prévoit un chiffre d'affaires en hausse de 24% à 29% et un BPA en croissance de 8% à 12%, mais, même en cas de ralentissement des ventes au détail, nous observons que les stocks des distributeurs de BRP sont inférieurs de 60% à leurs niveaux d'il y a deux ans, ce qui entraînera une demande de reconstitution des stocks dès la fin de 2023 ou au début de 2024, en fonction de la normalisation des chaînes d'approvisionnement.

› La solide dynamique de lancement de nouveaux produits devrait entraîner des gains de parts de marché.

Au T4, les ventes au détail de BRP étaient en baisse de 7% a/a en raison d'une faible disponibilité de produits chez les distributeurs ainsi que de données comparables difficiles à soutenir. Cette contraction était néanmoins moins importante que la moyenne du secteur, où les ventes au détail ont chuté de 11% à 14% en moyenne, ce qui donne à croire que la société a gagné des parts de marché. La direction estime qu'elle a raflé environ 3% de parts de marchés dans le secteur des sports motorisés au sens large

l'année dernière et 10% sur les six dernières années, et nous pensons que la tendance pourrait se poursuivre, car BRP lance régulièrement de nouveaux produits sur le marché.

› La nouvelle moto électrique pour soutenir la croissance du chiffre d'affaires

BRP a également annoncé qu'elle lancerait une nouvelle moto à deux roues entièrement électrique, dont les premières livraisons sont prévues pour 2024. L'incursion sur ce segment du marché prend tout son sens pour BRP selon nous, car la société avait déjà une franchise de véhicules à trois roues bien en vue, une marque solide, un réseau de distributeurs bien implanté et d'importantes installations de fabrication. La société peut aussi employer la même technologie de batterie pour VÉ, qu'elle développe actuellement elle-même et qu'elle peut adapter à son portefeuille de produits entier, ce qui lui donne un avantage en termes de coûts sur les autres fabricants de motos électriques. La direction croit que, à terme, les motos électriques pourraient représenter au moins \$500 millions de chiffre d'affaires annuel.

› Rémunérer les actionnaires.

BRP est connue pour bien rémunérer ses actionnaires, et elle ne devrait pas faire défaut à sa réputation cette année, car elle a relevé son dividende de 23% et annoncé une autre offre publique de rachat importante pour \$250 millions d'actions. Nous nous attendons à ce que BRP dégager des flux de trésorerie solides au cours des deux prochaines années et à ce qu'elle continue de racheter des actions (2,8 millions d'actions peuvent encore être rachetées en vertu de l'autorisation actuelle).

	Symb.	Cote du titre	Actions e.c. (M)	Cours 3-31	Cap. bours. (M)	Dernier exercice déclaré	BPA			C/B		BAIIA			VE/BAIIA		Ratio d'endet.	Cours cible		Δ	
							(A)	est.	est.	Ex1	Ex2	(A)	est.	est.	Ex1	Ex2		Ex1	Ex2		12 mois
							Dernier Ex	Ex1	Ex2	Denier Ex	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2					
Air Canada	AC	RM	358	24.25	8,677	12/2021	-10.25	-1.56	2.04	NA	11.9x	(1464)	1560	3303	10.5x	5.0x	100%	29.00			
Bombardier Inc.	BBD.b	RS	2463	1.44	3,547	12/2021	-u0.08	-u0.08	u0.02	NA	72.0x	200	855	1072	10.0x	8.0x	na	2.65			
BRP Inc.	DOO	RS	84	102.36	8,567	01/2022	9.92	10.81	11.33	9.5x	9.0x	1462	1624	1691	6.5x	6.2x	107%	136.00	↑		
CAE Inc.	CAE	RS	319	32.54	10,371	03/2021	0.47	0.74	1.16	44.1x	28.2x	492	723	977	25.8x	13.0x	37%	44.00			
Canadian National Rail	CNR	RM	707	170.5	120,612	12/2021	5.95	7.11	7.83	24.0x	21.8x	9.81	9.94	11.11	15.9x	14.7x	34%	172.00			
Canadian Pacific Rail	CP	RM	930	104.21	96,915	12/2021	3.76	3.84	4.65	27.2x	22.4x	5.41	3.43	6.41	26.0x	15.7x	37%	98.00			
Cargojet Inc.	CJT	RM	18	190.08	3,399	12/2021	9.36	7.25	8.03	26.2x	23.7x	293	332	365	11.2x	10.2x	31%	199.00	↓		
Chorus Aviation Inc.	CHR	RM	174	4.23	734	12/2021	0.37	0.42	0.52	10.0x	8.2x	272	336	363	7.3x	6.8x	72%	4.65			
Exchange Income Corporation	EIF	RS	38	42.78	1,614	12/2021	2.26	2.25	2.82	19.0x	15.2x	330	364	405	7.7x	6.9x	58%	51.00			
Héroux-Devtek Inc.	HRX	RS	36	17.09	611	03/2021	0.80	0.80	1.02	21.4x	16.8x	88	83	97	9.2x	7.9x	27%	26.00			
NFI Group Inc.	NFI	RM	77	15.94	1,229	12/2020	-u0.17	-u0.48	u0.59	na	21.7x	164	102	224	18.2x	8.3x	43%	19.00	↓		
Taiga Motors Corp.	TAIG	RS	31	5.18	163	12/2021	-5.72	-1.39	-1.82	NA	NA	(22)	(37)	(25)	na	na	na	12.00	↓		
Transat A.T. Inc.	TRZ	RI	38	5.09	192	10/2021	-11.83	-5.28	-1.07	NA	NA	(214)	9	195	161.5x	7.5x	NA	4.00	↑		
TFI International Inc.	TFII	RS	93	133.15	12,339	12/2021	u5.23	u6.46	u7.43	16.5x	14.3x	1051	1302	1417	9.1x	8.4x	48%	160.00	↑		

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

u = dollars US

Source: Rapports des sociétés, Refinitiv, FBN

Liste alphabétique des sociétés

SN Plus	VNP	67	Cascades	CAS	63	G Mining Ventures	GMIN	50	New Gold Inc	NGD	50	Suncor Energy	SU	52
ABC Technologies	ABCT	55	Cenovus Energy	CVE	52	GDI Integrated Facility Services	GDI	63	Newmont	NGT	50	Superior Plus	SPB	54
Abrasive Resource Corp	ABRA	50	Centerra Gold Inc	CG	50	GFL Environmental Inc.	GFL	67	Next Hydrogen Solutions Inc.	NXH	67	Surge Energy	SGY	52
Advantage Oil & Gas	AAV	52	CES Energy Solutions Corp.	CEU	61	Gibson Energy	GEI	54	Nexus Industrial REIT	NXR.un	46	Taiga Motors Corp.	TAIG	71
Adventus Mining	ADZN	48	CGI Inc.	GIB.A	65	Gildan	GIL	43	NFI Group Inc.	NFI	71	Tamarack Valley Energy	TVE	52
Aecon Group	ARE	55	Chartwell Retirement Residences	CSH.un	46	goeasy	GSY	59	North American Construction Group Ltd.	NOA	55	Taseko Mines	TKO	48
Ag Growth International Inc.	AFN	61	Chemtrade Logistics Income Fund	CHEJ.un	57	Gold Standard Ventures Corp.	GSV	50	Northland Power	NPI	67	TC Energy Corp.	TRP	54
Agnico-Eagle Mines Ltd	AEM	50	Choice Properties REIT	CHP.un	46	good natured Products Inc.	GDNP	61	NorthWest H.P. REIT	NWH.un	46	Teck Resources	TECKb	48
Air Canada	AC	71	Chorus Aviation Inc.	CHR	71	Goodfood Market	FOOD	43	Nuvei Corporation	NVEI	65	Tecsys Inc.	TCS	65
Akumina	AKU	57	CIBC	CM	41	Granite REIT	GRT.un	46	NuVista Energy	NVA	52	Telus Corp.	T	69
Alamos Gold Inc	AGI	50	Cineplex Inc.	CGX	69	Great-West Lifeco	GWO	41	NYX Gaming	NYX	69	Telus International	TIXT	65
Alaris Equity Partners Income Trust	AD	63	Cogeco Communications Inc.	CCA	69	Green Impact Partners Inc.	GIP	61	O3 Mining Inc.	OIII	50	Tervita	TEV	54
Algonquin Power	AGN	67	Colliers International	CIGI	55	H&R REIT	HR.un	46	OceanaGold Corp	OGC	50	TFI International Inc.	TFII	71
Alio Gold Inc.	ALO	50	Constellation Software Inc.	CSU	65	H2O Innovation	HEO	57	Open Text Corporation	OTEX	65	The Lion Electric Company	LEV	67
Allied Properties REIT	AP.un	46	Copper Mountain Mining	CMCM	48	Hardwoods Distribution	HDI	63	Osisko Development	ODV	50	Theratechnologies	TH	57
AltaGas	ALA	54	Corus Entertainment Inc.	CJR.b	69	Headwater Exploration	HWX	52	Osisko Gold Royalties Ltd	OR	50	Thinkific Labs Inc.	THNC	65
AltaGas Canada Inc.	ACI	54	Couche Tard	ATD.b	43	Héroux-Devtek Inc.	HRX	71	Osisko Mining	OSK	50	Thomson Reuters Corp.	TRI	69
Altus Renewable Royalties Corp	ARR	67	Coveo Solutions Inc.	CVO	65	Home Capital Group	HCG	59	Ovintiv Inc (US\$)	OVV	52	Tidewater Midstream	TWM	54
Altus Group Limited	AIF	65	Crescent Point Energy Corp.	CPG	52	Hudbay Minerals	HBM	48	Pan American Silver	PAAS	50	Tidewater Renewables	LCFS	54
American Hotel Income Properties	HOT.un	46	Crew Energy	CR	52	Hydro One Ltd.	H	54	Paramount Resources	POU	52	Timbercreek Financial	TF	59
Anoergia Inc.	ANRG	67	Crombie REIT	CRR.un	46	iA Groupe Financier	IAG	41	Park Lawn Corporation	PLC	63	TMX Group	X	59
Andlauer Healthcare Group	AND	57	CT REIT	CRT.un	46	IAMGOLD Corp	IMG	50	Parkland Fuel Corporation	PKI	43	Topaz Energy	TPZ	52
ARC Resources Ltd.	ARX	52	D2L Inc.	DTOL	65	IBI Group Inc.	IBG	55	Pason Systems Corp.	PSI	61	Torex Gold Resources Inc	TXG	50
Argonaut Gold Inc.	AR	50	Definity Financial Corp.	DFY	59	IGM Financial Inc.	IGM	59	Pembina Pipelines	PPL	54	Toromont Industries Ltd.	TIH	55
Artemis Gold Inc.	ARTG	50	Dexterra Group Inc.	DXT	63	Imperial Oil	IMO	52	Pet Valu	PET	43	Tourmaline Oil	TOU	52
Artis REIT	AX.un	46	Dialogue Health Technologies	CARE	57	IMV Inc.	IMV	57	PetroShale	PSH	52	TransAlta	TA	54
ATCO Ltd.	ACO	54	DIRTT Environmental Solutions	DRT	67	Innervex	INE	67	Peyto Exploration & Development	PEY	52	TransAlta Renewables	RNW	67
ATS Automation	ATA	55	Docebo Inc.	DCBO	65	Inovalis REIT	INO.un	46	Pipestone Energy	PIPE	52	Transat A.T. Inc.	TRZ	71
AuRico Metals Inc	AMI.TO	50	Dollarama	DOL	43	Intact Financial Corp.	IFC	59	Pivotree Inc.	PVT	65	Transcontinental Inc.	TCL.a	69
AutoCanada	ACQ	55	Doman Building Materials	DBM	63	Integra Resources Corp.	ITR	50	Power Corporation of Canada	POW	59	Trevali Mining	TV	48
Automotive Properties REIT	APR.un	46	DREAM Industrial REIT	DIR.un	46	Inter Pipeline	IPL	54	PrairieSky Royalty	PSK	52	Trican Well Services	TCW	52
Aya Gold and Silver	AYA	50	DREAM Office REIT	Dun	46	InterRent REIT	IIP.un	46	Precision Drilling Corp.	PD	52	Tricon Capital Group	TCN	46
B2Gold	BTO	50	DRI Healthcare Trust	DHT.U	57	Intertape Polymer Group Inc.	ITP	63	Premium Brands Holdings	PBH	43	Trilogy Metals	TMQ	48
Ballard Power Systems	BLDP	67	Dundee Precious Metals	DPM	50	Invesque	IWGu	46	Pretium Resources	PVG	50	Triple Flag Precious Metals Corp	TFPM	50
Banque Canadienne de l'Ouest	CWB	41	E Automotive Inc.	EINC	65	Jamieson Wellness	JWEL	57	Pure Gold Mining Inc.	PGM	50	Trisura Group Ltd.	TSU	59
Banque de Montréal	BMO	41	ECN Capital	ECN	59	Josemaria Resources	JOSE	48	Q4 Inc.	QFOR	65	True North Commercial REIT	TNT.un	46
Banque Laurentienne	LB	41	Eldorado Gold Corp	ELD	50	K92 Mining Inc.	KNT	50	Quebecor Inc.	QBR.b	69	TVA Group Inc.	TVA.b	69
Banque Nationale	NA	41	Element Fleet Management	EFN	59	K-Bro Linen	KBL	57	Real Matters Inc.	REAL	65	Uni-Sélect	UNS	63
Banque Royale du Canada	RY	41	Emera Inc.	EMA	54	Kelt Exploration	KEL	52	Richelieu Hardware	RCH	63	Vereken Inc.	VSN	54
Banque Scotia	BNS	41	Empire Company	EMPa	43	Keyera	KEY	54	RioCan REIT	REL.un	46	Vermilion Energy Inc.	VET	52
Banque Toronto-Dominion	TD	41	Enbridge Inc.	ENB	54	Killam Apartment REIT	KMP.un	46	Ritchie Bros. Auctioneers	RIB	55	VerticalScope Holdings Inc.	FORA	69
Barrick Gold	ABX	50	Enbridge Income Fund	ENF	54	Kinaxis Inc.	KXS	65	Rogers Communications Inc.	RCL.b	69	Wesdome Corp.	WDO	50
Barsele Minerals Corp.	BME	50	Endeavour Mining	EDV	50	Kinross Gold Corp	K	50	Rogers Sugar	RSI	57	Wheaton Precious Metals Corp	WPM	50
Baytex Energy	BTE	52	Enerflex Ltd.	EFX	61	Knight Therapeutics	GUD	57	Royal Gold Inc	RGLD	50	Whitecap Resources	WCP	52
BCE Inc.	BCE	69	Enerplus Corporation	ERF	52	KP Tissue	KPT	63	Sabina Gold and Silver Corp.	SBB	50	WildBrain Ltd.	WILD	69
Birchcliff Energy	BIR	52	Equinox Gold Corp	EQX	50	Lassonde	LAS.a	43	Sandstorm Gold Ltd	SSL	50	WSP Global	WSP	55
Bird Construction Inc.	BDT	55	Equitable Group	EQB	59	Liberty Gold Corp	LGD	50	Saputo	SAP	43	Xebec Adsorption	XBC	67
Blackline Safety Corp.	BLN	65	ERES REIT	ERE.un	46	LightWorks Inc.	LWRK	59	Savaria Corporation	SIS	63	Yamana Gold Inc	YRI	50
Bluestone Resources Inc.	BSR	50	Ero Copper	ERO	48	Lightspeed Commerce Inc.	LSPD	65	Secure Energy	SES	54	Yangarra Resources	YGR	52
Boardwalk REIT	BEI.un	46	Exchange Income Corporation	EIF	71	Lithium Americas	LAC	48	Shaw Communications	SJR.b	69	Yellow Pages Ltd.	Y	69
Bombardier Inc.	BBD.b	71	Extencicare	EXE	46	Loblaw	L	43	Shawcor Ltd.	SCL	61			
Boralex	BLX	67	Fairfax Financial Holdings	FFH	59	Loop Energy Inc	LPEN	67	Sherritt International	S	48			
Boyd Group Services Inc.	BYD	63	Falco Resources Ltd.	FPK	50	Lundin Gold Inc.	LUG	50	Shopify Inc.	SHOP	65			
Brookfield Business Partners	BBU	59	Farmers Edge Inc.	FDGE	65	Lundin Mining	LUN	48	Sienna Senior Living	SIA	46			
Brookfield Infrastructure	BIP	54	Fiera Capital Corp.	FSZ	59	MAG Silver Corp	MAG	50	Sigma Lithium	SGML	48			
Brookfield Renewable	BEP	67	Filo Mining	FIL	48	Magnet Forensics Inc.	MAGT	65	Slate Office REIT	SOT.un	46			
BRP Inc.	DOO	71	Financière Manuvie	MFC	41	Marathon Gold Corp.	MOZ	50	Sleep Country Canada	ZZZ	43			
BSR REIT	HOM.un	46	Financière Sun Life	SLF	41	Maverix Metals Inc	MMX	50	SmartCentres REIT	SRU.un	46			
BTB REIT	BTB.un	46	Finning International Inc.	FTT	55	mdf commerce inc.	MDF	65	SNC-Lavalin	SNC	55			
CAE Inc.	CAE	71	First Capital REIT	FCR	46	Medical Facilities Corp.	DR	57	Softchoice Corp	SFTC	65			
Canadian National Rail	CNR	71	First Majestic Silver Corp	FR	50	MEG Energy	MEG	52	Spartan Delta	SDE	52			
Canadian Natural Resources	CNQ	52	First National Financial	FN	59	Metro	MRU	43	Spin Master Corp.	TOY	69			
Canadian Pacific Rail	CP	71	First Quantum Minerals	FM	48	Minera Alamos Inc.	MAI	50	SSR Mining Inc	SSRM	50			
Canadian Tire	CTC.a	43	Flagship Communities REIT	MHCu.TO	46	Minto Apartment REIT	MLun	46	Stantec Inc.	STN	55			
Canadian Utilities	CU	54	Foran Mining	FOMV	48	MTY Food Group	MTY	43	Stelco	STLC	55			
CAP REIT	CAR.un	46	Fortis Inc.	FTS	54	Mullen Group Ltd.	MTL	61	Stella-Jones	SJ	55			
Capital Power	CPX	54	Fortuna Silver Mines Inc	FVI	50	NanoXplore	GRA	67	Stingray Group Inc.	RAY.a	69			
Capstone Copper	CS	48	Franco-Nevada Corp	FNV	50	National Energy Services Reunited	NESR	52	StorageVault Canada	SVL.V	46			
Cargojet Inc.	CJT	71	Freehold Royalties	FRU	52	Neighbourly Pharmacy Inc.	NBLY	63	Summit Industrial	SMU.un	46			

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, Suite 206, Brandon, MB, R7A 5B3 • 204-571-3200
Calgary • 239 8th Ave., SW, Suite 100, Calgary, AB, T2P 1B9 • 403-476-0398
Calgary - Southport • 10655 Southport Road SW, Suite 1100, Southland Tower, Calgary, AB, T2W 4Y1 • 403-301-4859
Chatham • 380 St. Clair, Street, Chatham, ON, N7L 3K2 • 519-351-7645
Chicoutimi • 1180, boulevard Talbot, Suite 201, Chicoutimi, QC, G7H 4B6 • 418-549-8888
DIX30 • 9160, boulevard Leduc, Bureau 710, Brossard, QC, J4Y 0E3 • 450-462-2552
Drumheller • 356 Centre Street, PO Box 2176, Drumheller, AB, T0J 0Y0 • (403) 823-6859
Drummondville • 595, boulevard Saint-Joseph, Bureau 200, Drummondville, QC, J2C 2B6 • 819-477-5024
Duncan • 2763 Beverly Street, Suite 206, Duncan, BC, V9L 6X2 • 250-715-3050
Edmonton • 10175 – 101 Street NW, Suite 1800, Edmonton, AB, T5J 0H3 • 780-412-6600
Edmonton-North • TD Tower, 10088 – 102 Avenue, Suite No. 1701, Edmonton, AB, T5J 2Z1 • 780-421-4455
FrederictonNB • 551 King Street, Fredericton, NB, E3B 4Z9 • 506-450-1740
Gatineau • 920, St-Joseph, Bureau 100, Hull-Gatineau, QC, J8Z 1S9 • 819-770-5337
Granby • 201-975 rue Principale, Granby, QC, J2G 2Z5 • 450-378-0442
Halifax • Purdy's Wharf Tower II, 1969 Upper Water Street, Suite 160L, Halifax, NS, B3J 3R7 • 902-496-7700
Halifax-Spring Garden • 400-5657 Spring Garden Road, Parklane Terraces, Halifax, NS, B3J 3R4 • 902-425-1283
Joliette • 40, rue Gauthier Sud, Bureau 3500, Joliette, QC, J6E 4J4 • 450-760-9595
Kelowna • 1631 Dickson Ave. Suite 1710, Landmark 6, Kelowna, BC, V1Y 0B5 • 250-717-5510
Lac-Mégantic • 3956, rue Laval, suite 100, QC, G6B 2W9 • 819-583-6035
Laval • 2500, boulevard Daniel Johnson, Bureau 610, Laval, QC, H7T 2P6 • 450-686-5700
Lethbridge • 404, 6th Street South, Lethbridge, AB, T1J 2C9 • 403-388-1900
Lévis • 1550, boulevard Alphonse-Desjardins, Bureau 110, Lévis, QC, G6V 0G8 • 418-838-0456
London Pall Mall • 256 Pall Mall Street, Suite 201, London, ON, N6A 5P6 • 519-439-6228
London-City Centre • 802-380 Wellington Street, London, ON, N6A 5B5 • 519-646-5711
Metcalfe • 1155, rue Metcalfe, Suite 1450, Montréal, QC, H3B 2V6 • 514-879-4825
Mississauga • 350, Burnhamthorpe road West, Suite 603, Mississauga, ON, L5B 3J1 • 905-272-2799
Moncton • 735 Main Street, Suite 300, Moncton, NB, E1C 1E5 • 506-857-9926
Mont Saint-Hilaire • 450 boul. Sir-Wilfrid-Laurier local 208, Mont-St-Hilaire, Qc. J3H 3N9 • 450-467-4770
Mont-Tremblant • 1104, rue de Saint-Jovite, 2^e étage, Mont-Tremblant, QC, J8E 3J9 • 450-569-3440
Montréal International • 1, Place Ville-Marie, Bureau 1700, Montréal, QC, H3B 2C1 • 514-879-5576
Montréal L'Acadie • 9001, boulevard de l'Acadie, Bureau 802, Montréal, QC, H4N 3H5 • 514-389-5506
North Bay • 680 Cassells Street, Suite 101, North Bay, ON, P1B 4A2 • 705-476-6360
Oakville • 305 Church Street, Oakville, ON, L6J 7T2 • 905-849-3558
Oshawa • 575 Thornton Road North, Oshawa, ON, L1J 8L5 • 905-433-0210
Ottawa • 50 O'Connor Street, Suite 1602, Ottawa, ON, K1P 6L2 • 613-236-0103
Outremont • 1160, boulevard Laurier Ouest, App. 1, Outremont, QC, H2V 2L5 • 514-276-3532
Owen Sound • 1717 2nd Ave. E., Suite 202, Owen Sound, ON, N4K 6V4 • 519-372-1277
Peterborough • 201 George Street North, suite 401, Peterborough, ON, K9J 3G7 • 705-740-1110
Plessisville • 1719, rue St-Colixte, Plessisville, QC, G6L 1R2 • 819-362-6000
Kirkland • 16,766 Route Transcanadienne, bureau 503, Kirkland, QC, H9H 4M7 • 514-426-2522
PVM Montréal • 1, Place Ville-Marie, Bureau 1700, Montréal, QC, H3B 2C1 • 514-879-5200
Québec • 500, Grande-Allée Est, Bureau 400, Québec, Qc, G1R 2J7 • 418-649-2525
Québec - Sainte-Foy • Place de la Cité, 2600, boulevard Laurier, Bureau 700, Québec, QC, G1V 4W2 • 418-654-2323
Red Deer • 4719 48th Avenue, Suite 200, Red Deer, AB, T4N 3T1 • 403-348-2600
Regina • 2075, Prince Of Wales Drive, Suite 305, Regina, SK, S4V 3A3 • 306-781-0500
Repentigny • 534, rue Notre-Dame, Bureau 201, Repentigny, QC, J6A 2T8 • 450-582-7001

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

International

NBF Securities UK

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

New York

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

National Bank of Canada Financial Inc.

New York

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

Membre de

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

Bureaux corporatifs

Montréal Financière Banque Nationale

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

Toronto National Bank Financial

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

Canada (Sans frais)

1 800 361-8838
1 800 361-9522

United States (Sans frais)

1 800 678-7155

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

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

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

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

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

Résidents du Canada : FBN 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 récupérez pas la somme investie. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur. Si un placement est libellé en devises, les variations de change peuvent avoir un effet défavorable sur la valeur du placement. Il peut s'avérer difficile de vendre ou de réaliser des placements non liquides, ainsi que d'obtenir de l'information fiable concernant leur valeur ou l'étendue des risques auxquels ils sont exposés. Certaines opérations, notamment celles qui concernent les contrats à terme, les swaps, et autres produits dérivés, soulèvent un risque sérieux et ne conviennent pas à tous les investisseurs. Les placements prévus dans le présent rapport ne sont pas offerts aux clients du secteur détail, et le présent rapport ne doit pas leur être distribué (au sens des règles de la Financial Conduct Authority). Les clients du secteur détail ne devraient pas agir en fonction des renseignements contenus dans le présent rapport ou s'y fier. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription, ni la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription des titres décrits dans les présentes ni n'en fait partie. On ne doit pas non plus se fonder sur le présent rapport dans le cadre d'un contrat ou d'un engagement quelconque et il ne sert pas ni ne servira de base ou de fondement pour de tels contrats ou engagements.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



**BANQUE NATIONALE
DU CANADA**

MARCHÉS FINANCIERS