

FÉVRIER 2022

VISI **Mensuel économique et financier** N



**BANQUE NATIONALE
DU CANADA**

MARCHÉS FINANCIERS

Études financières

Économie et Stratégie

Bureau Montréal

Stéfane Marion 514 879-3781
Économiste et stratège en chef

Matthieu Arseneau 514 879-2252
Chef économiste adjoint

Kyle Dahms 514 879-3195
Économiste

Alexandra Ducharme 514 412-1865
Économiste

Angelo Katsoras 514 879-6458
Analyste géopolitique

Daren King 514 412-2967
Économiste

Jocelyn Paquet 514 412-3693
Économiste

Bureau Toronto

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

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

Alpa Atha 416 542-3936
Économiste, Revenu fixe

Analyse technique

Dennis Mark 416 869-7427

Banques et assurances

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

Distribution et produits de consommation

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

ESG

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
Adjoint : Ahmed Shethwala 416 507-8102

Métaux et minerais

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

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

Michael Parkin 416 869-6766
Adjoint : Alessandro Cairo 41 869-8511
Adjoint : Andrew Dusome 416 507-8177
Adjoint : 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 : James Harwood 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 ...	16
Marché boursier et stratégie de portefeuille	23
Analyse technique	31
Analyse sectorielle	38
› Liste de sélections FBN	39
› Glossaire des tableaux des analystes ...	40
› Recommandations des analystes	41
› Liste alphabétique des sociétés	71

Points saillants

Économie

- › Dans la dernière édition de ce mensuel nous avons analysé les risques engendrés par la forte augmentation des nouveaux cas de COVID-19 dans les économies avancées. L'étude de données en provenance d'Afrique du Sud – l'un des premiers pays frappés par le variant Omicron – laissait entrevoir une vague épidémiologique très intense, mais relativement courte. Un mois plus tard, la pandémie semble évoluer à peu près comme nous l'avions envisagé. Le pic d'infections a, selon toute vraisemblance, été franchi dans les pays riches, ce qui permet maintenant une réouverture graduelle de l'économie. La croissance mondiale aura certes souffert au premier trimestre de l'année, mais elle devrait être en mesure de récupérer une bonne partie du terrain perdu dans les mois à venir. Cela suppose que la situation demeure sous contrôle dans les économies émergentes. Celles-ci ont été plutôt épargnées par le variant Omicron jusqu'ici, mais demeurent à risque vu leur retard du côté de la vaccination. La capacité de l'économie mondiale d'effacer le choc encaissé en début d'année dépendra aussi des décisions prises entre les murs du Kremlin. Car depuis notre dernière publication, des troupes russes ont été massées par dizaines de milliers à la frontière de l'Ukraine et elles menacent maintenant de marcher sur Kiev. Bien malin celui qui pourrait affirmer connaître les intentions du président Vladimir Poutine, mais il va sans dire qu'une invasion entraînerait des perturbations économiques importantes à l'échelle mondiale. Compte tenu de ces facteurs de risque, nous avons décidé de revoir légèrement à la baisse notre prévision de croissance mondiale tant pour 2022 (de 4.1% à 4.0%) que pour 2023 (de 3.7% à 3.6%).
- › L'économie américaine a terminé l'année 2021 en bonne posture, le PIB ayant augmenté de 6.9% en rythme annualisé. Sur l'ensemble de 2021, la production a augmenté de 5.7% (du jamais vu depuis 1984), ce qui a permis d'effacer presque entièrement l'écart de production béant qui s'était formé au début de la pandémie. Mais ces bonnes nouvelles étant chose du passé, notre attention se tourne maintenant vers le trimestre en cours et, de ce côté, les nouvelles sont moins encourageantes. Le variant Omicron semble effectivement jouer les trouble-fête au début de 2022. Les mesures de santé publique mises en place aux États-Unis sont bien moins restrictives que dans d'au-

tres régions du monde (la zone euro et le Canada, par exemple), mais force est d'admettre que le virus continue d'affecter la croissance par une réduction du bassin de travailleurs. L'inflation élevée est aussi une des causes du ralentissement de l'activité économique. Dans ce contexte, nous avons décidé de revoir à la baisse notre prévision de croissance pour les trois premiers mois de l'année de 2.2% annualisés à seulement 0.9%. Pour l'année entière, nous envisageons maintenant une expansion de 3.1%, soit moins que les 3.5% annoncés dans l'édition précédente de ce mensuel.

- › Au Canada, la croissance du premier trimestre sera freinée par les restrictions sanitaires. En janvier, l'emploi a reculé de 200k, la plus forte baisse en un an. Cela dit, si l'on exclut les secteurs directement touchés par les restrictions, l'emploi est resté résilient, ce qui signifie que, une fois de plus, l'économie a évité la contagion généralisée. Selon nous, cette faiblesse devrait être temporaire et limitée à ces secteurs étant donné la rareté des travailleurs ailleurs dans l'économie. Les intentions d'embauche étaient les plus fortes jamais enregistrées en décembre, selon l'Enquête sur les perspectives des entreprises (EPE) de la Banque du Canada. C'est de bon augure pour un rebond vigoureux, d'autant plus que l'assouplissement des mesures sanitaires a déjà commencé. La robustesse du marché du travail et la hausse des revenus qui en résulte laissent penser que la consommation sera le principal moteur de la croissance au cours des prochains trimestres, et ce, malgré l'augmentation du coût de la vie, notamment des coûts d'emprunt. Les ménages pourront déployer une partie de l'excédent de l'épargne accumulée depuis le début de la pandémie. Le marché du travail serré pourrait également inciter les entreprises à investir, comme le révèle l'EPE, qui indique un niveau record d'intentions d'investissement. Quant aux gouvernements, rien n'annonce une période d'austérité à court terme avec un gouvernement minoritaire au fédéral et des élections législatives en vue dans les deux plus grandes provinces. Cela devrait permettre une croissance nettement supérieure au potentiel en 2022. Nous maintenons donc notre prévision de cette croissance à 3.6%.

Taux d'intérêt et devise

- › Ne confondez pas l'inaction de janvier avec un désir de conserver une attitude ultra accommodante. À leurs dernières réunions de politique monétaire, la BdC et la

Fed se sont montrées aussi faucons que possible toutefois sans aller jusqu'à hausser les taux directeurs. Les marchés en ont pris bonne note et les taux à long terme ont monté un peu tandis que ceux à court terme ont réagi en prévision d'une trajectoire plus abrupte des taux directeurs.

- › Aux États-Unis, Jerome Powell et le FOMC semblent de plus en plus mal à l'aise devant les perspectives d'inflation, et qui leur en ferait grief? La Fed a concédé que la politique monétaire est mal alignée sur les caractéristiques fondamentales de l'économie. Alors, au même moment que s'achève la réduction de l'assouplissement quantitatif de la Fed, commenceront sans doute les hausses du taux directeur (c.-à-d., en mars). Un coup de barre d'un demi-point de pourcentage est peut-être évitable, mais nous prévoyons maintenant une hausse des taux d'intérêt plus précoce aux États-Unis, la Fed devant agir vite en l'absence de toute accalmie sérieuse de l'inflation. Quatre hausses en 2022 suivies d'une dose similaire en 2023 propulseraient la borne supérieure de la fourchette cible des taux de la Fed à 2.25% d'ici la fin de l'année prochaine. Entretemps, un processus de resserrement quantitatif maintiendra une certaine pression sur les taux à long terme, toutes choses étant égales par ailleurs. La réputation de la Fed étant en jeu, la normalisation de la politique monétaire pourrait avoir une allure et prendre une tournure sans commune mesure avec les épisodes précédents. Cette fois-ci, assurément, c'est différent et les conclusions empiriques bien ficelées ne tiennent plus (du moins plus tout à fait). Cela dit, la trajectoire que suivra en définitive la Fed restera, comme les fois précédentes, sensible à l'évolution des attitudes des consommateurs et des entreprises ainsi qu'aux conditions financières sous-jacentes (sur les marchés boursiers, de change et du crédit).
- › Nous ne sommes pas d'accord avec la décision de politique monétaire de la BdC de janvier, estimant qu'il y a suffisamment de motifs (inflation, emploi, immobilier résidentiel) pour déclencher un cycle de resserrement de la politique dès maintenant. À nos yeux, la Banque a simplement retardé l'inévitable, un communiqué et une conférence de presse franchement « faucons » qui concordent apparemment avec une série de hausses des taux commençant au début de mars. Nous continuons de penser que la BdC donnera pas moins de cinq tours de vis d'un quart de point chacun en 2022, pour atteindre un taux de financement à un jour de 1.75% au

Points saillants

début de 2023. Le taux directeur neutre plus bas au nord de la frontière s'explique par la sensibilité plus grande du Canada aux taux d'intérêt. Notre prévision table aussi sur un freinage monétaire sous forme d'un resserrement quantitatif, ce qui n'a jamais été fait dans ce pays et dont le modus operandi officiel reste à établir (ou du moins à communiquer – vous trouverez nos réflexions sur le sujet ici). Le taux directeur terminal du Canada plus bas fait aussi écho à un rythme de croissance du PIB potentiel relativement plus faible, ce qui a été exacerbé par des investissements non résidentiels demeurés constamment décevants. Plus important peut-être, le resserrement importé de la Fed limite le besoin d'une hausse de la BdC au-dessus de 2%.

Le huard a perdu des plumes depuis le début de l'année. Les impacts positifs d'un rapport sur le PIB plus vigoureux que prévu et de la hausse des prix des matières premières ont été largement compensés par le resserrement des différentiels de taux d'intérêt entre le Canada et les États-Unis et un rapport sur l'emploi décevant en janvier. Alors que l'inflation d'ensemble selon l'IPC frise les 5%, le contexte actuel reste favorable pour une hausse des taux d'intérêt de la Banque du Canada en mars. Malgré l'incertitude engendrée par le plus récent variant de la COVID-19, nous gardons confiance dans notre prévision actuelle d'un taux de CA\$1.20 pour le dollar américain en 2022.

Répartition des actifs et marché boursier

Les actions mondiales ont été malmenées par une volatilité accrue depuis le début de l'année. Après l'apaisement des inquiétudes liées à la vague Omicron, une convergence de facteurs a assombri les perspectives pour les bénéfices des sociétés. L'inflation persistante, les attentes d'une intervention musclée des banques centrales et les craintes d'un conflit armé en Ukraine occupent désormais les esprits de tous les investisseurs. L'indice MSCI Monde (tous pays) affiche maintenant une baisse d'un peu plus de 5%, l'essentiel de sa contraction étant le fait des États-Unis et de l'Europe.

Le taux des obligations du Trésor américain de 10 ans a dépassé 2% pour la première fois depuis 2019. Nos stratèges en titres à revenu fixe s'attendent à ce que ce taux se stabilise en dessous de 2.5% au cours des prochains trimestres, soit moins de 50 points de base (pb) de plus que le niveau actuel. Même si la totalité de la hausse s'entendait en taux d'intérêt réels, les TIPS de 10

ans resteraient à un niveau proche de zéro, ce qui n'est guère susceptible de déclencher un cycle baissier.

- La Fed aime se référer à la courbe des taux, définie comme la différence entre le taux de l'obligation du Trésor américain de 10 ans et celui du bon du Trésor de 3 mois. La pente de la courbe, soit l'écart entre les deux taux, est actuellement d'environ 155 pb, ce qui reste relativement élevé d'un point de vue historique à ce stade du cycle économique.
- L'économie mondiale conserve assez d'élan pour faire croître les bénéfices des entreprises. Globalement, les analystes ont relevé leurs prévisions de bénéfice par action pour l'année à venir pour 52% des entreprises, ce qui reste nettement supérieur à la moyenne de 45% de la dernière décennie. La diffusion des révisions à la hausse des bénéfices dépasse elle aussi les moyennes

historiques sur dix ans dans toutes les grandes régions du monde.

- L'indice S&P/TSX continue de faire preuve de résilience. L'indice de référence canadien est en hausse de 1.5% depuis le début de l'année, notamment grâce aux secteurs de l'énergie (+17.6%), des banques (+9%) et des matériaux (+4.7%). Nous restons optimistes pour ces secteurs compte tenu des faibles valorisations des actions qui les composent, avec des ratios C/B prévisionnels inférieurs à 13.
- Notre répartition des actifs reste inchangée ce mois-ci : nous continuons de sous-pondérer les titres à revenu fixe et de surpondérer les actions, avec une préférence pour les actions de valeur comparativement aux actions de croissance, étant donné que nous nous attendons à une augmentation des taux d'intérêt à long terme.

Rotation sectorielle FBN

Secteurs du S&P/TSX	Pondération*	Recommandation	Variation
Énergie	15.2	Surpondérer	
Matériaux	11.9	Surpondérer	
Industrie	11.5	Équipondérer	
Consommation discrétionnaire	3.4	Équipondérer	
Consommation de base	3.7	Équipondérer	
Santé	0.7	Équipondérer	
Finance	33.8	Équipondérer	
Technologies de l'information	7.7	Sous-pondérer	
Services de télécommunications	4.8	Équipondérer	
Services publics	4.4	Sous-pondérer	
Immobilier	2.9	Sous-pondérer	
Total	100		

* Au 11 Février 2022

L'économie





Matthieu Arseneau
Chef économiste adjoint
514 879-2252



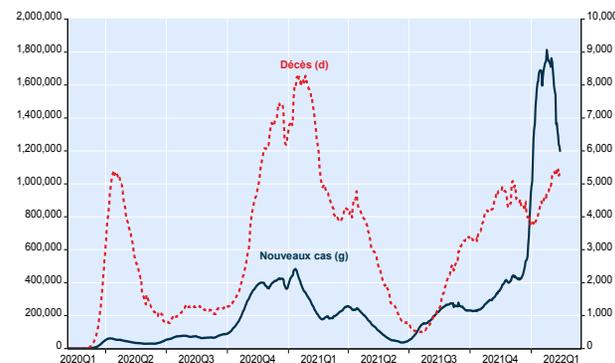
Jocelyn Paquet
Économiste
514 412-3693

Monde : Début d'année sur fond d'incertitudes

Dans la dernière édition de ce mensuel nous avons analysé les risques engendrés par la forte augmentation des nouveaux cas de COVID-19 dans les économies avancées. L'étude de données en provenance d'Afrique du Sud – l'un des premiers pays frappés par le variant Omicron – laissait entrevoir une vague épidémiologique très intense, mais relativement courte. Un mois plus tard, la pandémie semble évoluer à peu près comme nous l'avions envisagé. Le pic d'infections α , selon toute vraisemblance, été franchi dans les pays riches, ce qui permet maintenant une réouverture graduelle de l'économie. La croissance mondiale aura certes souffert au premier trimestre de l'année, mais elle devrait être en mesure de récupérer une bonne partie du terrain perdu dans les mois à venir. Cela suppose que la situation demeure sous contrôle dans les économies émergentes. Celles-ci ont été plutôt épargnées par le variant Omicron jusqu'ici, mais demeurent à risque vu leur retard du côté de la vaccination.

Pays développés : Le pic de la vague Omicron est-il passé?

Nouveaux cas et nouveaux décès en Europe et Amérique du Nord, moyenne mobile 7 jours



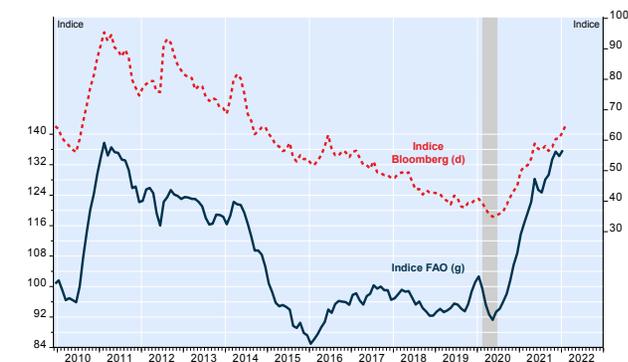
FBN Économie et Stratégie (données de <https://coronavirus.jhu.edu/map.html>)

La capacité de l'économie mondiale d'effacer le choc encaissé en début d'année dépendra aussi des décisions prises entre les murs du Kremlin. Car depuis notre dernière publication, des troupes russes ont été massées par dizaines de milliers à la frontière de l'Ukraine et elles menacent maintenant de marcher sur Kiev. Bien malin celui qui pourrait affirmer connaître les intentions du président Vladimir Poutine, mais il va sans dire qu'une invasion entraînerait des perturbations

économiques importantes à l'échelle mondiale. Rappelons que la Russie et l'Ukraine sont deux des plus gros exportateurs de blé de la planète et qu'un conflit entre les deux pays risquerait d'exercer une pression à la hausse sur le prix des denrées alimentaires à un moment où celles-ci atteignent déjà des sommets.

Monde : La menace russe gonfle le prix de certains produits de base (1)

Indice Bloomberg du prix des denrées alimentaires et indice indice FAO des prix des produits alimentaires

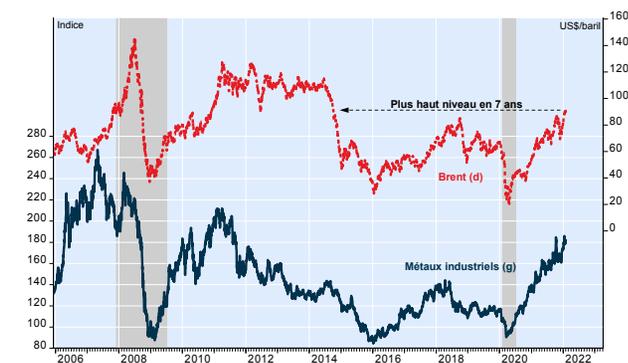


FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

La Russie exporte également du pétrole et des métaux industriels et, bien que l'Ukraine n'ait probablement pas les capacités militaires de mettre en péril la production de ces denrées, l'incertitude qui plane pourrait être suffisante pour faire grimper les prix. À elles seules, les rumeurs d'un conflit ont été suffisantes pour faire monter les cours du pétrole à leur plus haut niveau en 7 ans.

Monde : La menace russe gonfle le prix de certains produits de base (2)

Prix du baril de pétrole Brent et indice Bloomberg des prix des métaux industriels



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

¹ Hébergement et restauration, Information/Loisirs, Commerce et autres services.

L'économie

Mais le risque le plus préoccupant est celui d'une interruption des livraisons de gaz naturel à l'Europe continentale. Que cette interruption soit accidentelle ou orchestrée par la Russie suite à l'imposition d'hypothétiques sanctions financières par les pays européens, son impact serait grave. Environ un tiers du gaz naturel consommé en Europe provient de la Russie. Dans certains pays, notamment l'Allemagne, cette proportion frôle les 50%. Si le gaz russe venait à manquer, le continent devrait se tourner vers le gaz naturel liquéfié, dont les prix ne manqueraient pas d'exploser.

L'Europe préférerait sans doute se passer de telles convulsions. Après avoir vu son PIB retrouver son niveau d'avant la crise au dernier trimestre de 2021, la zone euro fait maintenant face à plusieurs défis. Comme plusieurs autres régions du monde, elle a été confrontée à une recrudescence importante du nombre de cas de COVID-19 en décembre et en janvier. Comme si ce n'était pas assez, les ménages de la zone euro ont aussi eu à composer avec des hausses de prix significative. En janvier, l'inflation d'ensemble atteignait 5.1%, le plus haut niveau depuis que l'on compile ces données, 2001.

Zone euro : Les prix de l'énergie font grimper l'inflation

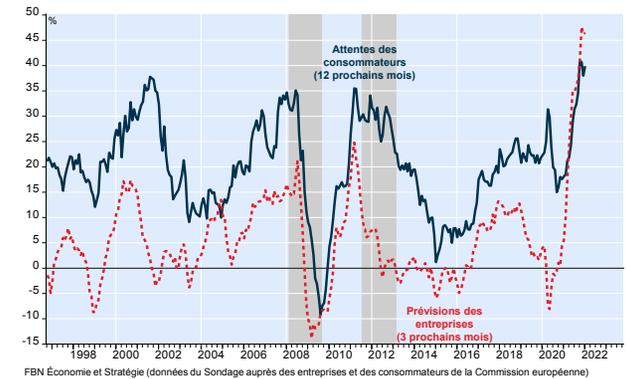


L'augmentation marquée du prix du gaz naturel était en bonne partie responsable de cette ascension, quoique d'autres catégories affichaient également des hausses solides. L'inflation de base, qui exclut l'énergie, les aliments, l'alcool et le tabac, était en effet plus forte que prévu au dernier mois de l'année et demeurerait nettement au-dessus de la cible de la Banque centrale européenne. Ce sursaut des prix est d'autant plus préoccupant qu'il semble avoir entraîné un changement dans les attentes d'inflation des

consommateurs et des entreprises. C'est du moins ce que révélait un récent sondage de la Commission européenne.

Zone euro : Les attentes d'inflation sont à la hausse

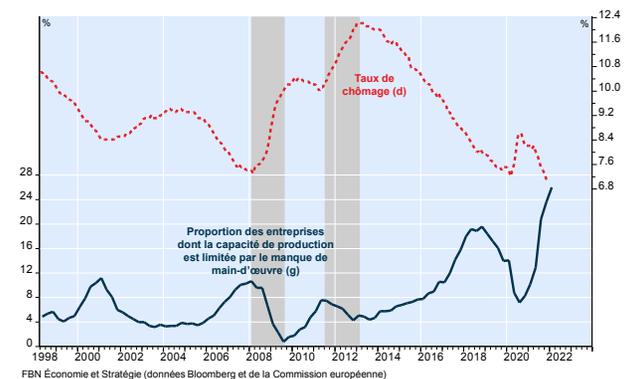
Prévisions de hausse des prix des consommateurs et des entreprises (% net), dans les 12 et 3 prochains mois



La vigueur du marché de l'emploi est un autre élément qui pourrait exercer une pression à la hausse sur les prix dans les prochains mois. Rappelons que le taux de chômage a atteint un creux historique en décembre, ce qui donne du fil à retordre aux entreprises. Toujours selon un sondage de la Commission européenne, une proportion record de celles-ci jugeaient que le manque de main-d'œuvre limitait leur capacité de production au premier trimestre de l'année. Voilà une bonne nouvelle pour les travailleurs, qui pourraient bénéficier d'augmentations de salaires plus importantes. Mais pour la BCE, il s'agit d'un argument de plus en faveur d'un retrait graduel des mesures d'accommodement monétaire.

Zone euro : Le marché du travail en pleine ébullition

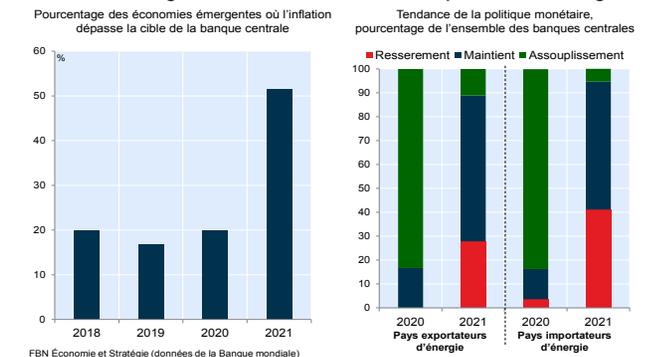
Taux de chômage et pourcentage des entreprises à capacité de production limitée faute de main-d'œuvre



Un premier trimestre plus faible que prévu, combiné à une augmentation de l'incertitude pour le reste de l'année, nous incite à maintenir notre prévision de croissance inférieure au consensus pour la zone euro en 2022 (voir le tableau de prévision plus bas).

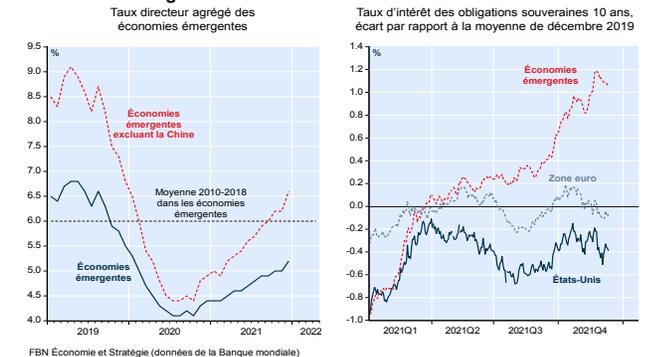
Nos perspectives pour les économies émergentes, quant à elles, ont été revues à la baisse. Alors que les banques centrales des États-Unis, de la zone euro et du Canada ont le luxe de procéder avec prudence lorsqu'elles sont confrontées à des hausses de prix, la situation est bien différente dans les pays émergents où les attentes d'inflation sont moins bien ancrées et les devises plus sujettes aux sautes d'humeur des investisseurs. Pour éviter une fuite de capitaux et maîtriser l'inflation, plusieurs banques centrales – notamment celles des pays importateurs de produits énergétiques – ont donc déjà procédé à un resserrement marqué de leur politique monétaire.

Économies émergentes : L'inflation force les banques centrales à agir



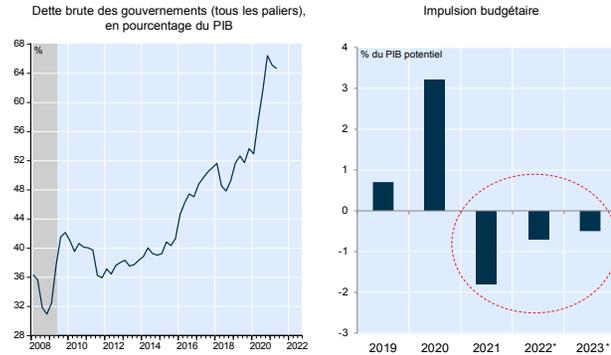
Les taux d'intérêt sont donc en hausse...

Économies émergentes : Les taux d'intérêt à la hausse



... ce qui fera augmenter le coût du service de la dette gouvernementale et forcera bien des pays à mettre de l'ordre dans leurs finances publiques. Pas étonnant donc que la Banque mondiale s'attende à ce que la politique budgétaire ralentisse la croissance dans les pays émergents en 2022 et 2023.

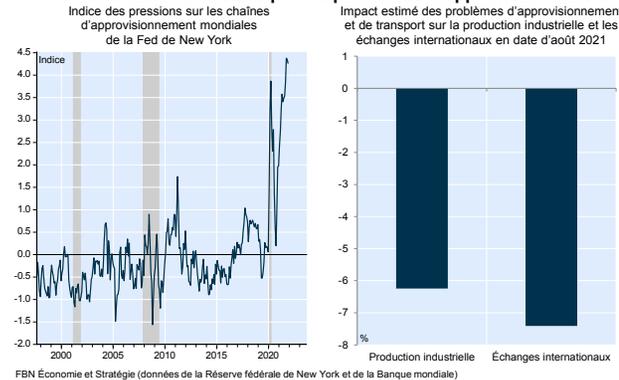
Économies émergentes : Politiques budgétaires restrictives à prévoir



*Estimation de la Banque mondiale
FBN Économie et Stratégie (données de la Banque des règlements internationaux et de la Banque mondiale)

Les contraintes d'approvisionnement constituent un autre risque baissier pour la croissance dans les pays émergents. Bien que celles-ci affectent l'ensemble des pays du monde, leurs effets tendent à être amplifiés dans les économies plus dépendantes des exportations. En effet, la Banque mondiale estime que les échanges internationaux auraient été 7.4% plus élevés en août 2021 sans les problèmes d'approvisionnement et de transport. La production industrielle, quant à elle, aurait été supérieure de 6.2%. La situation pourrait s'améliorer en 2022, mais certains goulets d'étranglement resteront en place plus longtemps.

Monde : La croissance freinée par les problèmes d'approvisionnement

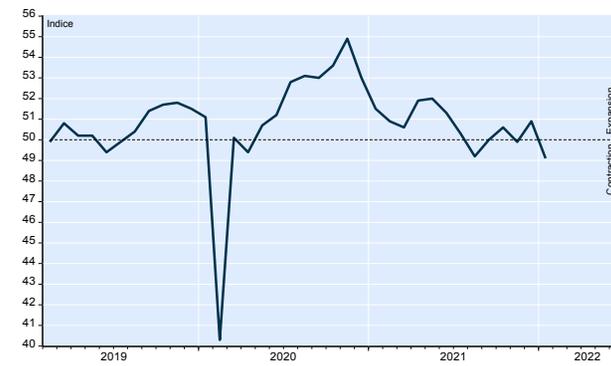


FBN Économie et Stratégie (données de la Réserve fédérale de New York et de la Banque mondiale)

L'autre élément qui assombrit le tableau dans les économies émergentes est l'essoufflement de la reprise en Chine. D'une manière un peu ironique, après qu'elle eut permis à sa reprise économique de commencer bien avant celle des autres pays, la dépendance de la deuxième économie mondiale aux exportations pourrait maintenant lui nuire pour les raisons évoquées précédemment. Combinés aux effets néfastes de sa politique zéro COVID, les problèmes d'approvisionnement ont en effet engendré un ralentissement du secteur manufacturier.

Chine : Les usines en perte de vitesse

Indice PMI manufacturier Caixin/Markit. Dernière observation : janvier 2022

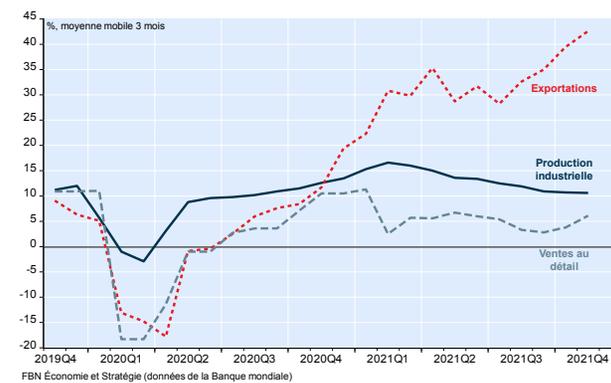


FBN Économie et Stratégie (données de Markit)

Les consommateurs chinois pourront difficilement prendre le relais alors que plusieurs régions du pays demeurent en confinement strict.

Chine : L'économie de plus en plus dépendante des exportations

Taux de croissance sur 24 mois des exportations, des ventes au détail et de la production industrielle



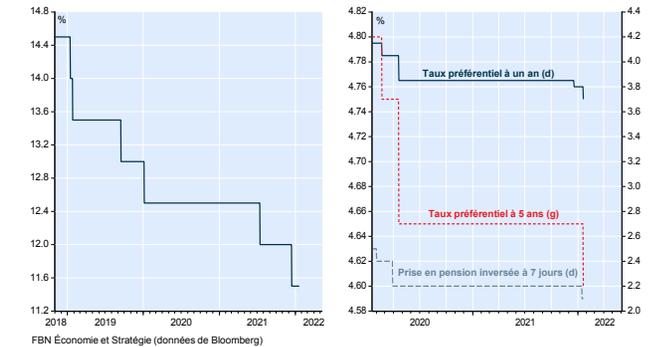
FBN Économie et Stratégie (données de la Banque mondiale)

Heureusement, la Banque populaire de Chine a décidé d'assouplir sa politique monétaire. Le taux des réserves obligatoires a été revu à la baisse le mois dernier, ce qui permettra d'injecter environ \$200 milliards dans l'économie. La banque a aussi abaissé ses taux préférentiels pour les prêts d'un et de cinq ans ainsi que le taux de prise en pension inversée à 7 jours. Ce changement de cap démontre la volonté des autorités de stimuler la croissance. Mais les efforts de la Chine n'empêcheront pas les économies émergentes de traîner de la patte.

Chine : Assouplissement de la politique monétaire

Taux de réserves obligatoires pour les grandes banques

Taux préférentiels pour les prêts à 1 et 5 ans et taux de prise en pension inversée à 7 jours



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Pour toutes ces raisons, nous avons décidé de revoir légèrement à la baisse notre prévision de croissance mondiale tant pour 2022 (de 4.1% à 4.0%) que pour 2023 (de 3.7% à 3.6%).

Perspectives mondiales

	2021	2022	2023
Économies avancées	5.1	3.3	2.3
États-Unis	5.7	3.1	2.2
Zone euro	5.2	3.5	2.1
Japon	1.6	2.7	1.3
Royaume-Uni	7.1	4.0	2.3
Canada	4.6	3.6	2.6
Australie	4.1	3.5	2.8
Corée du Sud	4.0	2.7	2.5
Économies émergentes	6.5	4.5	4.5
Chine	8.1	4.9	5.2
Inde	9.0	8.0	7.0
Mexique	5.3	2.8	2.5
Brésil	4.7	0.8	2.0
Russie	4.5	4.5	2.0
Monde	5.9	4.0	3.6

FBN Économie et Stratégie (données FBN et Consensus Economics)

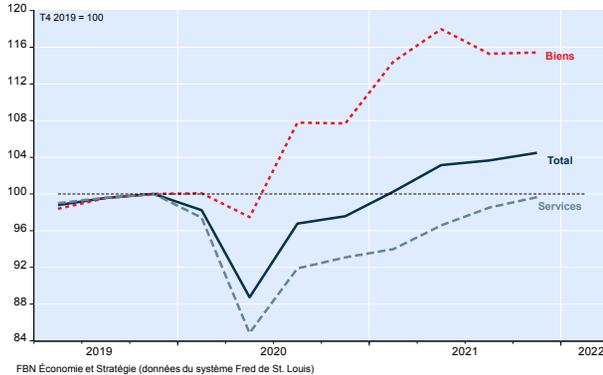
L'économie

États-Unis : Passage à vide au premier trimestre

L'économie américaine a terminé l'année 2021 en bonne posture, le PIB ayant augmenté de 6.9% en rythme annualisé, un résultat supérieur aux attentes consensuelles. Bien qu'une bonne partie de l'expansion ait été causée par la reconstitution des stocks, d'autres éléments du rapport du Bureau of Economic Analysis permettaient d'être optimistes. La consommation dans le secteur des services (+4.7% t/t en rythme annualisé) a poursuivi sa reprise et approche maintenant de son niveau d'avant la crise.

É.-U. : La consommation de services presque au niveau pré-pandémique

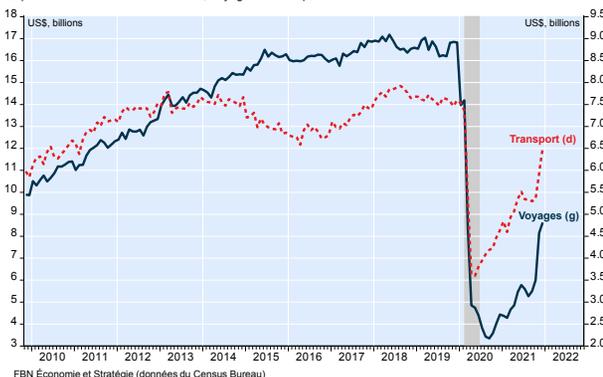
Dépenses de consommation personnelles



Les exportations, quant à elles, étaient bien meilleures qu'attendu, les visiteurs étrangers ayant commencé à revenir aux États-Unis.

É.-U. : Le retour des voyageurs stimule les exportations

Exportations nominales de services, voyages et transport



Résultat des courses? Le PIB américain a augmenté de 5.7% en 2021 dans l'ensemble (du jamais vu depuis 1984), effaçant presque entièrement l'écart de production béant qui s'était formé au début de la pandémie.

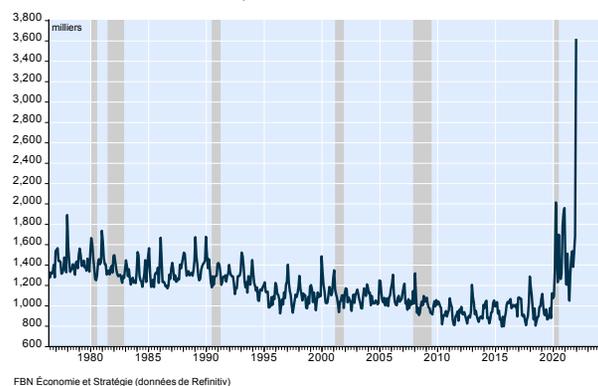
É.-U. : Les capacités excédentaires presque résorbées au T4

Écart de production exprimé en pourcentage du PIB potentiel



É.-U. : Des travailleurs infectés forcés de rester à la maison

Nombre de travailleurs absents du travail pour cause de maladie



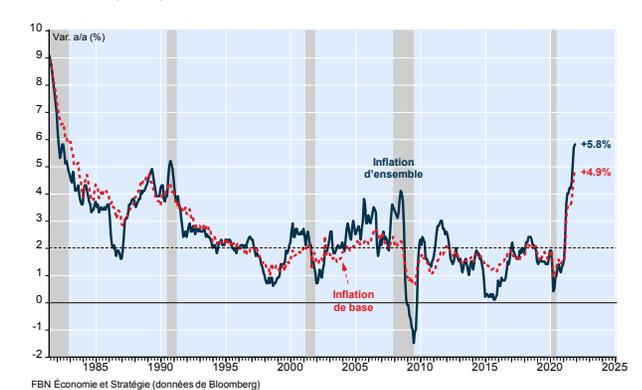
Mais ces bonnes nouvelles étant chose du passé, notre attention se tourne maintenant vers le trimestre en cours et, de ce côté, les nouvelles sont moins encourageantes. Le variant Omicron semble effectivement jouer le trouble-fête au début de 2022. Les mesures de santé publique mises en place aux États-Unis sont bien moins restrictives que dans d'autres régions du monde (la zone euro et le Canada, par exemple), mais force est d'admettre que le virus continue d'affecter la croissance par une réduction du bassin de travailleurs. Selon le Bureau of Labor Statistics, 3,6 millions de personnes étaient en

congé de maladie en janvier, soit presque deux fois plus que lors de la première vague de la pandémie.

L'inflation élevée est aussi une des causes du ralentissement de l'activité économique. À preuve, le déflateur des dépenses personnelles de consommation (PCE) d'ensemble a atteint son plus haut niveau depuis juillet 1982 en décembre (+5.8% a/a).

É.-U. : L'inflation atteint un niveau inégalé depuis juillet 1982

Déflateur des dépenses personnelles de consommation



La hausse des prix était particulièrement marquée dans la catégorie des biens (+8.8%) et cela a eu un impact évident sur la consommation des ménages. En effet, au cours des deux derniers mois de l'année, les dépenses réelles consacrées à des biens se sont contractées de pas moins de 4.2%. Exclusion faite de la période ayant suivi le début de la pandémie, il s'agissait du pire recul enregistré depuis 1986. Les dépenses en biens durables ont fait encore plus grise mine, reculant de 6.6% entre octobre et décembre, le secteur automobile ayant continué de souffrir de la pénurie de puces informatiques.

Le point de départ du premier trimestre semble donc plutôt problématique pour la consommation. Et il est difficile d'envisager un fort rebond en début d'année dans un contexte où l'inflation s'est encore intensifiée, où les micro-processus sont demeurés presque introuvables et où la vague Omicron s'est abattue sur le pays. Conscients de ces perspectives moins favorables, nous avons décidé de revoir à la baisse notre prévision de croissance pour les trois premiers mois de l'année de 2.2% annualisés à seulement 0.9%. Pour l'année entière, nous envisageons maintenant une expansion de 3.1% (moins que les 3.5% annoncés dans l'édition précédente de ce mensuel), le départ lent n'étant

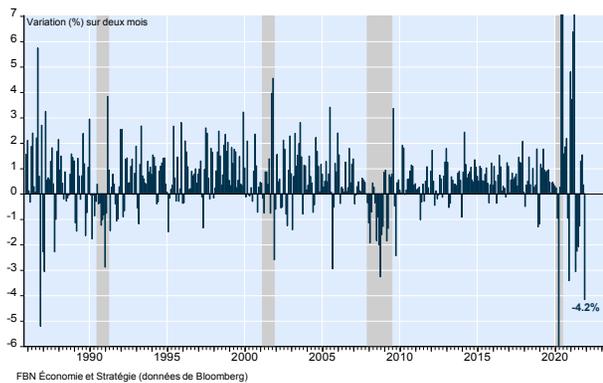
L'économie

que partiellement compensé par une accélération au T2 (+2.8%) et au T3 (+2.5%).

La consommation devrait continuer de contribuer à la croissance à moyen terme si, comme nous le croyons, l'inflation commence à redescendre et si les ménages dépensent l'épargne excédentaire accumulée durant la crise. D'autres secteurs de l'économie pourraient moins bien se tirer d'affaire alors que la Réserve fédérale s'apprête à resserrer sa politique monétaire. C'est le cas notamment de l'immobilier. Bien que le coût des emprunts hypothécaires reste extrêmement faible sur une base historique, la tendance à la baisse semble s'être inversée rapidement ces derniers temps. Si cela devait se poursuivre, la nouvelle trajectoire ascendante des taux pourrait bien comprimer la demande dans la deuxième moitié de 2022.

É.-U. : L'inflation calme les ardeurs des consommateurs

Dépenses de consommation réelles, segment des biens



É.-U. : La hausse des coûts d'emprunt, un risque pour l'immobilier

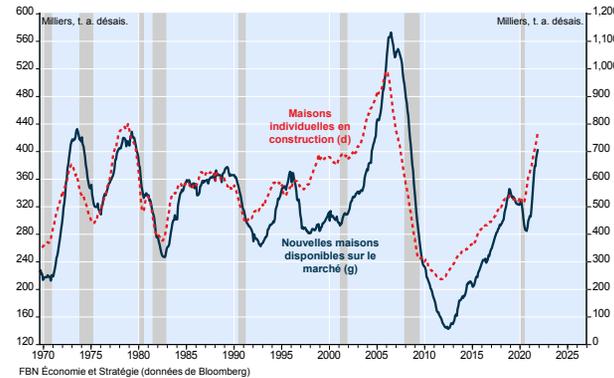
Taux d'intérêt moyen payé pour un prêt hypothécaire de 30 ans à taux fixe



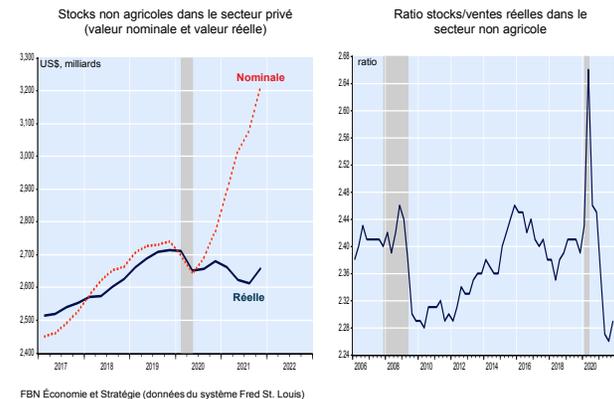
Cela pourrait freiner le secteur de la construction surtout si l'on considère la récente augmentation de l'offre sur le marché. Rappelons qu'il y avait plus de maisons neuves disponibles sur le marché en décembre qu'à aucun autre moment depuis août 2008. Et cette proportion devrait augmenter vu le nombre de maisons individuelles actuellement en construction aux États-Unis.

E.-U. : L'offre augmente sur le marché immobilier résidentiel

Nouvelles maisons individuelles à vendre et nouvelles maisons individuelles en construction



U.S. : Le réapprovisionnement devrait se poursuivre en 2022



Un accès de faiblesse dans le secteur immobilier pourrait toutefois être compensé par des perspectives favorables du côté des stocks. Il est vrai que la valeur nominale de ceux-ci a atteint un niveau record au T4, mais cela était en grande partie dû à l'augmentation des prix. En volumes, les niveaux demeurent assez bas. N'oublions pas non plus que le ratio des stocks aux

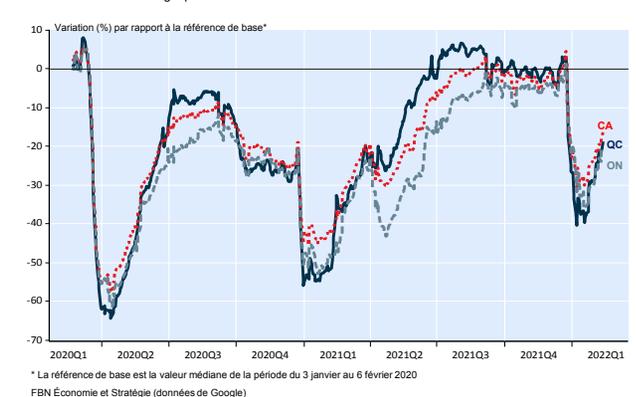
ventes finales pour le quatrième trimestre demeurait extrêmement déprimé par rapport aux normes historiques. Dans ces conditions, nous pensons qu'il y a encore un potentiel considérable pour la reconstitution des stocks en 2022.

Canada : Élan interrompu

Comme ailleurs, le variant Omicron est venu jouer le trouble-fête au Canada en imposant un stress au système de santé au cours des dernières semaines. Dans ce contexte, un certain nombre de restrictions sanitaires ont été mises en place par les gouvernements pour limiter la propagation. Au Québec, les salles à manger des restaurants et les bars ont de nouveau été fermés tout comme les salles de spectacles et les activités de loisir. Les commerces sont demeurés ouverts, mais ils doivent limiter les entrées à 50% de leur capacité. En Ontario, à l'exception des salles à manger, des bars et des centres de conditionnement physique qui ont été complètement fermés, de nombreux secteurs sont demeurés ouverts, mais ont été forcés de maintenir une jauge de 50% de leur capacité, notamment ceux de la culture et des loisirs. L'indice de mobilité de Google pour les commerces et les loisirs, qui était revenu à la normale au quatrième trimestre, a périéclité au cours des dernières semaines présageant un passage à vide de l'économie.

Canada : La cinquième vague freinera la croissance au T1

Indice de mobilité de Google pour le commerce de détail et les loisirs



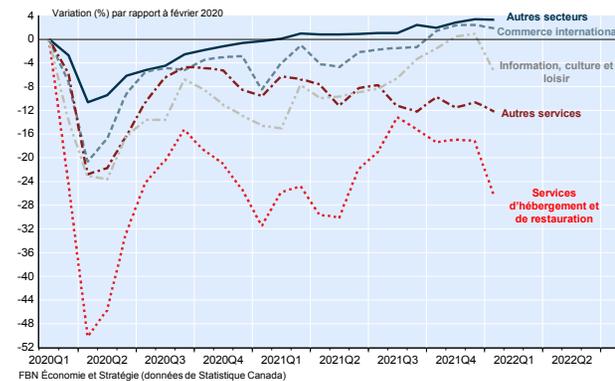
Les données de l'Enquête sur la population active (EPA) pour le mois de janvier donnent un aperçu de l'impact économique de cette cinquième vague. Principalement à cause du Québec et l'Ontario, l'emploi a reculé de

L'économie

200K, soit la plus forte baisse depuis janvier 2021. Nous calculons que 96% des emplois perdus en janvier appartenaient aux secteurs directement touchés par les mesures sanitaires liés à la COVID-19¹. Cela signifie que, une fois de plus, si l'on exclut ces secteurs, l'emploi en janvier est resté résilient et l'économie a évité la contagion généralisée.

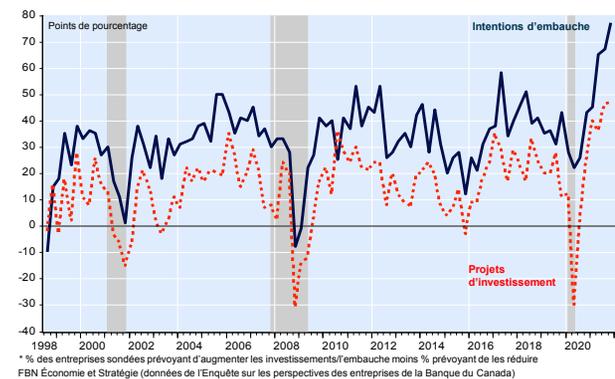
Canada : Une fois de plus la contagion a été évitée

Emploi, secteurs affectés par la COVID-19 et autres secteurs



Canada : Des perspectives spectaculairement optimistes en décembre

Projets d'investissement et intentions d'embauche (solde des attentes*)



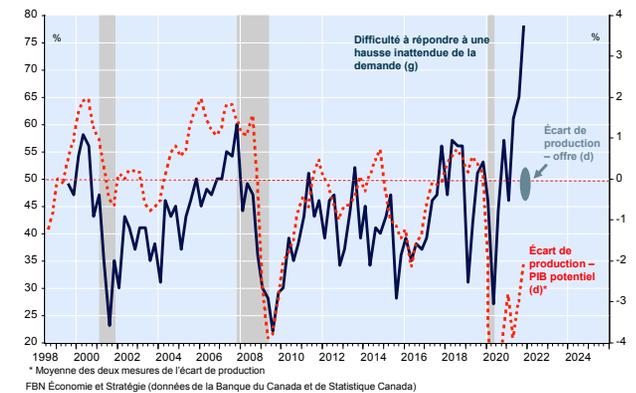
Selon nous, cette faiblesse devrait être passagère et limitée à ces secteurs précis étant donné la rareté des travailleurs disponibles ailleurs dans l'économie. Malgré l'envolée du marché du travail au second semestre 2021, qui a conduit au plein emploi, les intentions d'embauche

des grandes entreprises ont été plus fortes que jamais en décembre, selon l'Enquête sur les perspectives des entreprises de la Banque du Canada. Cela laisse présager une reprise rapide, d'autant plus que l'assouplissement des mesures sanitaires a déjà commencé. Autre fait à noter, les intentions d'investissement ont également atteint un nouveau record, ce qui pourrait traduire une volonté d'augmenter la productivité dans un contexte de rareté de main-d'œuvre.

La proportion des entreprises qui se disent confrontées à des contraintes de capacité atteint un niveau inégalé. Près de 80% d'entre elles affirment qu'elles auraient de la difficulté à répondre à une hausse inattendue de la demande, du jamais vu. Ce sondage a certainement contribué à la décision de la Banque du Canada d'abandonner l'indication prospective qu'elle réitérait depuis juillet 2020, à savoir qu'elle ne relèverait pas le taux directeur avant que l'excédent de capacité ne soit complètement résorbé. En septembre dernier, elle croyait que cela se produirait au deuxième ou au troisième trimestre de 2022. Elle affirme désormais que cela s'est déjà produit, au quatrième trimestre de 2021, même si le niveau du PIB prévu pour cette période est essentiellement le même que celui qu'elle attendait à l'automne. Au courant de la dernière année, la banque centrale a en effet abandonné ses mesures traditionnelles de l'écart de production par rapport au PIB potentiel qui étaient discordantes avec les données du marché du travail, les enquêtes auprès des entreprises/consommateurs et surtout l'inflation. Elle utilise désormais le concept d'offre qui s'apparente au concept de PIB potentiel, mais tient compte de facteurs temporaires qui limitent la capacité de production, notamment les problèmes de la chaîne d'approvisionnement et les mesures sanitaires qui exercent une pression à la hausse sur l'inflation. Plutôt que de tourner à 2% en dessous de son potentiel, l'économie aurait fonctionné au maximum de sa capacité au dernier trimestre de l'année en raison essentiellement des problèmes de la chaîne d'approvisionnement, selon la banque centrale.

Les mesures traditionnelles de l'écart de production défaillantes

Entreprises qui auraient du mal à répondre à un bond soudain de la demande (%) et écart de production



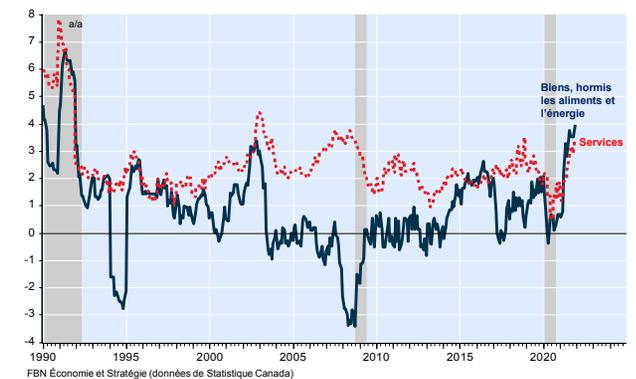
* Moyenne des deux mesures de l'écart de production

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

Mais, les pressions inflationnistes ne s'observent pas uniquement du côté des biens. L'inflation des prix des services dépasse aussi la fourchette cible de la banque centrale (1% à 3%), ce qui se produit généralement dans la phase de maturité du cycle, c'est-à-dire lorsque l'écart de production est entièrement résorbé.

Canada : Les services atteignent déjà le pic du dernier cycle

Indice des prix à la consommation

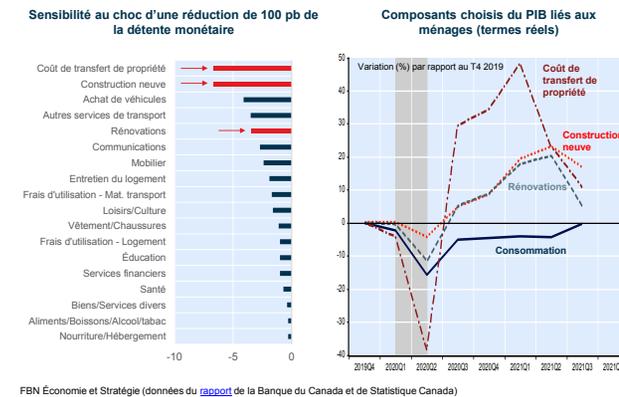


C'est en raison de ces pressions inflationnistes généralisées que nous disons depuis un certain temps déjà que les conditions économiques n'exigent plus un taux directeur au plancher, surtout si l'on tient compte du délai de transmission de la politique monétaire. Nous continuons d'anticiper un relèvement du taux directeur de 125 points de base cette année, ce qui nous paraît juste suffisant pour calmer les secteurs en surchauffe sans pour autant entraîner un atterrissement brutal. Le secteur im-

L'économie

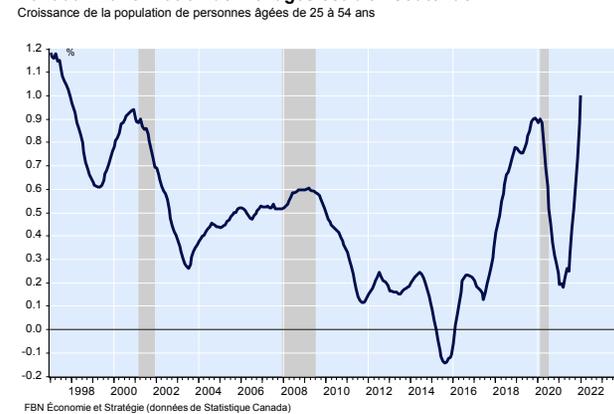
mobilier, qui a très bien tiré son épingle du jeu pendant la pandémie et affichait un niveau d'activité toujours très soutenu en janvier, est habituellement le plus sensible aux taux d'intérêt parmi les dépenses des ménages.

Canada : L'investissement résidentiel très sensible aux intérêts



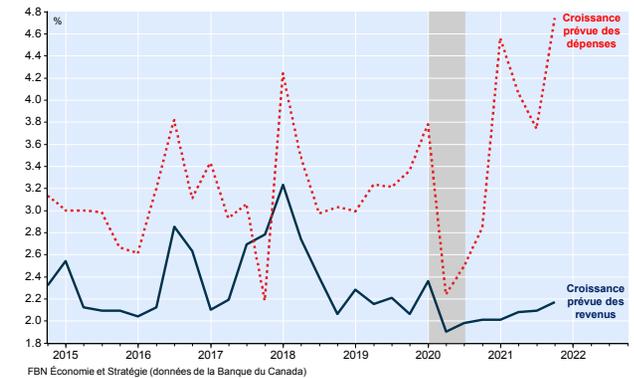
Les données de l'EPA laissent penser que la tendance s'est poursuivie en décembre et en janvier. Au cours des 12 derniers mois, la cohorte des 25 à 54 ans a augmenté à un rythme inégalé depuis 25 ans, ce qui nous indique que la formation de ménages est bien soutenue en ce moment.

Canada : La formation de ménages est bien soutenue



Une hausse plus rapide des dépenses que des revenus des ménages

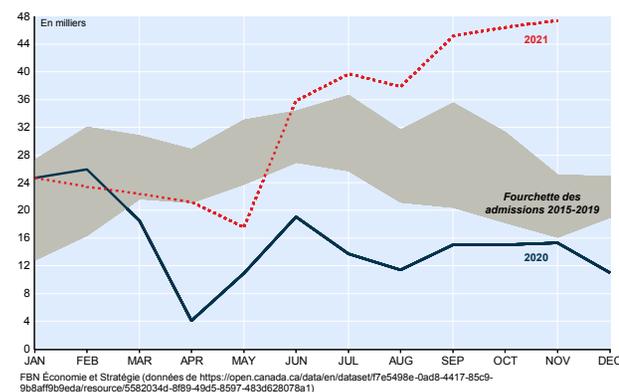
Augmentation prévue sur 12 mois des dépenses et des revenus des ménages, au T4 2021



Si les hausses de taux d'intérêt risquent de freiner la demande et l'augmentation des prix des maisons au deuxième semestre, nous nous attendons à ce que la construction résidentielle demeure soutenue étant donné la faiblesse de l'offre sur le marché de la revente. Nous sommes particulièrement impressionnés par l'évolution de la démographie au Canada depuis juin dernier. Chaque mois entre juin et novembre, l'admission de nouveaux résidents permanents a dépassé les niveaux observés dans les cinq ans qui ont précédé la pandémie.

Canada : L'admission de résidents permanents rebondit en 2021

Données de novembre 2021



Tout bien considéré, même si la croissance du premier trimestre était freinée par les restrictions sanitaires, elle devrait rebondir rapidement pendant le reste de l'année, permettant une croissance nettement supérieure au potentiel en 2022. La robustesse du marché du travail et la hausse des revenus qui en résulte laissent penser que la consommation sera le principal moteur de la croissance au cours des prochains trimestres, et ce, malgré l'augmentation du coût de la vie, et notamment des coûts d'emprunt. Les ménages pourront déployer une partie de l'excédent de l'épargne substantielle accumulée depuis le début de la pandémie. C'est d'ailleurs ce que laisse entrevoir l'enquête sur les attentes des consommateurs qui indique une croissance des dépenses bien supérieure à la croissance des revenus. La rareté de main-d'œuvre pourrait aussi inciter les entreprises à investir. Quant aux gouvernements, rien n'indique une période d'austérité à court terme avec un gouvernement minoritaire au fédéral et des élections législatives en vue dans les deux plus grandes 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	2.2	5.5	2.1	2.0
Dépenses personnelles	2.2	(3.8)	7.9	2.8	2.1	7.1	2.1	2.0
Construction résidentielle	(0.9)	6.8	9.0	(0.4)	(0.9)	(2.2)	1.7	(1.3)
Investissements des entreprises	4.3	(5.3)	7.3	2.6	1.8	6.4	2.0	2.2
Dépenses publiques	2.2	2.5	0.5	1.3	2.5	0.0	2.7	2.5
Exportations	(0.1)	(13.6)	4.6	6.5	3.1	5.3	4.0	2.2
Importations	1.2	(8.9)	14.0	4.6	1.4	9.6	0.6	2.0
Variation des stocks (milliards \$)	75.1	(42.3)	(37.5)	60.0	0.0	173.5	25.0	(25.0)
Demande intérieure	2.4	(2.5)	6.5	2.4	2.0	5.3	2.2	2.0
Revenu réel disponible	2.3	6.2	2.2	(3.1)	2.4	(0.3)	1.5	2.9
Emploi des salariés	1.3	(5.8)	2.8	3.0	1.9	4.3	1.9	2.0
Taux de chômage	3.7	8.1	5.4	3.8	3.5	4.2	3.7	3.4
Taux d'inflation	1.8	1.3	4.7	5.7	2.5	6.7	3.6	2.9
Bénéfices avant impôts	2.7	(5.2)	25.2	7.3	2.6	21.6	3.7	1.4
Compte courant (milliards \$)	(472.1)	(616.1)	(821.7)	(770.5)	(710.0)

* Sauf indication contraire.

Scénario financier**

	actuel 11/02/22	T1 2022	T2 2022	T3 2022	T4 2022	2021	2022	2023
Taux cible fonds fédéraux	0.25	0.50	0.75	1.00	1.25	0.25	1.25	2.25
Bons du Trésor 3 mois	0.37	0.35	0.65	0.90	1.15	0.06	1.15	2.15
Obligations fédérales								
2 ans	1.50	1.35	1.65	1.85	1.95	0.73	1.95	2.25
5 ans	1.84	1.85	1.95	2.10	2.15	1.26	2.15	2.30
10 ans	1.92	2.00	2.10	2.20	2.30	1.52	2.30	2.35
30 ans	2.24	2.30	2.40	2.45	2.50	1.90	2.50	2.50
Taux de change								
US\$/Euro	1.14	1.14	1.15	1.16	1.17	1.14	1.17	1.15
YEN/\$US	116	115	113	114	113	115	113	109

** fin de période

Dynamique trimestrielle

	T1 2021 publié	T2 2021 publié	T3 2021 publié	T4 2021 prévision	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	2.5	2.7	2.4
IPC (var. a/a %)	1.9	4.8	5.3	6.7	7.5	6.4	5.4	3.7
IPC de base (var. a/a %)	1.4	3.7	4.1	5.0	6.2	5.1	4.3	3.6
Taux de chômage (%)	6.2	5.9	5.1	4.2	3.8	3.8	3.7	3.7

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	2.6	3.3	3.5	1.7
Dépenses personnelles	1.4	(6.2)	5.4	3.9	2.9	6.1	2.7	1.7
Construction résidentielle	(0.2)	4.3	14.3	(5.7)	(1.3)	(4.1)	1.2	(3.5)
Investissements des entreprises	2.5	(12.1)	(0.8)	4.4	3.7	1.7	5.2	2.7
Dépenses publiques	0.8	0.9	4.8	1.5	1.2	2.2	1.7	1.0
Exportations	2.3	(9.7)	1.5	6.2	5.2	0.7	6.7	4.4
Importations	0.4	(10.8)	7.0	5.0	4.9	4.2	4.6	5.0
Variation des stocks (millions \$)	18,377	(18,720)	(418)	15,250	22,719	8,000	14,000	27,280
Demande intérieure	1.2	(4.1)	5.3	2.4	2.1	3.6	2.5	1.1
Revenu réel disponible	3.0	8.2	1.4	(0.2)	1.4	2.4	0.5	1.5
Emploi	2.2	(5.1)	4.8	3.3	1.6	4.2	2.0	1.2
Taux de chômage	5.8	9.6	7.4	5.9	5.6	6.3	5.6	5.6
Taux d'inflation	1.9	0.7	3.4	4.1	2.5	4.7	2.9	2.5
Bénéfices avant impôts	(0.6)	(1.9)	31.8	4.1	1.7	13.7	6.0	2.8
Compte courant (milliards, \$)	(47.0)	(39.4)	6.4	(5.0)	(16.0)

* Sauf indication contraire.

Scénario financier**

	actuel 11/02/22	T1 2022	T2 2022	T3 2022	T4 2022	2021	2022	2023
Taux à un jour	0.25	0.50	0.75	1.25	1.50	0.25	1.50	1.75
Taux préférentiel	2.25	2.50	2.75	3.25	3.50	2.25	3.50	3.75
Bons du Trésor 3M	0.32	0.55	0.80	1.20	1.40	0.17	1.40	1.75
Obligations fédérales								
2 ans	1.47	1.40	1.65	1.85	1.90	0.95	1.90	1.95
5 ans	1.75	1.75	1.85	1.95	2.00	1.26	2.00	2.05
10 ans	1.87	1.90	2.00	2.10	2.15	1.43	2.15	2.20
30 ans	2.15	2.15	2.20	2.25	2.30	1.68	2.30	2.30
Taux de change								
CAD par USD	1.27	1.24	1.20	1.22	1.23	1.26	1.23	1.26
Prix du pétrole (WTI), \$/U.S.	93	85	85	83	81	75	81	80

** fin de période

Dynamique trimestrielle

	T1 2021 publié	T2 2021 publié	T3 2021 publié	T4 2021 prévision	T1 2022 prévision	T2 2022 prévision	T3 2022 prévision	T4 2022 prévision
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	4.9	(3.2)	5.4	6.3	(0.1)	6.7	4.2	3.3
IPC (var. a/a %)	1.4	3.4	4.1	4.7	5.0	4.6	3.8	2.9
IPC ex. aliments et énergie (var. a/a %)	1.0	2.1	3.0	3.2	3.6	3.3	2.8	2.6
Taux de chômage (%)	8.4	7.9	7.2	6.3	6.3	6.0	5.7	5.6

Financière Banque Nationale

Prévisions économiques provinciales

	2019	2020	2021p	2022p	2023p	2019	2020	2021p	2022p	2023p
	PIB réel (croissance en %)					PIB nominal (croissance en %)				
Terre-Neuve-et-Labrador	3.3	-5.4	3.0	2.3	1.8	2.3	-10.7	13.9	8.4	2.5
Île-du-Prince-Édouard	4.7	-1.7	3.1	2.5	2.6	6.6	0.9	8.8	5.1	3.4
Nouvelle-Écosse	3.0	-2.5	3.4	2.7	2.1	3.7	0.7	8.7	6.1	3.2
Nouveau-Brunswick	1.3	-3.2	3.2	2.5	1.9	2.4	-1.3	9.2	6.0	2.4
Québec	2.8	-5.5	6.2	2.6	2.3	4.7	-2.4	11.2	6.1	3.1
Ontario	2.0	-5.1	4.0	3.9	2.6	3.7	-2.8	11.0	6.3	3.0
Manitoba	0.4	-4.6	3.9	3.1	2.4	0.7	-1.4	11.3	6.3	3.0
Saskatchewan	-1.1	-4.9	4.3	3.6	2.6	-0.4	-6.6	17.8	12.7	2.5
Alberta	-0.1	-7.9	5.0	4.1	2.7	1.5	-16.1	21.5	12.5	2.9
Colombie-Britannique	3.1	-3.4	4.4	4.4	2.8	4.6	-0.5	12.0	7.0	3.1
Canada	1.9	-5.3	4.6	3.6	2.6	3.6	-4.6	12.8	7.4	3.0
	Emploi (croissance en %)					Taux de chômage (%)				
Terre-Neuve-et-Labrador	1.2	-5.9	3.0	2.0	0.7	12.3	14.1	12.9	12.5	11.5
Île-du-Prince-Édouard	3.4	-3.2	3.7	3.0	1.8	8.6	10.6	9.4	8.5	8.1
Nouvelle-Écosse	2.3	-4.7	5.4	2.4	1.5	7.3	9.7	8.4	7.2	6.4
Nouveau-Brunswick	0.7	-2.6	2.6	2.0	0.7	8.2	10.0	9.0	8.3	7.8
Québec	2.0	-4.8	4.2	3.0	1.5	5.2	8.8	6.1	4.8	4.5
Ontario	2.8	-4.7	4.9	3.9	1.8	5.6	9.5	8.0	6.0	5.6
Manitoba	1.1	-3.7	3.5	2.2	1.2	5.4	8.0	6.4	5.5	5.1
Saskatchewan	1.7	-4.6	2.6	2.0	1.3	5.6	8.3	6.5	6.2	5.7
Alberta	0.6	-6.5	5.2	3.4	1.6	7.0	11.5	8.6	8.2	8.0
Colombie-Britannique	2.9	-6.5	6.6	3.3	1.8	4.7	9.0	6.5	4.7	4.3
Canada	2.2	-5.1	4.8	3.3	1.6	5.7	9.6	7.4	6.0	5.6
	Mises en chantier de logements (000)					IPC (Croissance en %)				
Terre-Neuve-et-Labrador	0.9	0.8	1.3	1.0	0.8	1.0	0.2	3.7	4.1	2.5
Île-du-Prince-Édouard	1.3	1.1	1.2	1.0	1.0	1.2	0.0	5.1	3.9	2.5
Nouvelle-Écosse	4.7	4.9	6.0	4.4	4.1	1.6	0.3	4.1	4.1	2.4
Nouveau-Brunswick	2.9	3.6	4.0	3.0	2.7	1.7	0.2	3.8	3.9	2.6
Québec	48.0	54.2	70.9	58.0	55.0	2.1	0.8	3.8	4.1	2.5
Ontario	69.0	81.3	101.0	88.0	81.0	1.9	0.6	3.5	4.2	2.5
Manitoba	6.9	7.3	8.0	6.3	6.1	2.3	0.5	3.2	4.0	2.5
Saskatchewan	2.4	3.1	4.3	3.6	3.5	1.7	0.6	2.6	4.2	2.5
Alberta	27.4	24.1	31.9	27.0	26.5	1.7	1.1	3.2	3.8	2.5
Colombie-Britannique	45.1	38.0	47.7	37.0	35.8	2.3	0.8	2.8	4.0	2.5
Canada	208.5	218.4	276.2	229.3	216.5	1.9	0.7	3.4	4.1	2.5

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

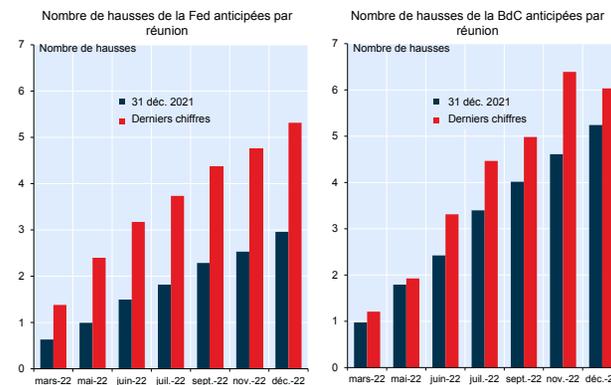


Jocelyn Paquet
Économiste
514 412-3693

Parés au décollage en mars?

Dans la dernière édition du Mensuel obligataire, nous avions appelé 2022 « L'année de la hausse des intérêts ». Même si les banques centrales nord-américaines ont choisi de ne pas amorcer le cycle des hausses en janvier, cette appellation reste de mise – et plus encore qu'il y a un mois, dirions-nous. De fait, ne confondez pas l'inaction de janvier avec une attitude de colombe. À leurs dernières réunions de politique monétaire, la BdC et la Fed se sont montrées aussi faucons que possible sans toutefois aller jusqu'à hausser effectivement les taux directeurs. Les deux banques centrales ont indiqué que les taux directeurs devront augmenter nettement cette année avec une dose mesurée de resserrement quantitatif qui devra être administrée assez rapidement après le démarrage du processus. Les marchés en ont pris bonne note et les taux à long terme ont monté un peu tandis que ceux à court terme ont réagi en prévision d'une trajectoire plus abrupte des taux directeurs.

Les probabilités de hausse des taux ont nettement augmenté cette année



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Aux États-Unis, Jerome Powell et le FOMC semblent de plus en plus mal à l'aise devant les perspectives d'inflation, et qui leur en ferait grief? La Fed a concédé que la politique monétaire est mal alignée sur les caractéristiques fondamentales de l'économie. Alors, au même moment que s'achève la réduction de l'assouplissement quantitatif de la Fed, commenceront sans doute les hausses du taux directeur (c.-à-d., en mars). Un coup de barre d'un demi-point de pourcentage est peut-être évitable, mais nous prévoyons maintenant une hausse des taux d'intérêt plus précoce aux États-

Unis, la Fed devant agir vite en l'absence de toute acalmie sérieuse de l'inflation. Quatre hausses en 2022 suivies d'une dose similaire en 2023 propulseraient la borne supérieure de la fourchette cible des taux de la Fed à 2.25% d'ici la fin de l'année prochaine. Entre-temps, un processus de resserrement quantitatif (principalement par le non-renouvellement des obligations échues à partir de juin) maintiendra une certaine pression sur les taux à long terme, toutes choses étant égales par ailleurs. La réputation de la Fed étant en jeu, la normalisation de la politique monétaire (y compris l'évolution du bilan) pourrait avoir une allure et prendre une tournure sans commune mesure avec les épisodes précédents. Cette fois-ci, assurément, c'est différent et les conclusions empiriques bien ficelées ne tiennent plus (du moins plus tout à fait). Cela dit, la trajectoire que suivra en définitive la Fed restera, comme les fois précédentes, sensible à l'évolution des attitudes des consommateurs et des entreprises ainsi qu'aux conditions financières sous-jacentes (sur les marchés boursiers, de change et du crédit).

Nous ne sommes pas d'accord avec la décision de politique monétaire de la BdC de janvier, estimant qu'il y a suffisamment de motifs (inflation, emploi, immobilier résidentiel) pour déclencher un cycle de resserrement de la politique dès maintenant. À nos yeux, la Banque a simplement retardé l'inévitable, un communiqué et une conférence de presse franchement « faucons », qui concordent apparemment avec une série de hausses des taux commençant au début de mars. Nous continuons de penser que la BdC donnera pas moins de cinq tours de vis d'un quart de point chacun en 2022, pour atteindre un taux de financement à un jour de 1.75% au début de 2023. Le taux directeur neutre plus bas au nord de la frontière s'explique par la sensibilité plus grande du Canada aux taux d'intérêt. Notre prévision table aussi sur un freinage monétaire sous forme d'un resserrement quantitatif, ce qui n'a jamais été fait dans ce pays et dont le modus operandi officiel reste à établir (ou du moins à communiquer). Le taux directeur terminal du Canada plus bas fait aussi écho à un rythme de croissance du PIB potentiel relativement plus faible, ce qui a été exacerbé par les investissements non résidentiels demeurés constamment décevants. Plus important peut-être, le resserrement importé de la Fed limite le besoin d'une hausse de la BdC au-dessus de 2%.

Taux d'intérêt et marché obligataire

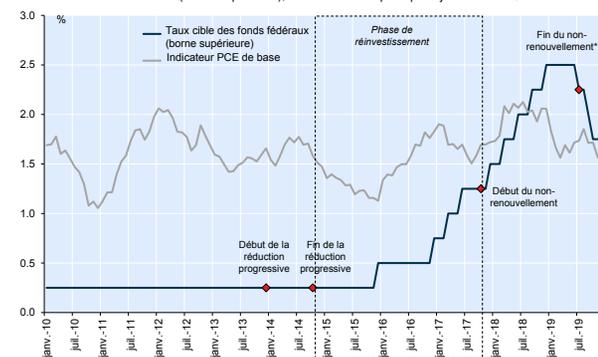
FOMC : Un resserrement condensé

Selon toutes les indications, cet épisode de normalisation aux États-Unis a déjà connu un démarrage beaucoup plus rapide et continuera sans doute à un rythme beaucoup plus énergique que le cycle prolongé et patient (du moins initialement) de la deuxième moitié de la décennie 2010.

À la fin de 2013, la Fed avait commencé à réduire ses achats d'actifs, et le processus était terminé à la fin de 2014. Une première hausse des taux n'a eu lieu qu'un an plus tard (décembre 2015) et il n'y a pas eu de deuxième hausse avant qu'une autre année se soit écoulée. En 2017, les augmentations de taux ont commencé à se succéder plus rapidement et la normalisation du bilan a démarré pour de bon plus tard dans l'année. Les hausses ont augmenté et le non-renouvellement des obligations échues a accéléré jusqu'en 2019 où le resserrement de la politique était devenu trop fort pour l'économie et pour les marchés, et la Fed a alors repris la détente. Additionnez le tout, cela donne un processus étalé sur 5 ou 6 ans. Pendant tout cet épisode, les tensions inflationnistes ne se sont jamais matérialisées fortement – l'inflation selon l'indicateur PCE de base a culminé à tout juste 2.1%.

Relevé empirique de la normalisation de la politique de la Fed

Taux cible des fonds fédéraux (borne supérieure), PCE de base et principaux jalons de l'AQ et du bilan



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

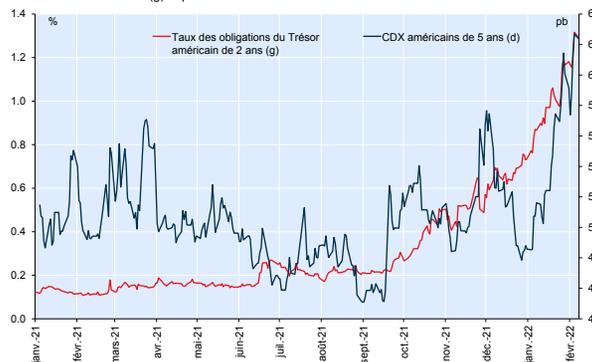
Cette fois-ci, c'est différent. Le marché du travail est de nouveau étrié comme avant la COVID et l'inflation se situe maintenant très nettement au-dessus de la cible. Le processus de réduction progressive de l'assouplissement quantitatif, qui doit prendre fin en mars,

aura duré tout juste 4 mois – moins de la moitié du temps qu'il a fallu la dernière fois. Par ailleurs, il n'y aura pas d'intervalle de 14 mois entre la fin de l'AQ et les hausses de taux. En fait, il n'y aura pas d'intervalle du tout, Jerome Powell nous ayant pratiquement assuré que nous assisterions à une première hausse des taux d'intérêt en mars. Sur la base de nos prévisions ou des attentes de marché, il n'y aura pas non plus d'intervalle prolongé entre les hausses de taux et la Fed pourrait donner trois ou quatre tours de vis de plus en 2022. Et puis il y a le non-renouvellement des obligations échues. La dernière fois, cela s'est fait près de 3 ans après la fin du programme d'AQ, mais le décalage en 2022 pourrait n'être que de quelques mois. De fait, ce sera un épisode plus rapide de normalisation de la politique monétaire qui pourrait facilement se justifier.

Certes, c'est déjà ce qu'attendaient les participants du marché en général. La récente réévaluation des taux d'intérêt et des actifs à risque reflète assurément le changement de pied énergique de la Fed ces derniers mois. On pourrait penser qu'une grande partie du repli des marchés des obligations à long terme, du crédit et des actions pourrait déjà avoir eu lieu, surtout si la normalisation de la politique monétaire s'avère moins timide que nous ou les marchés ne l'anticipons.

À quel point les prix actuels reflètent-ils le changement de ton de la Fed?

Taux des obligations du Trésor de 2 ans (g) et écart de crédit des obligations américaines de qualité investissement de 5 ans (g) depuis 2021



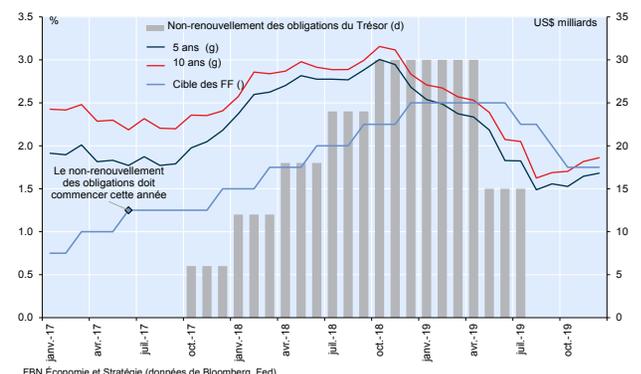
FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

En ce qui concerne les taux d'intérêt à long terme, le dernier cycle nous a rappelé que la majorité de la réévaluation des taux d'intérêt se fait en écho à des indications plus ou moins formelles, par anticipation des décisions de politique monétaire. Ainsi, les taux à 10 ans ont grimpé le plus nette-

ment avant que le taux directeur ait atteint 2%, dans les premières phases du non-renouvellement des obligations au bilan. Bien entendu, dans la partie rapprochée de la courbe, le resserrement de la politique monétaire a vu les taux à 2 ans et à 5 ans dériver à la hausse, mais à plus longue échéance, la courbe a relativement peu bougé. La même dynamique se déroule cette fois-ci. Nous nous attendons au maintien de la pression sur les taux à 10 ans à mesure que nous approchons d'une première hausse des taux d'intérêt et du non-renouvellement des obligations au bilan. Mais une fois que cela commence et que le marché réagit au resserrement de la politique par la Fed, il pourrait ne rester que 20-30 points de base de dérive possible. Nous ne voyons pas les taux des obligations de 10 ans monter au-dessus de 2.50% dans ce cycle-ci. Dans ce contexte, un pari sur l'aplatissement de la courbe des taux reste l'opération du jour.

Dans les cycles précédents, la hausse des taux avait été largement anticipée

Principaux taux d'intérêt et non-renouvellement des obligations du Trésor par mois



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg, Fed)

Quant aux titres de crédit, ils ont déjà enregistré des hausses de taux non négligeables à mesure que les marchés digéraient le changement en cours de l'attitude de la Fed dans la conduite de sa politique monétaire. Certes, un contexte de hausse des taux n'incite guère à se jeter sur les actifs à risque. Mais comme pour le marché des obligations souveraines, nous avons maintenant intégré une bonne dose de normalisation de la politique pour les prochaines années. Si la Fed réussit à s'orienter malgré les perspectives actuellement incertaines et trouve le bon équilibre entre les risques de l'inflation et ceux d'un étouffement de la croissance à travers ses hausses des taux d'intérêt, le sentiment favorable au risque pourrait résister. C'est assurément

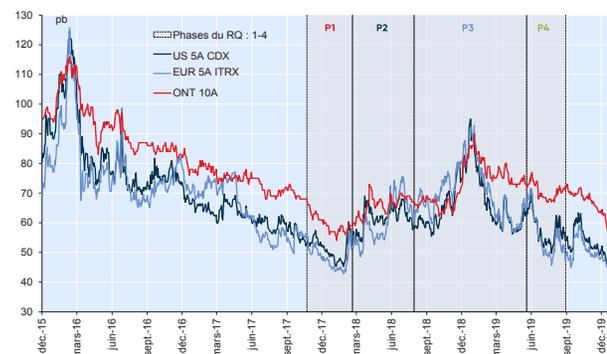
Taux d'intérêt et marché obligataire

ce que nous avons vu dans les premières étapes de l'épisode de normalisation antérieur de la Fed.

Cependant, nous avons aussi appris au dernier cycle qu'il arrive un moment où la combinaison des hausses et du resserrement quantitatif se révèle excessive... trop restrictive financièrement... trop préjudiciable pour la croissance... trop dérangeante pour la confiance et le sentiment général à l'égard du risque. En 2018-2019, cette approche à double détente de la politique monétaire a conduit à une forte chute des actifs à risque qui n'a été inversée qu'une fois que la Fed a signalé qu'elle jetait l'éponge dans son cycle de resserrement monétaire. Est-ce un vœu pieux que de penser que la Fed sera en mesure d'orchestrer un « atterrissage en douceur » cette fois-ci ? Peut-être, particulièrement vu l'incertitude reliée à la COVID qui continue d'embrouiller les perspectives. Cependant, nous croyons que M. Powell et le FOMC seront plus au diapason des conditions financières cette fois-ci et qu'il est moins probable qu'ils serrent trop la vis si les marchés et l'économie donnent des signes de détresse. Quoiqu'il en soit, nous continuerons de nous attendre à des accès de volatilité au cours des mois et des années à venir. Globalement, cela plaide en faveur de positions plus défensives sur le marché du crédit, même si l'économie semble bien placée pour résister à la normalisation imminente de la politique monétaire.

Le crédit résiste bien au RQ et aux hausses des taux... pour le moment

Écartes des titres de crédit de qualité US, EUR et CND, et RQ de la Fed répartie en quatre phases



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Et à propos de volatilité, notez à l'agenda la date du 6 mars. Ce sera la prochaine occasion que nous aurons d'entendre un message collectif du FOMC qui produira

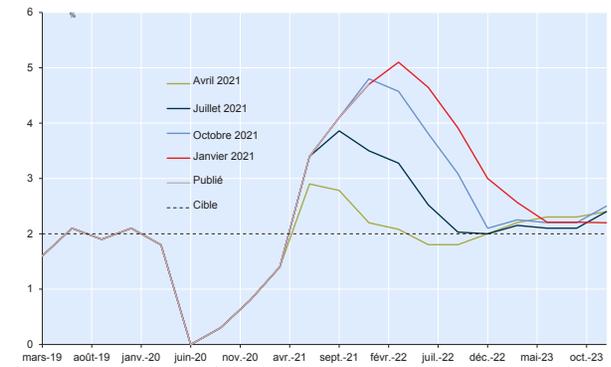
alors un nouveau Sommaire des projections économiques en marge de la décision sur les taux d'intérêt. Alors qu'on peut parier sans trop de risques que le taux cible des fonds fédéraux sera rehaussé, la réflexion révisée du comité sur la combinaison des projections en matière d'inflation, de croissance, d'emploi ou de taux d'intérêt pourrait ébranler une nouvelle fois le marché. Un graphique à points qui indiquerait un nombre médian de 5 hausses des taux ou plus en 2022 – nous pensons que le plus probable sera 4 – pourrait représenter un autre choc pour le système. Pendant ce temps, on ne nous présentera peut-être pas les détails du calendrier ou des projets de la Fed pour la normalisation de son bilan, mais les échanges qualitatifs lors de la conférence de presse de M. Powell seront une autre source possible de réévaluation des prix sur le marché. Attachez vos ceintures, les turbulences continueront en 2022.

BdC : Les hausses arrivent

Notre projection d'une hausse des taux par la Banque du Canada en janvier ne s'est pas matérialisée, mais Tiff Macklem et le Conseil de direction ont fait tout ce qu'ils pouvaient sauf augmenter les taux. Comme on s'y attendait, la Banque a abandonné ses indications prospectives en relevant que les capacités économiques inutilisées avaient été absorbées. Ils ont souligné la montée des tensions inflationnistes et un marché du travail très tendu et ils ont pris acte de la flambée des prix sur le marché immobilier résidentiel. De plus, dans son communiqué, la Banque concédait qu'elle « s'attend à ce qu'il soit nécessaire d'augmenter les taux d'intérêt » cette année. Malgré tout cela, il semble que le Conseil de direction voulait (a) donner à l'économie canadienne un préavis clair des augmentations imminentes des taux d'intérêt et (b) laisser passer le plus gros de la vague Omicron avant d'amorcer le cycle de hausses. Maintenant, comme pour la Fed, il semble qu'un premier tour de vis en mars soit quasiment assuré.

Les prévisions d'inflation de la BdC montent... mais reviennent à ~2%

Projections trimestrielles de l'inflation selon l'IPC de la BdC selon le RPM



FBN Économie et Stratégie (données de la Banque du Canada) | Nota : Certains trimestres sont estimés sur la base des projections trimestrielles fournies et des projections pour l'ensemble de l'exercice

Dans la conférence de presse qui a fait suite à la réunion, Tiff Macklem a donné un peu plus de contexte pour la trajectoire des taux canadiens à laquelle on peut s'attendre cette année. Il a réitéré à plusieurs reprises que les taux d'intérêt suivront une trajectoire ascendante. Il n'a pas précisé jusqu'où ni à quelle vitesse les taux augmenteront, mais il a dit qu'une trajectoire ascendante implique plus qu'une seule hausse. Cela signifie « plusieurs étapes ». Il a aussi indiqué que comme les taux sont « exceptionnellement bas », les premiers pas devraient être simples. Par la suite, les décisions devront être « bien pesées » et « dépendront davantage des données » du moment. Traduction : on peut s'attendre à une série de hausses au cours des prochains mois, mais la Banque ralentira probablement la cadence de ses tours de vis et se montrera plus mesurée dans ses hausses vers la fin de l'année.

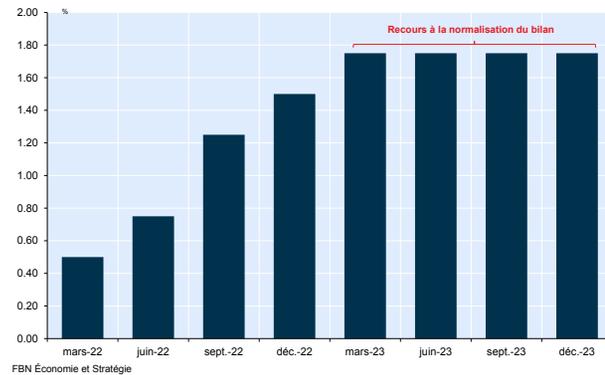
Les indications vagues de M. Macklem concordent généralement avec nos propres prévisions en matière de taux d'intérêt. Nous continuons de prévoir un rythme relativement rapide des hausses de taux en 2022 (y compris des hausses coup sur coup en mars et en avril) avant un ralentissement des interventions vers la fin de l'année, qui se termineront au début de 2023. Au lieu de s'en remettre aux hausses des taux pour calmer une inflation qui devrait toujours dépasser l'objectif l'an prochain, nous prévoyons que la Banque privilégiera son autre levier de politique monétaire : la normalisation de son bilan (voir la section suivante).

Taux d'intérêt et marché obligataire

On peut se demander si cinq hausses de taux en 2022 sont réalistes. Nous n'avons pas assisté à une vague de hausses aussi rapide depuis avant la crise financière mondiale. Cependant, nous pensons qu'il est important de souligner que notre trajectoire prévisionnelle des taux ne ramènera le taux directeur qu'à une position neutre, voire légèrement moins que neutre. Nous devrions déjà être proches de ce niveau étant donné l'inflation qui dépasse la cible, la tension sur les marchés du travail et l'activité effervescente et potentiellement spéculative du marché immobilier résidentiel.

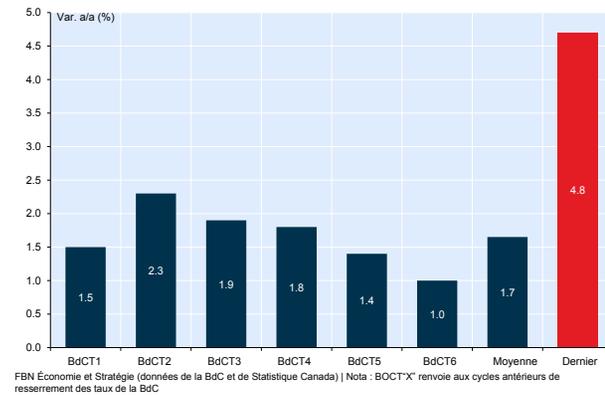
Représentation visuelle de nos prévisions de taux

Projections des taux directeurs (fin de trimestre) pour la Banque du Canada T4 2023



Cherchez l'intrus parmi ces taux d'inflation

Inflation selon l'IPC tous éléments confondus avant le resserrement et niveau récent, pour le contexte



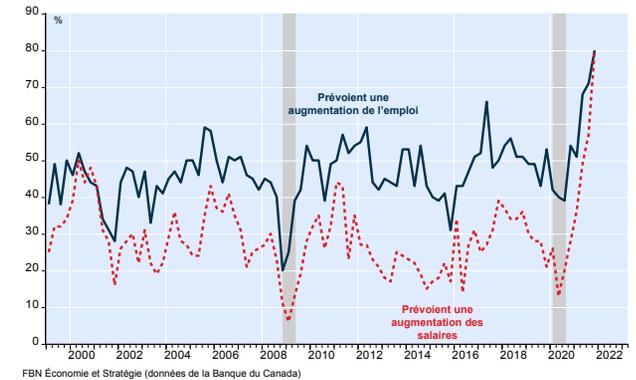
FBN Économie et Stratégie (données de la BdC et de Statistique Canada) | Nota : 'BOCTX' renvoie aux cycles antérieurs de resserrement des taux de la BdC

Soulignons aussi la vigueur sous-jacente de l'économie canadienne qui devrait maintenir l'expansion sur une base solide pendant la période à venir du resserrement monétaire. L'Enquête sur les perspectives des entreprises de la Banque du Canada du T4 2021 indiquait que les intentions d'investissement et d'embauche des entreprises canadiennes atteignent des sommets inégalés. Le bref revers pour l'emploi dû aux restrictions pour endiguer le variant Omicron devrait se révéler temporaire et la vaste majorité des emplois perdus devraient être récupérés d'ici la fin du T1. En outre, les secteurs non affectés par les restrictions liées à la COVID ont vu l'emploi grimper à près de 4% au-dessus des niveaux d'avant la pandémie. La tension dans ces secteurs et les pénuries de main-d'œuvre persistantes devraient continuer de soutenir une solide croissance des salaires pour les travailleurs canadiens – thèse que corroborent les données de l'Enquête sur les perspectives des entreprises de la BdC.

Dans la même veine, des marchés du travail étriqués et une forte croissance des salaires devraient impliquer une poursuite des tensions inflationnistes. Ajoutez à cela les goulots d'étranglement persistants dans les chaînes d'approvisionnement et il y a des chances que l'inflation d'ensemble reste élevée pendant les deux prochaines années. C'est assurément ce à ce quoi se préparent les entreprises, les consommateurs et même la Banque du Canada. Une ou deux hausses des taux d'intérêt réduiront-elles la demande et apaiseront-elles l'inflation de manière significative cette année ? Probablement pas, à notre avis, d'autant moins que la politique monétaire produit son effet avec un certain décalage. Au lieu de cela, alors que l'inflation devient une préoccupation croissante pour les ménages, les entreprises et même les politiciens canadiens, la BdC voudra être perçue comme celle qui fait tout ce qu'elle peut pour maîtriser les pressions sur les prix. Cinq hausses de taux cette année ne ramèneront peut-être pas immédiatement l'inflation à sa cible, mais elles permettront peut-être le meilleur équilibre entre le ralentissement de la demande et la lutte contre l'inflation intérieure, d'une part, et l'objectif de maintien d'une expansion durable, d'autre part. Après ce retour relativement rapide à un contexte de taux d'intérêt plus normal (et à supposer que l'inflation diminue nettement), la BdC pourra ralentir le rythme de ses hausses et se tourner vers son autre outil de politique clé : le resserrement quantitatif.

Les pénuries de main-d'œuvre forcent des hausses de salaires

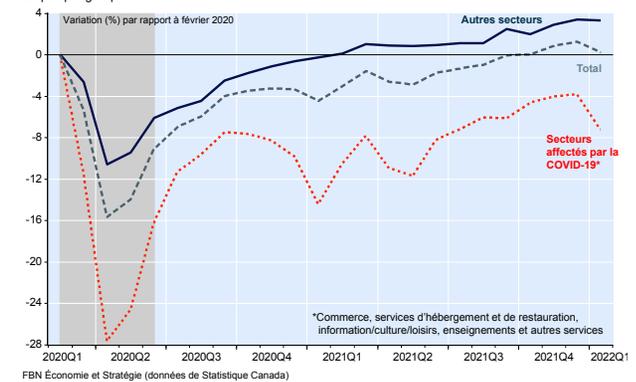
Pourcentage net d'entreprises prévoyant une hausse (a) de l'emploi et (b) des salaires dans les 12 mois



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

Les secteurs insensibles à la COVID demeurent très vigoureux

Emploi par groupes de secteurs



FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

BdC : l'inconnue du RQ

Nota : Cette section est tirée de notre récente note sur les prévisions de normalisation du bilan de la BdC, à lire [ici](#).

Actuellement, le bilan de la Banque du Canada reste dans la « phase de réinvestissement ». Cette phase a commencé après la réunion de politique monétaire de la fin d'octobre 2021 et a été laissée intacte en janvier, avec peu d'indications prospectives additionnelles. À titre de rappel, elle consiste à acheter pour CA\$4 milliards à CA\$5 milliards d'obligations du Canada par mois afin de maintenir les positions de la Banque relativement constantes. D'après nos calculs, ce rythme assure un réinvestissement complet pendant le premier semestre de

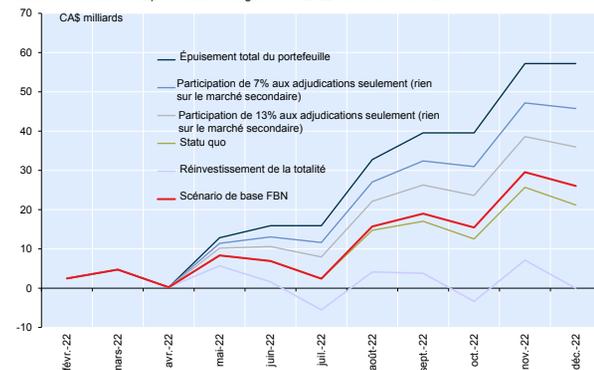
Taux d'intérêt et marché obligataire

2022, ce qui concorde sensiblement avec le calendrier que nous anticipons : nous nous attendons à ce que la Banque donne des indications plus précises sur ses projets de réduction du portefeuille d'obligations à sa réunion de mars, la réunion suivante, en avril, marquant probablement le coup d'envoi de la réduction progressive des titres détenus qui devrait commencer en mai ou en juin.

Comme nous n'avons pas obtenu beaucoup d'informations de la Banque, la fourchette des possibilités à envisager est large. Du réinvestissement intégral pendant toute l'année (c.-à-d. toutes obligations sont renouvelées à l'échéance) au non-renouvellement de la totalité des obligations qu'elle détient, la BdC pourrait réduire son portefeuille de CA\$0 à près de CA\$60 milliards en 2022. Comme on prévoit que, cette année, la Banque privilégie la hausse des taux, nous nous attendrions à un rythme plus lent et plus mesuré de la réduction du portefeuille d'obligations, du moins dans un premier temps. Cela pourrait se traduire par un retrait définitif d'environ CA\$25 milliards d'OdC du bilan de la BdC, soit une diminution d'environ 6% par rapport à ses positions maximales – soit une baisse qui concorderait sensiblement avec les premiers trimestres de l'exercice de normalisation antérieur de la Fed. En outre, nous considérons qu'il est très peu probable que la Banque laisse se résorber la totalité de son portefeuille d'obligations puisqu'elle voudra continuer d'acheter des obligations aux adjudications, comme elle le fait depuis des décennies dans le cadre de la gestion courante de son bilan.

Choisissez votre propre aventure : édition RQ

Réduction cumulative du portefeuille d'obligations en 2022 selon divers scénarios



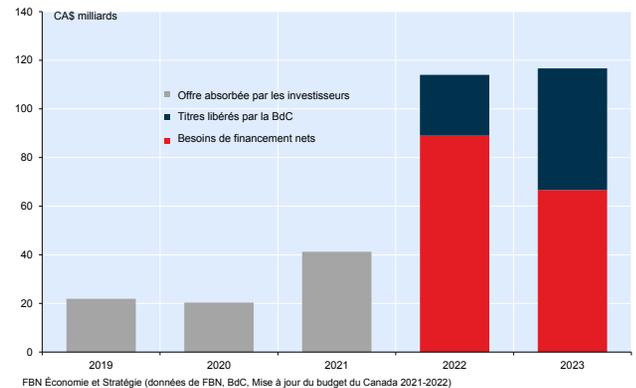
FBN Économie et Stratégie (données de la Banque du Canada)

Alors que la BdC insistera sur son indépendance, elle sera assurément aussi sensible aux perspectives d'émissions d'obligations du gouvernement. Même si les émissions d'obligations du Canada ont fortement augmenté en 2020 et en 2021 pour financer la lutte contre la COVID-19, la vaste majorité de ces obligations n'avaient pas besoin d'être absorbées par le marché puisque le programme d'assouplissement quantitatif de la banque en aspirait l'essentiel. Cet aspirateur a désormais été arrêté et même si les émissions diminuent cette année, elles ne baisseront pas suffisamment pour compenser le retrait du soutien de la BdC. Sans compter les titres que la BdC ne renouvelera pas, près de CA\$90 milliards de nouvelles obligations arriveront sur le marché en 2022. Cela représente une hausse importante par rapport à 2021 et constituerait un record absolu. Avec le choix de la Banque de ne pas renouveler certaines obligations de son portefeuille, le fardeau que doit assumer le marché devient d'autant plus lourd. En d'autres termes, cela représente aussi un argument contre une liquidation trop rapide du portefeuille de la BdC en 2022.

D'ici le début de 2023, nous prévoyons que la Banque mettra fin à son cycle de hausses, avec un taux directeur qui ne montera probablement pas au-dessus de 2%. D'ici là, l'inflation devrait tendre à la baisse et on espère que le marché du travail restera sur des bases solides. La sensibilité relativement grande de l'économie canadienne aux taux d'intérêt élevés implique que l'augmentation des taux devrait avoir nettement ralenti la demande. Une fois le taux directeur stabilisé, la BdC pourra alléger son bilan et permettre un rythme plus rapide de réduction de son portefeuille pendant l'année. Le non-renouvellement de quelque CA\$50 milliards d'obligations pourrait représenter un degré de normalisation réaliste. Nous sommes d'un optimisme prudent : cela ne devrait pas causer une indigestion importante puisque l'augmentation des obligations dont se défera la BdC coïncidera avec une diminution des besoins de financement nets. Même en permettant un doublement de la liquidation de la BdC, la sollicitation des investisseurs finaux pourrait ne pas être plus importante qu'en 2022.

Plus de titres libérés par la BdC en 2023, moins de besoins de financement

Offre nette au marché : 2019-2021 + projections pour 2022 compte tenu des titres liquidés par la BdC

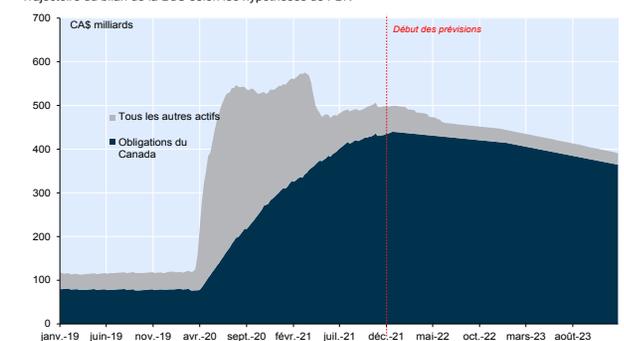


FBN Économie et Stratégie (données de FBN, BdC, Mise à jour du budget du Canada 2021-2022)

Au cours des deux prochaines années de notre scénario de base, le portefeuille d'obligations du Canada de la BdC diminuerait de CA\$75 milliards soit d'environ 18%. Il s'agit d'un déricotage légèrement plus important que celui de la Fed en 2017-2019 quand ses positions en obligations du Trésor ont chuté de 16%. Cependant, contrairement à la Fed qui a choisi d'augmenter régulièrement les taux pendant le processus de liquidation jusqu'au point neutre (ou au-delà), nous opterions pour une approche plus graduelle : d'abord le taux directeur, ensuite la réduction du portefeuille. C'est une approche marginalement plus prudente que, croyons-nous, le marché aura plus de facilité à digérer. Dans tous les cas, à moins d'une liquidation d'urgence d'obligations du Canada, le bilan ne pourra pas revenir aux niveaux d'avant la pandémie. Ce sera un des stigmates de la lutte contre la COVID-19.

Même avec le non-renouvellement d'obligations, le bilan restera élevé

Trajectoire du bilan de la BdC selon les hypothèses de FBN



FBN Économie et Stratégie (données de la Banque du Canada) | Nota : Basé sur la valeur marchande des titres. Suppose que les BT et titres de crédit ne sont pas réinvesties et que les opérations de pension restent suspendues. La série d'OdC est lissée en fonction du non-renouvellement projeté de l'ensemble de l'année pour 2022 et 2023.

Taux d'intérêt et marché obligataire

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

	7-Fév-22	8-Nov-21	9-Août-21	10-Mai-21	8-Fév-21
Taux d'intérêt					
3 mois	0.361	0.153	0.18	0.107	0.073
2 ans	1.343	0.952	0.482	0.294	0.199
5 ans	1.685	1.4	0.89	0.886	0.499
10 ans	1.839	1.63	1.254	1.516	1.012
30 ans	2.104	1.977	1.794	2.123	1.588
Écarts					
3 mois - 2 ans	98.2	79.9	30.2	18.7	12.6
2 - 5 ans	34.2	44.8	40.8	59.2	30
5 - 10 ans	15.4	23	36.4	63	51.3
10 - 30 ans	26.5	34.7	54	60.7	57.6
Taux de change					
CAD/USD	1.2668	1.2442	1.2577	1.2102	1.2739
EUR/CAD	0.69	0.6936	0.6774	0.6811	0.6514

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 : Inflation et menaces de guerre

Les actions mondiales ont été malmenées par une volatilité accrue depuis le début de l'année. Après l'apaisement des inquiétudes liées à la vague Omicron, une convergence de facteurs a assombri les perspectives pour les bénéficiaires des sociétés. L'inflation persistante, les attentes d'une intervention musclée des banques centrales et les craintes d'un conflit armé en Ukraine occupent désormais les esprits de tous les investisseurs. L'indice MSCI Monde (tous pays) est maintenant en baisse d'un peu plus de 5%, l'essentiel de la contraction étant le fait des États-Unis et de l'Europe (tableau). Le Canada et les marchés émergents continuent d'enregistrer des rendements positifs.

Indice MSCI composé : Évolution des cours

	Depuis le début		
	du mois	du trimestre	de l'année
MSCI Monde (TP)	-0.5	-5.1	-5.1
MSCI Monde	-0.9	-5.9	-5.9
MSCI États-Unis	-2.1	-7.7	-7.7
MSCI Canada	2.1	1.8	1.8
MSCI Europe	0.5	-2.6	-2.6
MSCI Pacifique sans le Japon	4.4	0.6	0.6
MSCI Japon	3.3	-1.9	-1.9
MSCI MÉ	2.4	0.5	0.5
MSCI MÉ EMOA	1.0	3.4	3.4
MSCI MÉ Amérique latine	2.6	6.7	6.7
MSCI MÉ Asie	2.7	-0.5	-0.5

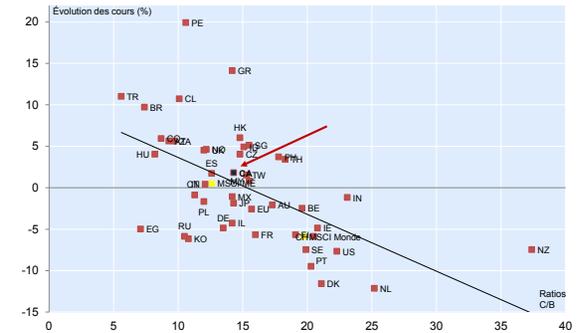
11/2/2021

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Les indices les moins performants par pays depuis le début de 2022 sont généralement ceux dont les ratios C/B prévisionnels sont les plus élevés (graphique). La résilience des indices MSCI Canada (voir la flèche) et MSCI Marchés émergents concorde généralement avec la préférence des investisseurs pour les actions dont le ratio C/B est inférieur à 15.

Monde : Rendements et valorisations des actions en 2022

Rendements 2022 des indices MSCI des pays en monnaies locales* et ratios C/B prévisionnels 2021**



* En date du 11 février 2022 ; ** ratios C/B prévisionnels sur 12 mois en date du 31 décembre 2021
FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Ce style d'investissement, qui donne la préférence aux actions de valeur plutôt qu'à celles de croissance, devrait garder le vent en poupe au cours des prochains mois.

États-Unis : Le style Valeur peut encore dépasser le style Croissance

Ratio des actions de valeur aux actions de croissance de l'indice S&P 500



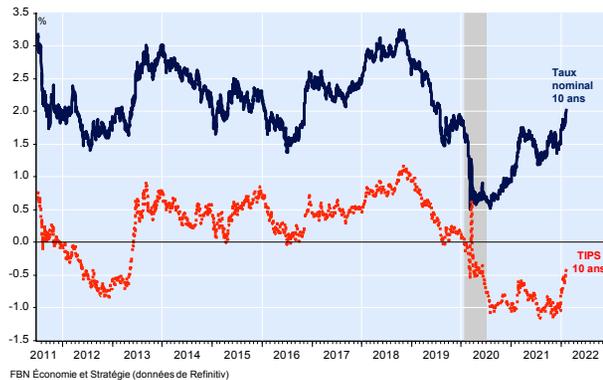
FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

En effet, les actions de croissance sont plus vulnérables dans un contexte de hausse des taux obligataires. Ces derniers jours, le taux de l'obligation du Trésor américain de 10 ans a dépassé 2% pour la première fois depuis 2019. Nos stratèges en titres à revenu fixe s'attendent à ce que les taux se stabilisent en dessous de 2.5% au cours des prochains trimestres, soit moins de 50 points de base de plus que le niveau actuel (voir ici). Même si la totalité de la hausse s'entendait en taux réels, les TIPS de 10 ans resteraient à un niveau proche de zéro, ce qui n'est guère susceptible d'engendrer un cycle baissier (graphique).

Marché boursier et stratégie de portefeuille

Retour des taux nominaux, mais pas réels, au niveau prépandémique

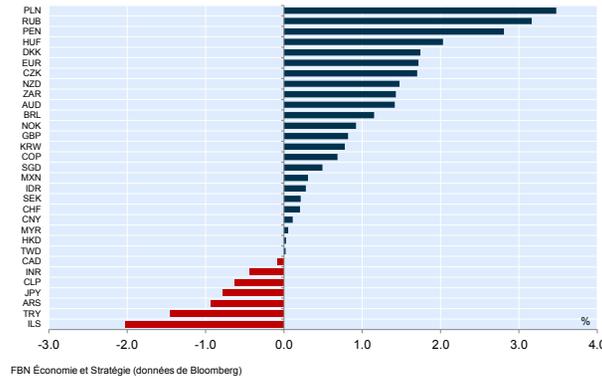
États-Unis : Taux des obligations du Trésor de 10 ans et des TIPS de 10 ans



En effet, la courbe des taux reflète déjà en grande partie les mesures de resserrement de la politique monétaire. Après la publication du rapport sur l'IPC de décembre, qui a situé l'inflation d'ensemble à 7,5%, son niveau le plus élevé en 40 ans, le marché obligataire a augmenté ses projections de hausses de taux d'intérêt par la Fed, tablant sur plus de six hausses d'un quart de point en 2022. On pourrait penser qu'une grande partie du repli des marchés des obligations à long terme, du crédit et des actions a déjà eu lieu, surtout si la normalisation de la politique monétaire s'avère plus faible que celle anticipée par les marchés. Cependant, alors que l'indice S&P 500 continue de se remettre d'une contraction de 10% en janvier, il nous a été demandé d'évaluer la probabilité d'un marché baissier aux États-Unis, c'est-à-dire d'une chute d'au moins 20%. Il est clair qu'un conflit armé en Ukraine pourrait déclencher un tel scénario au cours des prochaines semaines, tout comme une aggravation de la pandémie ou d'autres événements géopolitiques. Si la situation reste très tendue en Ukraine, les monnaies de plusieurs pays européens ont gagné du terrain par rapport au dollar américain depuis le début de l'année, le zloty polonais et le rouble russe livrant des performances impressionnantes. Les marchés de change semblent donc anticiper une désescalade des tensions géopolitiques.

USD : Une vigueur limitée jusque-là en 2022

Rendements au comptant des grandes monnaies par rapport à l'USD, en 2022 jusqu'au 10 février



Pour pouvoir justifier une opinion plus positive pour les marchés de change dans le contexte de la crise ukrainienne, il faudrait un effondrement des prix de l'énergie. Le baril de pétrole brut de Brent a dépassé US\$90 la semaine dernière et culmine à son plus haut niveau depuis 2014 (graphique). Un apaisement des tensions géopolitiques pourrait faire beaucoup pour dégonfler les prix du pétrole et alléger les tensions inflationnistes mondiales.

Monde : Les prix du pétrole au plus haut depuis 2014

Prix du baril de Brent

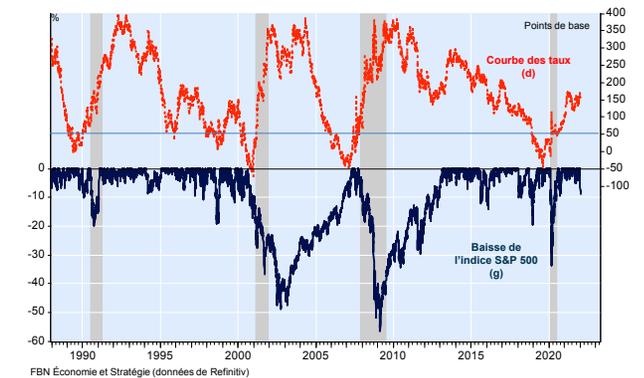


Mais qu'en est-il de la politique monétaire? Les futures hausses de taux d'intérêt représentent-elles une menace pour les perspectives de bénéfices et les marchés boursiers? À la longue, oui, mais cette heure n'a pas encore sonné. Une des façons d'évaluer le danger imminent pour les actions consiste à examiner la courbe des taux. La Fed

aime se référer à la courbe des taux, c'est-à-dire à l'écart entre le taux de l'obligation du Trésor de 10 ans et celui du bon du Trésor de 3 mois. Cet écart est actuellement de 155 pb, ce qui reste relativement élevé d'un point de vue historique. Nos recherches montrent que, tant que l'écart est supérieur à 100 pb pendant la phase de maturité du cycle économique – dans laquelle nous sommes actuellement –, les marchés boursiers tendent à monter malgré une plus grande volatilité. Soulignons que le marché n'a jamais été baissier quand l'écart était supérieur à 50 pb (graphique).

États-Unis : La courbe des taux ne présage pas un marché baissier

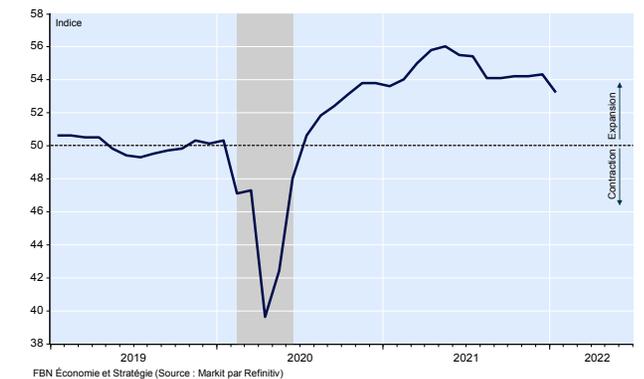
Baisse de l'indice S&P 500 depuis le pic et courbe des taux (obligations 10 ans – bons 3 mois, du Trésor)



À ce stade, il est important de se souvenir que l'économie mondiale est assez dynamique pour continuer à faire croître les bénéfices (graphique).

Monde : La fabrication a poursuivi son expansion à un rythme sain

Indice PMI de la fabrication mondiale JPMorgan/Markit. Dernière observation : janvier 2022



Marché boursier et stratégie de portefeuille

Globalement, les analystes ont relevé leurs prévisions de bénéfice par action pour l'année à venir pour 52% des entreprises, ce qui se situe nettement supérieur à la moyenne de 45% de la dernière décennie. La diffusion des révisions à la hausse des bénéfices dépasse elle aussi les moyennes historiques sur dix ans dans toutes les grandes régions du monde (graphique).

MSCI : Variation des bénéfices prévisionnels à 12 mois

	Variation 3 mois		Variation 1 mois		Diffusion 1 mois (% de hausse)	
	Variation 3 mois	Moyenne historique 10 ans	Variation 1 mois	Moyenne historique 10 ans	Diffusion 1 mois	Moyenne historique 10 ans
MSCI Monde (TP)	2.2	-0.4	1.0	-0.4	52%	45%
MSCI Monde	2.5	-0.4	1.0	-0.4	54%	46%
MSCI États-Unis	2.5	-0.2	0.9	-0.2	53%	49%
MSCI Canada	2.8	-0.6	0.9	-0.6	48%	44%
MSCI Europe	2.8	-0.8	1.5	-0.8	56%	42%
MSCI Pacifique sans Jp	0.3	-0.5	1.0	-0.5	47%	42%
MSCI Japon	3.2	-0.1	0.4	-0.1	55%	50%
MSCI MÈ	0.6	-0.5	0.8	-0.5	49%	41%
MSCI MÈ EMOA	5.7	-0.4	2.3	-0.4	65%	44%
MSCI MÈ Am. latine	-0.3	-0.8	0.7	-0.8	52%	41%
MSCI MÈ Asie	-0.4	-0.4	0.5	-0.4	46%	41%

11/2/2022
FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

L'indice S&P/TSX résilient

L'indice S&P/TSX continue de faire preuve de résilience. L'indice de référence canadien est en hausse de 1.5% depuis le début de l'année, grâce aux secteurs de l'énergie (+17.6%), des banques (+9%) et des matériaux (+4.7%) – tableau.

Indice S&P/TSX composé : Évolution des cours

	Depuis le début		
	du mois	du trimestre	de l'année
S&P TSX	2.1	1.5	1.5
MATÉRIAUX	8.3	4.7	4.7
SANTÉ	7.1	-2.7	-2.7
ÉNERGIE	4.5	17.6	17.6
SERVICES FINANCIERS	3.1	6.8	6.8
BANQUES	3.0	9.0	9.0
CONSUMMATION DE BASE	2.6	-0.1	-0.1
TÉLÉCOMS	1.9	3.6	3.6
INDUSTRIE	0.0	-2.8	-2.8
IMMOBILIER	-0.2	-6.2	-6.2
SERVICES PUBLICS	-0.4	-2.7	-2.7
CONSUM. DISCRÉTIONNAIRE	-2.2	-4.2	-4.2
TI	-7.7	-26.5	-26.5

12/2/2022
FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Ces secteurs sont aussi ceux qui ont enregistré les plus importantes révisions à la hausse de leurs bénéfices prévisionnels au cours des trois derniers mois (tableau).

S&P TSX : Variation des bénéfices prévisionnels à 12 mois

	Variation 3 mois		Variation 1 mois		Diffusion 1 mois (% de hausse)	
	Dernières données	Moyenne 10 ans	Dernières données	Moyenne 10 ans	Dernières données	Moyenne 10 ans
S&P TSX	2.3	-2.2	0.9	-0.7	47%	43%
ÉNERGIE	6.7	-5.2	1.7	-2.9	71%	41%
MATÉRIAUX	3.5	-5.0	3.3	-1.7	34%	41%
INDUSTRIE	-3.2	-2.6	-1.8	-0.8	31%	43%
CONS. DISC.	-2.6	-1.5	-0.5	-0.6	31%	46%
CONS. DE BASE	0.4	-0.4	0.2	-0.1	56%	45%
SANTÉ	-6.0	-6.2	-3.0	-2.4	14%	40%
FINANCES	2.2	0.1	0.4	0.0	57%	50%
BANQUES	2.9	0.2	0.0	0.1	71%	51%
TI	3.9	-1.5	1.0	-0.5	60%	47%
TÉLÉCOMS	-1.3	-1.2	-1.0	-0.4	29%	41%
SERV. PUBLICS	-2.3	-1.8	0.4	-0.5	44%	42%
IMMOBILIER	2.8	s.o.	6.5	s.o.	81%	s.o.

11/2/2022
FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Nous restons optimistes pour ces secteurs compte tenu de leurs faibles valorisations et de leurs ratios C/B prévisionnels inférieurs à 13 (graphique).

S&P/TSX : Ratio cours/bénéfice à 12 mois

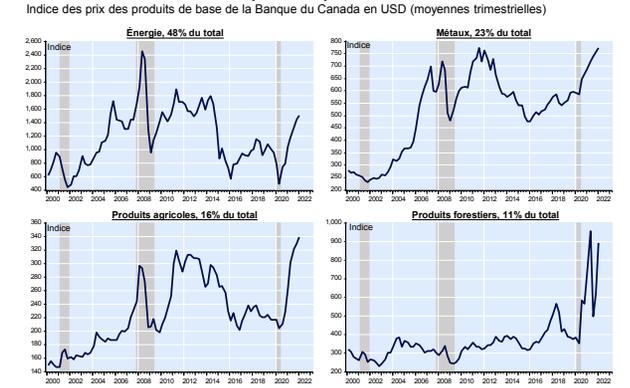
	11/2/2022	Il y a 1 an	Moyenne 10 ans	Moyenne 5 ans
S&P/TSX	14.8	17.2	15.1	15.4
ÉNERGIE	12.0	20.0	34.3	39.9
MATÉRIAUX	12.7	14.2	18.1	17.9
INDUSTRIE	25.7	27.2	18.3	21.4
CONS. DISC.	14.2	15.9	14.0	14.3
CONS. DE BASE	16.9	15.5	16.7	16.9
SANTÉ	17.4	40.5	16.1	19.7
FINANCES	12.0	11.6	11.4	11.1
BANQUES	12.0	11.4	10.9	10.8
TI	42.3	68.5	28.6	38.4
TÉLÉCOMS	19.5	17.2	15.9	16.7
SERVICES PUBLICS	23.6	25.6	20.2	21.3
IMMOBILIER	14.3	NA	NA	NA

11/2/2022
FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Alors que la reconstitution des stocks pousse la production du secteur de la fabrication vers des records cette année, les prix des produits de base devraient rester élevés. Au début de 2022, l'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada a inscrit un pic inégalé depuis plusieurs années pour les prix de vente des produits

énergétiques canadiens et de nouveaux records pour les métaux et les produits agricoles. Le secteur forestier a lui aussi enregistré un vigoureux rebond (graphique).

Canada : Bonne tenue des prix des produits de base en 2022



FBN Économie et Stratégie (données de Banque du Canada)

Pour le secteur bancaire, l'écart entre le taux de l'obligation du Trésor de 5 ans et celui du bon du Trésor de 3 mois n'avait plus été aussi important depuis plus de dix ans (graphique), ce qui devrait contribuer à la rentabilité du secteur si la croissance de l'emploi reprend au cours des prochains mois après un ralentissement dû à la COVID en janvier.

S&P/TSX : Les banques profiteront d'une courbe des taux plus pentue



FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Marché boursier et stratégie de portefeuille

Répartition des actifs

Notre répartition des actifs reste inchangée ce mois-ci : nous continuons de sous-pondérer les titres à revenu fixe et de surpondérer les actions, avec une préférence pour les actions de valeur comparativement aux actions de croissance, étant donné que nous nous attendons à une augmentation des taux d'intérêt à long terme. Nous prévoyons la fin du programme d'assouplissement quantitatif et une hausse du taux de financement à un jour au cours des prochaines semaines, mais nous ne pensons pas que la politique monétaire deviendra restrictive dans un avenir proche. Géographiquement, nous continuons de surpondérer le Canada, où nous entrevoyons un solide potentiel de croissance des bénéficiaires et d'appréciation du huard.

Répartition sectorielle

Notre répartition sectorielle est inchangée ce mois-ci. Nous continuons de préférer les secteurs cycliques comme ceux de l'énergie, des matériaux et des biens d'équipement – des secteurs qui ont historiquement bien tiré leur épingle du jeu en début de phase de resserrement monétaire, quand la courbe des taux reste supérieure à des niveaux qui dénotent habituellement un important ralentissement économique.

Rendement des catégories d'actifs en période d'inflation

Rendements totaux annualisés réels quand l'inflation dépasse 4% (incluant le début des récessions)



	Périodes					Moyenne	Autres périodes
	1972M12-1974M12	1976M12-1980M03	1986M12-1990M10	2002M06-2005M09	2006M10-2008M07		
Cuivre	-6.7	2.5	12.6	32.9	-0.6	8.1	9.7
Lingot d'or	49.5	41.5	-6.2	10.8	11.0	21.3	-2.2
Indice des obligations du Trésor 10 ans rendement total	-8.3	-11.6	1.0	0.7	3.5	-2.9	5.9
Indice S&P 500	-27.9	-5.0	3.0	7.8	-7.7	-5.9	11.4
Indice S&P/TSX	-18.6	16.8	-3.1	13.9	2.6	2.3	6.4
Indice large USD nominal	-12.6	-9.8	-1.4	-6.3	-9.8	-8.0	0.7
Prix des maisons, États-Unis	-1.6	1.3	-0.4	11.0	-16.9	-1.3	1.7
Prix des maisons, Canada	11.6	-2.2	2.5	4.9	3.2	4.0	5.8
Pétrole brut léger	66.4	27.5	10.5	26.3	42.4	34.6	-6.6
Indice CRB composé	11.5	-2.5	-1.4	4.5	8.8	4.2	0.3

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Nous maintenons une légère surpondération des liquidités ce mois-ci en raison du contexte géopolitique.

Répartition des actifs FBN			
	Indice de référence (%)	Recommandation FBN (%)	Variation (%)
Marché boursier			
Actions canadiennes	20	25	
Actions américaines	20	18	
Actions étrangères (EAEO)	5	3	
Marchés émergents	5	5	
Marché obligataire			
Liquidités	5	7	
Total	100	100	

FBN Économie et Stratégie

Marché boursier et stratégie de portefeuille

Rotation sectorielle fondamentale FBN - Février 2022

Nom (secteur/industrie)	Recommandation	Pondération S&P/TSX
Énergie	Surpondérer	15.2%
Matériaux	Surpondérer	11.9%
Produits chimiques	Équipondérer	1.9%
Emballage et conditionnement	Surpondérer	0.5%
Métaux et minerais *	Surpondérer	2.8%
Or	Surpondérer	6.1%
Papier et industrie du bois	Équipondérer	0.6%
Industrie	Équipondérer	11.5%
Biens d'équipement	Surpondérer	2.1%
Services aux entreprises	Sous-pondérer	2.8%
Transports	Équipondérer	6.6%
Consommation discrétionnaire	Équipondérer	3.4%
Automobiles et composants automobiles	Sous-pondérer	1.0%
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	3.7%
Distribution alimentaire et pharmacie	Équipondérer	3.1%
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	0.6%
Finance	Équipondérer	33.8%
Banques	Équipondérer	23.3%
Services financiers diversifiés	Équipondérer	4.5%
Assurance	Équipondérer	6.0%
Technologies de l'information	Sous-pondérer	7.7%
Télécommunications	Équipondérer	4.8%
Services aux collectivités	Sous-pondérer	4.4%
Immobilier	Sous-pondérer	2.9%

* 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	2022-02-11	T4-2022 (est.)
S&P/TSX	21 549	22 700
Hypothèses		T4-2022 (est.)
Niveau: Bénéfices	1356	1500
Dividendes	552	610
Ratio C/B passé	15.9	15.1
Obligations 10 ans	1.87	2.15

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

Prévisions FBN États-Unis		
	Actuel	Cible
Niveau de l'indice	2022-02-11	T4-2022 (est.)
S&P 500	4 419	4 800
Hypothèses		T4-2022 (est.)
Niveau: Bénéfices	208	225
Dividendes	60	65
Ratio C/B passé	21.3	21.3
Obligations 10 ans	1.95	2.30

* Bénéfices opérationnels du S&P, approche ascendante.

	Rendement des marchés boursiers internationaux								
	En monnaie locale (Indices MSCI en \$ US)					En dollars canadiens			Corrélation * avec S&P 500
	Clôture 11/02/2022	Cumulatif févr.-22	Cumulatif 2022	Δ 1 an	Δ 3 ans	Cumulatif 2022	Δ 1 an	Δ 3 ans	
Amérique du Nord - Indice MSCI	4 444	-1.9%	-7.3%	10.7%	63.0%	-6.9%	10.8%	55.4%	1.00
États-Unis - S&P 500	4 419	-2.2%	-7.3%	12.8%	63.1%	-6.9%	12.8%	55.4%	1.00
Canada - S&P TSX	21 549	2.1%	1.5%	17.2%	38.4%	1.5%	17.2%	38.4%	0.95
Europe - Indice MSCI	2 036	2.0%	-2.7%	8.3%	29.9%	-2.3%	8.3%	23.8%	0.94
Royaume-Uni - FTSE 100	7 661	2.6%	3.7%	17.3%	7.5%	4.6%	15.5%	8.3%	0.29
Allemagne - DAX 30	15 425	-0.3%	-2.9%	9.9%	40.0%	-2.2%	3.3%	35.0%	0.96
France - CAC 40	7 012	0.2%	-2.0%	23.7%	39.8%	-1.3%	16.3%	34.8%	0.86
Suisse - SMI	12 232	0.0%	-5.0%	12.7%	34.9%	-6.1%	8.4%	39.5%	0.96
Italie - Milan Comit 30	259	0.0%	0.0%	0.0%	18.8%	0.7%	-6.0%	14.5%	0.53
Pays-Bas - Amsterdam	762	0.8%	-4.6%	14.6%	43.4%	-3.9%	7.8%	38.2%	0.97
Zone Pacifique - Indice MSCI	3 054	3.7%	-1.7%	-6.7%	19.7%	-1.3%	-6.7%	14.1%	0.89
Japon - Nikkei 225	27 696	2.6%	-3.8%	-6.3%	36.2%	-4.0%	-15.3%	23.7%	0.93
Australie - All ordinaries	7 516	3.4%	-3.4%	5.5%	22.6%	-4.2%	-2.4%	18.7%	0.85
Hong Kong - Hang Seng	24 907	4.6%	6.5%	-17.5%	-11.5%	6.9%	-17.9%	-15.1%	-0.11
MSCI - Monde	3 039	-0.7%	-6.0%	8.3%	50.3%	-5.6%	8.3%	43.3%	1.00
MSCI - Monde ex. É.-U.	2 310	2.5%	-2.0%	4.1%	27.9%	-1.6%	4.1%	21.9%	0.94
MSCI - EAEO	2 279	2.6%	-2.4%	2.6%	26.2%	-2.0%	2.6%	20.3%	0.93
MSCI - Marchés émergents (indice libre)	1 241	2.7%	0.7%	-13.1%	19.8%	1.1%	-13.1%	14.2%	0.86

* Corrélation des rendements mensuels sur 3 ans

Marché boursier et stratégie de portefeuille

Bénéfices sectoriels du S&P 500 - Consensus* 2022-02-11

	Pond. S&P 500	niveau	Variation		Croissance - BPA			C/B			Croissance prévue sur 5 ans	Ratio PEG	Indice de révision**
			3-m Δ	12-m Δ	2022	2023	à 12 mois	2022	2023	à 12 mois			
S&P 500	100	285	-5.43	19.07	8.95	10.11	8.95	20.73	18.83	20.26	18.68	2.26	2.42
Énergie	3.64	534.65	22.70	61.84	34.54	-4.67	26.23	12.40	13.01	12.50	31.55	0.48	13.36
Matériaux	2.56	527.95	-5.95	14.19	6.49	-4.16	4.51	15.95	16.64	16.02	17.18	3.55	3.01
Industrie	7.88	840.15	-6.22	10.89	35.28	19.76	31.74	20.81	17.38	20.10	14.38	0.63	-2.44
Consommation discrétionnaire	11.95	1423.52	-11.29	4.20	28.89	21.41	26.81	28.27	23.29	27.37	36.29	1.02	3.03
Consommation de base	6.18	784.66	3.62	16.39	5.98	8.25	6.35	22.03	20.35	21.54	9.06	3.39	0.15
Santé	13.24	1518.33	-2.16	11.99	8.19	1.17	7.16	16.05	15.86	16.02	11.18	2.24	5.51
Finance	11.82	666.25	0.13	28.62	-9.68	12.37	-6.29	15.09	13.43	14.78	22.21	nég.	0.81
Technologie de l'information	27.99	2717.49	-6.36	12.18	12.36	12.00	11.38	26.64	23.79	25.49	16.42	2.24	3.59
Services de télécommunications	9.61	234.52	-14.13	-1.21	3.14	15.08	5.13	20.61	17.91	20.03	19.26	3.90	-2.12
Services publics	2.52	340.04	0.56	6.30	1.85	6.68	2.67	19.81	18.57	19.59	6.35	7.34	-1.35
Immobilier	2.62	284.60	-5.43	19.07	-13.72	11.14	-10.06	47.56	42.79	46.69	32.01	nég.	3.01

* 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

Dans l'édition de février de *Vision*, nous signalons d'importantes ruptures des courbes qui laissent présager un environnement d'investissement difficile alors que des formations sommitales s'achèvent. La percée à la baisse à partir de là rend les tendances principales généralement baissières. Le thème de la valeur qui l'emporte sur la croissance s'est incrusté et est de plus en plus accepté. Nous pensons que ce thème peut encore s'appliquer à long terme, les indicateurs du NASD signalent une survente à court terme et le marché a besoin d'un rebond de remise à plat. En même temps, les actions non technologiques s'écroulent l'une après l'autre à mesure que la vigueur de ce marché s'éteint.

Analyse technique

S&P/ASX 200

Le marché et l'économie de l'Australie ressemblent à ceux du Canada et il est important de suivre les tendances du graphique S&P/ASX 200. Un récent accès de faiblesse a vu sa courbe chuter sous sa moyenne mobile de 200 jours et sous le niveau de soutien de 7,200. Cela a mis fin à une formation sommitale qui s'est bâtie sur huit mois et la tendance est devenue baissière. L'augmentation des volumes à mesure que le marché a battu en retraite ces derniers jours reflète un sentiment négatif croissant. La tendance ascendante depuis mars 2020 est terminée et une tendance négative se met en place. Cela laisse penser que l'indice S&P/TSX a plus de chances de s'orienter à la baisse qu'à la hausse.



Analyse technique

Nikkei 225 (NIK)

L'année 2021 a été difficile pour les marchés asiatiques, l'indice Hang Seng est en tête du repli avec une percée à la baisse en juillet. L'indice KOSPI a récemment décroché et continue de tendre à la baisse. Une formation sommitale d'un an a récemment été achevée quand l'indice Nikkei 225 est descendu sous 27,000. Le prochain palier sera 22,000 à 23,000. Mais surtout, cette faiblesse technique a des implications négatives pour les marchés mondiaux.



Analyse technique

Russell 2000 (RUT)

L'indice Russell 2000 est un indice large d'actions en dehors du périmètre des grandes capitalisations de l'indice S&P 500. Alors que l'indice S&P 500 n'a pas encore décroché du sommet, il est intéressant de noter l'évolution technique de l'indice Russell 2000. L'an dernier n'a pas été une année particulièrement fructueuse pour cet indice qui a marqué un palier pendant le plus clair de 2021. Récemment, la courbe est passée sous le niveau de soutien de 2100 pour compléter une formation sommitale. Cette percée laisse entrevoir que les tendances de beaucoup d'actions deviennent négatives.



Analyse technique

IBD Innovation 50 ETF (FFYY)

Le FNB IBD 50 est un des nombreux substituts des actions de croissance que nous suivons. Quand les actions de croissance ont commencé à péricliter au début de 2021, le graphique FFYY est devenu neutre et a maintenu cette tendance pendant le reste de l'année. Au début de 2022, le graphique a mis fin à une formation sommitale d'un an alors que le soutien à US\$41.00 a cédé. La chute laisse entrevoir une descente vers les US\$30, mais surtout, elle laisse penser que la tendance de la plupart des actions de croissance est négative.



Analyse technique

Bloomberg High Yield ETF (JNK)

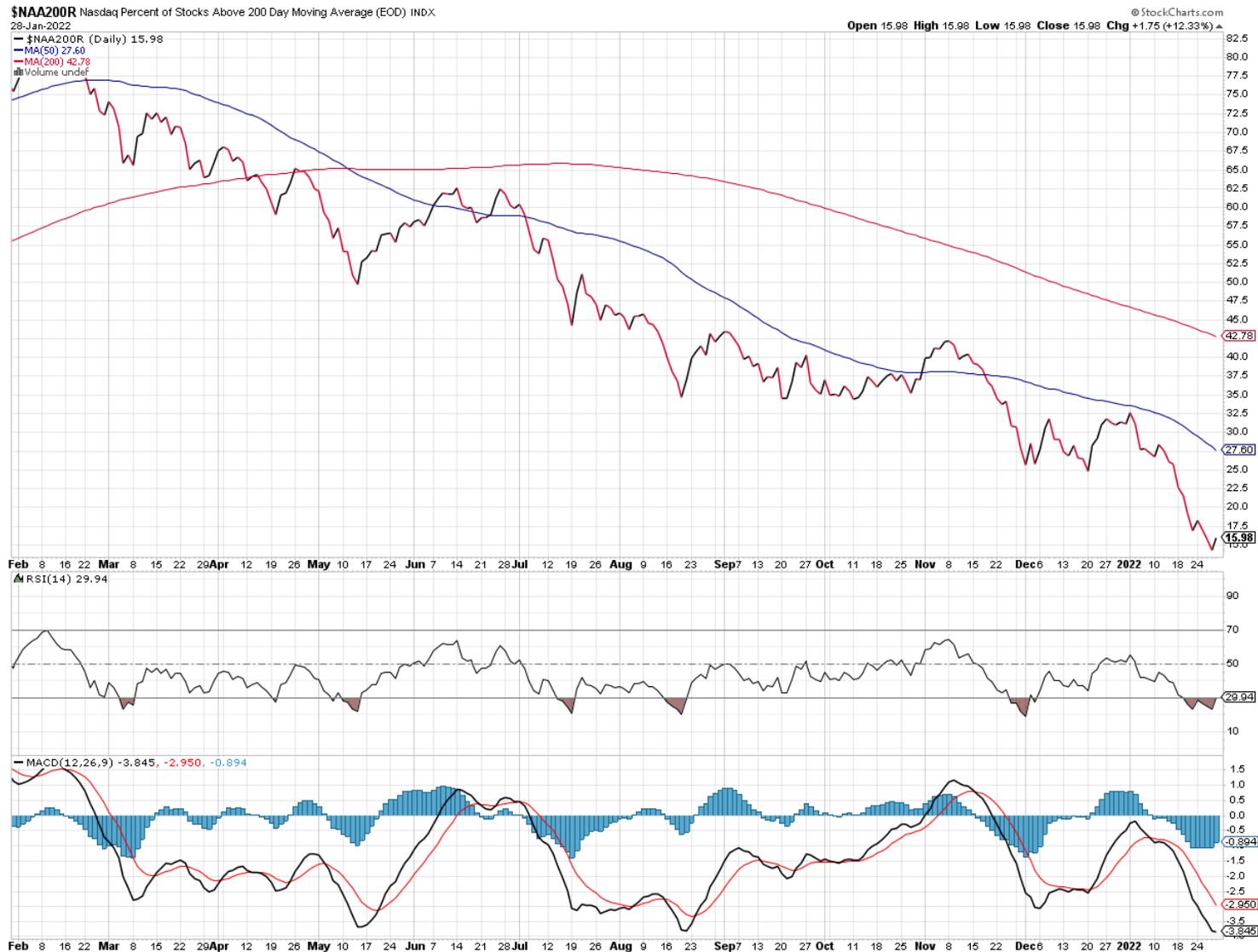
L'évolution technique de la courbe JNK reflète une perte d'appétence pour le risque sur les marchés financiers. L'histoire a démontré que la faiblesse du graphique JNK est souvent un signal précurseur pour les actions. Une formation sommitale étendue sur un an a été conclue quand la courbe JNK est descendue sous le niveau de soutien à US\$107.00. Cela laisse présager de la volatilité sur les marchés boursiers.



Analyse technique

Pourcentage des actions NASD au-dessus de leur moyenne mobile de 200 jours – 16%

La baisse des actions principalement du NASD s'est soldée par une descente sous la moyenne mobile de 200 jours de la plupart des titres sauf 16%. Les indications de survente de cet indicateur chutant sous 20% préparent le terrain pour un rebond à court terme qui allège les conditions de survente et rebat les cartes pour un nouveau reflux du marché haussier des valeurs technologiques.



Source: Stockcharts

Analyse sectorielle



Dans cette section,
les tableaux et graphiques
sont basés sur les informations
disponibles au **31 janvier 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	\$18.49	\$25.00	0.77%	35.97%	Pétrole, gaz et combustibles
	Keyera Corp.	KEY	\$29.91	\$35.00	6.38%	23.44%	Pétrole, gaz et combustibles
	Shawcor Ltd.	SCL	\$5.91	\$8.50	0.00%	43.82%	Équipements et services pour l'énergie
	Tourmaline Oil Corp.	TOU	\$45.32	\$57.50	1.57%	28.46%	Pétrole, gaz et combustibles
Matériaux	Centerra Gold Inc.	CG	\$10.26	\$14.00	2.62%	39.18%	Or
	Copper Mountain Mining Corp.	CMMC	\$3.52	\$4.75	0.00%	34.94%	Métaux et minerais
	Endeavour Mining plc	EDV	\$28.32	\$46.00	2.33%	64.93%	Or
	Hudbay Minerals Inc.	HBM	\$9.13	\$12.50	0.20%	37.13%	Métaux et minerais
	Kinross Gold Corp.	K	\$6.87	\$13.00	2.14%	91.47%	Or
	Pan American Silver Corp.	PAAS	\$27.51	\$44.00	1.75%	61.81%	Métaux et minerais
	Teck Resources Inc.	TECK.b	\$39.26	\$55.00	0.45%	40.60%	Métaux et minerais
	Transcontinental Inc.	TCL.a	\$21.10	\$28.00	4.24%	36.97%	Emballage et conditionnement
	Wesdome Gold Mines Ltd.	WDO	\$10.93	\$15.25	0.00%	39.52%	Or
Industrie	ATS Automation Tooling Systems Inc.	ATA	\$51.90	\$64.00	0.00%	23.31%	Biens d'équipement
	CAE Inc.	CAE	\$32.10	\$45.00	0.00%	40.19%	Biens d'équipement
	Dexterra Group Inc.	DXT	\$8.26	\$14.50	4.13%	79.78%	Services aux entreprises
	Hardwoods Distribution Inc.	HDI	\$43.73	\$75.50	1.06%	73.75%	Biens d'équipement
	IBI Group Inc.	IBG	\$13.23	\$20.00	0.00%	51.17%	Services aux entreprises
	Mullen Group Ltd.	MTL	\$11.74	\$16.50	5.00%	45.66%	Transport
	TFI International Inc.	TFII	\$122.35	\$152.00	1.02%	26.16%	Transport
	WSP Global Inc.	WSP	\$169.50	\$209.00	0.90%	24.19%	Biens d'équipement
Consommation discrétionnaire	BRP Inc.	DOO	\$105.65	\$128.00	0.51%	21.65%	Biens de consommation durables et habillement
	Gildan Activewear Inc.	GIL	\$52.68	\$58.00	1.55%	11.61%	Biens de consommation durables et habillement
Biens de consommation de base	Santé						
	Chartwell Retirement Residences	CSH.un	\$12.43	\$15.00	4.82%	25.60%	Équipements et services de santé
	Dialogue Health Technologies Inc.	CARE	\$5.44	\$14.00	0.00%	157.35%	Équipements et services de santé
	DRI Healthcare Trust	DHT.u	US\$4.90	US\$10.00	6.25%	110.20%	Produits pharmaceutiques et biotechnologie
	Knight Therapeutics Inc.	GUD	\$5.55	\$8.00	0.00%	44.14%	Produits pharmaceutiques et biotechnologie
	Sienna Senior Living Inc.	SIA	\$14.78	\$17.50	6.03%	24.74%	Équipements et services de santé
Finance	Bank of Montreal	BMO	\$143.88	\$151.00	3.54%	8.65%	Banques
	Element Fleet Management Corp.	EFN	\$12.95	\$19.00	2.38%	49.11%	Services financiers diversifiés
	iA Financial Corporation Inc.	IAG	\$82.71	\$87.00	2.96%	8.21%	Assurances
	Sun Life Financial	SLF	\$71.99	\$79.00	2.98%	12.79%	Assurances
	Trisura Group Ltd.	TSU	\$42.95	\$62.00	0.00%	44.35%	Assurances
Technologies de l'information	Lightspeed Commerce Inc.	LSPD	US\$32.45	US\$90.00	0.00%	177.35%	Logiciels et services
	Magnet Forensics Inc.	MAGT	\$24.85	\$50.00	0.00%	101.21%	Logiciels et services
	Shopify Inc.	SHOP	US\$964.24	US\$2000.00	0.00%	107.42%	Logiciels et services
Communications	Cineplex Inc.	CGX	\$12.97	\$19.00	0.00%	46.49%	Medias et Loisirs
	Rogers Communications Inc.	RCI.b	\$64.47	\$74.00	3.04%	17.88%	Services de Télécommunication
Services aux collectivités	Boralex Inc.	BLX	\$33.05	\$41.00	2.04%	26.05%	Services aux collectivités
	Capital Power Corp.	CPX	\$39.48	\$47.00	5.54%	24.59%	Services aux collectivités
	Innervex Renewable Energy Inc.	INE	\$18.65	\$23.00	4.12%	27.18%	Services aux collectivités
	Northland Power Inc.	NPI	\$36.81	\$44.00	3.35%	22.79%	Services aux collectivités
Immobilier	Canadian Apartment Properties REIT	CAR.un	\$55.91	\$70.50	2.62%	28.69%	Immobilier
	Flagship Communities REIT	MHC.u	US\$18.45	US\$24.00	2.85%	32.98%	Immobilier
	H&R REIT	HR.un	\$12.92	\$17.00	4.02%	35.60%	Immobilier
	Summit REIT	SMU.un	\$21.60	\$26.50	2.55%	25.30%	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 janvier 2022

Source: Recherche FBN, Refinitiv

Glossaire des tableaux des analystes

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**

- › *Financière Sun Life*
- › *iA Société financière*
- › *Banque de Montréal*

Banques et compagnies d'assurance vie canadiennes**Financière Sun Life inc. (TSX : SLF) – Relèvement du RCP cible à 16% et plus.**

SLF a déclaré un BPA supérieur aux prévisions au T3 2021 malgré des conditions difficiles, notamment un nombre élevé de demandes de règlement liées à la mortalité et à la morbidité causées par la pandémie de COVID-19 et une incidence importante du taux de change sur le BPA (c.-à-d. une incidence négative de 4% ce trimestre). Outre la résilience incontestable du modèle d'entreprise de SLF, les prévisions actualisées ont mis en évidence un autre attribut clé. En effet, après que son RCP eut dépassé le point médian de sa fourchette cible de 12% à 14% pendant cinq trimestres consécutifs, SLF a introduit un nouveau RCP cible à moyen terme, soit 16% et plus. Outre les « ondes positives » associées à l'accroissement du RCP cible en général, la cible à moyen terme pourrait suggérer que l'adoption de l'IFRS 17 à l'exercice 2023 aura une incidence minimale sur la rentabilité de SLF. SLF est notre premier choix dans le secteur. Cours cible de \$79. Rendement supérieur.

Banque de Montréal (TSX : BMO) – La chance sourit aux audacieux. Les résultats des fusions et acquisitions sont meilleurs que ce que nous avons prévu.

L'acquisition de la Banque de l'Ouest par BMO a différé de nos attentes de plusieurs façons, la plupart positives. La plus grande divergence est l'émission d'un nombre d'actions beaucoup plus faible que prévu (près de 30 millions contre une estimation de 84 millions). À l'heure actuelle, l'opinion générale est que BMO pourrait constituer un « placement mort » au cours de l'année à venir, pendant que les investisseurs évaluent les risques liés à l'approbation réglementaire, au financement et à l'exécution. Bien que cela soit valable, nous pensons que la perspective à long terme est beaucoup plus positive. BMO a réglé son problème de fonds propres excédentaires et compensera le frein exercé par la normalisation de la provision pour pertes sur créances par les synergies de dépenses découlant de l'acquisition. De plus, si les hausses de taux se matérialisent comme les analystes le prévoient, nous voyons une hausse supplémentaire du BPA/RCP qui pourrait conduire à des révisions positives du BPA en 2023. Rendement supérieur.

	Symb.	Cote du titre	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 1/31	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B		VCPA			C/V		Div. %	Cours cible 12 mois	Δ
							dernier exerc.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	dernier trimest.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2			
Banques																			
Banque de Montréal	BMO	RS	93,550	648	144.31	10/2021	12.96	13.21	14.20	10.9	10.2	80.18	89.41	97.64	1.6	1.5	3.7%	151.00	
Banque Scotia	BNS	RM	109,815	1,216	90.33	10/2021	7.87	8.31	8.55	10.9	10.6	53.28	57.38	61.55	1.6	1.5	4.4%	86.00	
CIBC	CM	RS	71,670	451	158.97	10/2021	14.47	15.10	15.26	10.5	10.4	91.66	97.60	103.17	1.6	1.5	4.1%	165.00	
Banque Nationale	NA	PN	33,895	338	100.26	10/2021	8.98	9.01	9.27	11.1	10.8	47.95	51.87	55.59	1.9	1.8	3.5%	PN	
Banque Royale du Canada	RY	RS	204,071	1,425	143.18	10/2021	11.19	11.60	12.19	12.3	11.7	64.57	69.28	74.27	2.1	1.9	3.4%	140.00	
Banque Toronto-Dominion	TD	RS	182,583	1,822	100.21	10/2021	7.91	8.13	8.32	12.3	12.0	51.66	55.33	58.93	1.8	1.7	3.6%	106.00	
Banque Canadienne de l'Ouest	CWB	RM	3,425	90	38.18	10/2021	3.81	3.87	4.26	9.9	9.0	33.10	35.51	38.21	1.1	1.0	3.1%	39.00	
Banque Laurentienne	LB	RM	1,914	44	43.92	10/2021	4.57	4.70	4.93	9.4	8.9	54.33	57.11	60.04	0.8	0.7	4.0%	47.00	
Assurances																			
Great-West Lifeco	GWO	RM	36,662	931	39.39	12/2020	2.88	3.52	3.85	11.2	10.2	24.40	24.75	26.43	1.6	1.5	5.0%	39.00	
iA Groupe Financier	IAG	RS	8,777	108	81.53	12/2020	7.12	8.40	8.87	9.7	9.2	60.82	62.29	68.63	1.3	1.2	3.1%	87.00	
Financière Manuvie	MFC	RM	50,800	1,943	26.15	12/2020	2.75	3.22	3.44	8.1	7.6	25.78	26.09	27.88	1.0	0.9	5.0%	28.00	
Financière Sun Life	SLF	RS	41,836	586	71.41	12/2020	5.45	6.05	6.55	11.8	10.9	39.97	41.74	46.56	1.7	1.5	3.7%	79.00	

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

Source: Refinitiv, Données financières des sociétés, Analyses FBN

Distribution et produits de consommation



Vishal Shreedhar

Analyste
416 869-7930

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

Sélection

› *Gildan*

Corporation Parkland (PKI : TSX)

Mise à jour de la société : La diversification grâce aux produits alimentaires

► Acquisition d'un détaillant de produits alimentaires

Le 18 janvier 2022, PKI a annoncé la conclusion d'un accord en vue d'acquérir M&M Food Market, un détaillant de produits alimentaires surgelés avec un réseau de 300 points de vente en propre (sous franchise/de la société) et 2,000 dépanneurs dans tout le Canada. Le montant total de la transaction a été annoncé à environ \$322 millions, impliquant un ratio VE/BALIA d'environ 8.5 (BALIA de près de \$38 millions en 2021). Sous réserve des approbations réglementaires, la clôture de l'acquisition est attendue au T1 2022.

► Diversification des activités; acquisition à faible risque

La contribution financière initiale de M&M est faible (environ 3% de notre estimation de BALIA 2021), mais elle apporte à PKI des flux de trésorerie stables (modèle d'exploitation basé sur des redevances). La direction compte faire croître le BALIA annuel de croisière à \$55 millions en trois ans (en excluant les occasions de croissance à l'international). Selon nous, l'opération déroge à l'approche habituelle des fusions-acquisitions de PKI (plutôt orientées vers le secteur de l'essence); cependant, il faut relever que l'un des éléments clés de l'objectif de BALIA 2025 que s'est fixé la société est la diversification des activités de détail (et nous croyons que cette approche à long terme est la bonne). En outre, le programme de fidélité de M&M compte deux millions de membres actifs, ce qui créera des occasions de promotions croisées quand les programmes de récompenses de M&M et de JOURNIE auront été combinés. PKI compte exploiter l'expertise et les antécédents de M&M pour accroître son offre d'aliments frais et en consommation rapide sur son réseau. En particulier, PKI s'appuiera sur M&M pour améliorer sa proposition de valeur aux clients de son enseigne Marché Express (y compris dans ses magasins en propre).

► Nous maintenons notre thèse de placement

L'accélération du rythme des transactions ces douze derniers mois devrait aider PKI à progresser vers son objectif financier d'atteindre un BALIA de croisière de \$2 milliards d'ici 2025. Nous gardons un avis positif pour PKI compte tenu de la reprise des marchés financiers, de sa valorisation intéressante et des projets d'acquisitions relatives.

► Maintien de la cote Rendement supérieur; cours cible de \$48

Notre cours cible pour PKI correspond à 8.0 fois notre estimation du BALIA 2022/2023.

Distribution et produits de consommation

Symb.	Cote du titre	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 01/31	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B		BAIIA			VE/BAIIA		Valeur compt.	Ratio d'endet.	Cours cible	
						(A) Dern.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	(A) Dern.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2			12 mois	Δ
Grands magasins																			
Canadian Tire	CTC.a	RS	11,257	61.3	183.53	12/2020	12.95	17.19	17.03	10.7	10.8	2,181	2,554	2,489	5.5	5.6	81.32	0.36	221.00
Dollarama	DOL	RS	19,846	302.6	65.59	02/2021	1.81	2.20	2.57	29.8	25.6	1,131	1,291	1,434	18.0	16.2	0.06	0.99	66.00
Carburant et autres																			
Couche Tard	ATD.b	RS	54,987	1,072.5	51.27	04/2021	2.45	2.39	2.35	16.9	17.1	5,005	4,941	4,830	9.7	10.0	12.00	0.32	53.00
Parkland Fuel Corporation	PKI	RS	5,165	152.8	33.80	12/2020	0.54	0.83	2.78	40.7	12.1	967	1,263	1,438	7.6	6.7	15.03	0.66	48.00
Habillement																			
Gildan	GIL	RS	10,022	198.1	50.60	12/2020	(0.18)	2.59	2.77	15.4	14.4	165	708	733	11.4	11.1	9.54	0.13	59.00
Roots Corporation	ROOT	RM	136	42.2	3.21	02/2021	0.35	0.62	0.74	5.2	4.3	64	73	79	4.1	3.8	4.02	0.49	6.00
Épiceries																			
Empire Company	EMP.a	RS	10,443	266.3	39.22	05/2021	2.61	2.78	3.01	14.1	13.0	2,144	2,297	2,393	7.5	7.2	17.67	0.59	46.00
Loblaw	L	RS	33,354	340.1	98.07	12/2020	4.18	5.42	6.03	18.1	16.3	5,004	5,595	5,726	6.9	6.7	33.20	0.32	107.00
Metro	MRU	RM	16,501	242.7	67.99	09/2021	3.44	3.80	4.14	17.9	16.4	1,106	1,117	1,153	18.7	18.1	26.55	0.27	72.00
Transformation des aliments																			
Saputo	SAP	RM	11,826	415.1	28.49	03/2021	1.74	1.45	1.98	19.7	14.4	1,471	1,305	1,646	12.2	9.7	15.6	0.39	35.00
Lassonde	LAS.a	RS	1,061	6.9	153.00	12/2020	14.11	11.21	12.36	13.6	12.4	217	180	192	6.9	6.5	122.5	0.17	190.00
Premium Brands Holdings	PBH	RS	5,231	43.6	119.98	12/2020	3.04	4.56	5.63	26.3	21.3	313	436	502	16.0	13.9	36.8	0.52	155.00
Commerce de détail spécialisé																			
Sleep Country Canada	ZZZ	RM	1,332	37.1	35.85	12/2020	1.95	2.26	2.43	15.9	14.8	171	190	197	9.0	8.7	10.58	0.49	46.00
Pet Valu	PET	RM	2,205	71.5	30.85	12/2020	0.64	1.00	1.20	30.9	25.6	144	177	173	14.8	15.1	0.00	1.44	35.00
Beauté et soins personnels																			
MAV Beauty Brands	MAV	RM	45	42.4	1.05	12/2020	0.30	0.12	0.25	9.0	4.2	28	18	25	9.4	6.7	3.28	0.47	3.00
Restauration																			
MTY Food Group	MTY	RS	1,409	24.8	56.84	11/2020	(1.51)	3.29	3.93	17.3	14.5	138	169	188	10.3	9.3	25.01	0.35	75.00
Épicerie en ligne																			
Goodfood Market	FOOD	RS	241	74.4	3.24	08/2021	(0.44)	(0.47)	(0.29)	NA	NA	(14)	(13)	3	NA	NA	1.32	(0.34)	4.50

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

u= dollars US

Source: Refinitiv, Rapports des sociétés, FBN

Note: Lassonde et Goodfood couverts par Ryan Li.



Matt Kornack

Analyste
416 507-8104

—
Adjoint :
Anthony Bogdan: 416 869-7935



Tal Woolley

Analyste
416 507-8009

—
Adjoint :
Ahmed Shethwala: 416 507-8102

Sélections

› HR › MHC › CAR › HOM › SVI
› CSH › SIA › DIR › SMU › IIP

Perspectives pour 2022

Le resserrement des marchés des immeubles de logements collectifs et industriels est favorisé pour le début de 2022

› *Par classe d'actifs, nous constatons que les rendements totaux moyens les plus élevés se trouvent chez les FPI exploitant des immeubles industriels et de logements collectifs faisant partie de notre univers de couverture (dans chaque cas, rendement total de 22%).*

Viennent ensuite les FPI exploitant des logements pour personnes âgées et des établissements de soins de santé (une autre classe d'actifs quasi résidentiels) et les FPI diversifiées (20%). Fondamentalement, nos attentes sont plus fortes pour ces titres en raison de la situation favorable de l'offre et de la demande. Nous prévoyons des rendements totaux moyens de +14% pour les FPI exploitant des immeubles de bu-

reaux et des immeubles de commerce de détail, qui doivent encore résoudre les questions de croissance et d'occupation tandis que la COVID persiste. Les FPI Situations spéciales que nous couvrons offrent également des occasions intéressantes dans les secteurs des entrepôts libre-service, des maisons unifamiliales et des maisons préfabriquées (toutes des classes d'actifs quasi résidentiels). Voici un bref résumé de nos opinions :

› Immeubles industriels :

La croissance des loyers continue de surprendre, en particulier sur les marchés d'entrée offrant des disponibilités limitées et de nouveaux projets assortis de loyers supérieurs comme seule concurrence. Dernièrement, les cours ont reculé en raison de la hausse des rendements obligataires, mais nous pensons que la croissance endogène saine sera le moteur des résultats financiers et de l'intérêt des investisseurs en 2022.

› Immeubles de logements collectifs :

Les paramètres d'exploitation sont restés solides, malgré la baisse de l'immigration pendant la pandémie de COVID. À mesure que le taux d'occupation se normalise, nous prévoyons que la pression s'accroîtra sur les loyers. La vague Omicron pourrait éteindre la dynamique opérationnelle générée au T4, mais nous prévoyons toujours un taux de location vigoureux au printemps. Si l'on se fie à ce qui se passe à l'étranger, p. ex. aux États-Unis, auxquels HOM et HR sont exposées, la hausse des loyers peut s'accroître rapidement, mais cela sera modéré au niveau national par les régimes de contrôle des loyers.

› Logements pour personnes âgées et établissements de soins de santé :

Bien que la pandémie de COVID présente des défis à court terme, ce groupe représente l'une de nos meilleures idées à long terme, car il est soutenu par de solides données sociodémographiques. En 2022, l'augmentation de l'intérêt du marché privé pour les rendements supérieurs offerts par une classe d'actifs quasi résidentiels devrait soutenir les actions. Omicron présentera quelques défis opérationnels à court terme (par exemple, la dotation en personnel, la location de logements pour retraités) qui pourraient nécessiter certaines révisions des estimations

des analystes, mais les vaccins ont des effets négatifs limités sur la santé. Nous prévoyons une accélération de la hausse du taux d'occupation au S2.

› Immeubles de bureaux :

Nous devenons plus optimistes à l'égard de ce segment à l'automne, car les gens retournaient lentement au bureau et l'hémorragie d'occupation avait été freinée. Omicron a mis notre patience à l'épreuve, car il a fait reculer les nouvelles activités de location, ce qui a probablement eu une incidence sur le rebond naissant, tandis que les actions affichaient un rendement relativement supérieur.

› Immeubles de commerce de détail :

Les taux de perception des loyers et les paramètres d'exploitation devraient s'améliorer t/t au T4, mais comme les cas ont augmenté, les restrictions sur l'exploitation pourraient limiter l'élan au début de 2022. Les FPI du secteur se négociant à des niveaux plus élevés qu'il y a un an, nous estimons peu probable que les investisseurs adoptent une stratégie de placement du retour à la moyenne à la réouverture complète de l'économie et nous nous attendons à ce qu'ils se concentrent à nouveau sur les perspectives de croissance des bénéfices à long terme de ces FPI et sur l'assainissement de leur bilan (à la lumière d'une vague d'activité des agences de notation en 2021).

› FPI diversifiées :

Le type de baux arrivant à échéance a un effet particulier sur les FPI diversifiées pour lesquelles la dynamique des classes d'actifs est variée. HR a procédé à un repositionnement important de son portefeuille en 2021, ce qui a sensiblement amélioré ses écarts évalués à la valeur du marché, tout comme la forte accélération des loyers des appartements dans les États du sud des États-Unis et la région métropolitaine de New York. AX présente dans ses états financiers des écarts relativement faibles pour toutes les classes d'actifs en 2022 et en 2023. L'équipe de gestion de BTB est à l'aise avec sa capacité à générer des augmentations de loyer modestes pour les immeubles de bureaux, avec des augmentations plus importantes pour les immeubles industriels, et vise des échéances stables à légèrement en hausse pour les immeubles de commerce de détail.

Matt Kornack, Tal Woolley		Cote du titre			Cap. bours.	Distributions par part			Rend. des distributions				FPE dilués			C/FPE			12 mois			
Symb.	titre	Δ	(M)	Analyste	Cours 1-31	(A) 2021	(A) 2022	est. 2023	2021E	2022E	2023E	courant annualisé	(A) 2021	est. 2022	est. 2023	(A) 2021E	(A) 2022E	est. 2023E	VAN	Cible	Rend. total ⁽¹⁾	Δ
Détail																						
RioCan REIT	REI.un	RS	↔	Woolley	\$6,972	\$0.96	\$0.96	\$0.96	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	\$1.51	\$1.59	\$1.74	14.5x	13.8x	12.6x	\$24.80	\$25.00	18.3%	↔
Choice Properties REIT	CHP.un	RM	↔	Woolley	\$10,587	\$0.74	\$0.74	\$0.74	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	\$0.96	\$0.98	\$0.99	15.3x	14.9x	14.8x	\$13.10	\$15.50	10.9%	↔
First Capital REIT	FCR	RM	↔	Woolley	\$3,903	\$0.43	\$0.43	\$0.43	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	\$1.14	\$1.13	\$1.18	15.6x	15.7x	15.1x	\$21.65	\$20.00	14.9%	↔
SmartCentres REIT	SRU.un	RM	↔	Woolley	\$5,279	\$1.85	\$1.85	\$1.85	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	\$2.18	\$2.21	\$2.30	14.1x	13.8x	13.3x	\$33.90	\$34.00	17.0%	↔
CT REIT	CRT.un	RS	↔	Woolley	\$3,932	\$0.84	\$0.84	\$0.84	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	\$1.24	\$1.30	\$1.35	13.6x	13.0x	12.5x	\$16.80	\$19.50	20.4%	↔
Crombie REIT	CRR.un	RS	↔	Woolley	\$2,861	\$0.89	\$0.89	\$0.89	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	\$1.15	\$1.23	\$1.29	15.1x	14.2x	13.5x	\$18.32	\$20.00	20.1%	↔
Automotive Properties REIT	APR.un	RS	↔	Woolley	\$707	\$0.80	\$0.80	\$0.80	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	\$0.96	\$0.99	\$1.02	15.0x	14.6x	14.2x	\$12.00	\$15.50	13.0%	↑
Bureau & Diversifié																						
Allied Properties REIT	AP.un	RS	↔	Kornack	\$5,677	\$1.70	\$1.75	\$1.79	3.8%	3.9%	4.0%	3.8%	\$2.44	\$2.68	\$2.82	18.2x	16.6x	15.7x	\$49.35	\$52.00	21.3%	↔
DREAM Office REIT	D.un	RM	↓	Kornack	\$1,329	\$1.00	\$1.00	\$1.00	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	\$1.54	\$1.61	\$1.66	15.7x	15.0x	14.6x	\$26.75	\$27.00	15.7%	↑
Slate Office REIT	SOT.un	RM	↔	Kornack	\$367	\$0.40	\$0.40	\$0.40	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	\$0.58	\$0.62	\$0.64	8.7x	8.1x	7.8x	\$6.10	\$5.25	12.3%	↔
True North Commercial REIT	TNT.un	RM	↔	Kornack	\$664	\$0.59	\$0.59	\$0.59	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	\$0.59	\$0.60	\$0.60	12.2x	12.0x	12.1x	\$7.15	\$7.50	11.6%	↔
NorthWest H.P. REIT	NWH.un	RM	↔	Woolley	\$2,940	\$0.80	\$0.80	\$0.80	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	\$0.84	\$0.87	\$0.90	16.0x	15.3x	14.9x	\$13.43	\$14.50	14.3%	↔
H&R REIT	HR.un	RS	↔	Kornack	\$3,893	\$0.69	\$0.52	\$0.52	5.3%	4.0%	4.0%	4.0%	\$1.54	\$1.16	\$1.25	8.4x	11.1x	10.3x	\$17.25	\$17.00	35.8%	↔
Cominar REIT	CUF.un	RES		Kornack	\$11,67	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES
Arts REIT	AX.un	RM	↔	Kornack	\$1,508	\$0.91	\$0.60	\$0.60	7.5%	5.0%	5.0%	5.0%	\$1.33	\$1.32	\$1.31	9.1x	9.2x	9.3x	\$14.85	\$12.25	6.1%	↔
BTB REIT	BTB.un	RM	↔	Kornack	\$294	\$0.30	\$0.30	\$0.30	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	\$0.40	\$0.46	\$0.47	10.1x	8.7x	8.5x	\$4.70	\$4.50	20.5%	↔
Industriel																						
Granite REIT	GRT.un	RS	↔	Kornack	\$96,66	\$3.05	\$3.10	\$3.10	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	\$4.04	\$4.48	\$4.82	23.9x	21.6x	20.0x	\$95.85	\$115.00	22.2%	↑
DREAM Industrial REIT	DIR.un	RS	↔	Kornack	\$15,67	\$0.70	\$0.70	\$0.70	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	\$0.80	\$0.88	\$0.92	19.7x	17.8x	17.0x	\$17.35	\$19.00	25.7%	↔
Summit Industrial	SMU.un	RS	↔	Kornack	\$3,783	\$0.56	\$0.58	\$0.59	2.6%	2.7%	2.8%	2.6%	\$0.71	\$0.75	\$0.80	30.6x	28.8x	26.9x	\$22.00	\$26.50	25.6%	↔
Hôtels																						
American Hotel Income Properties	HOT.un	RM	↔	Woolley	\$4.03	\$0.00u	\$0.00u	\$0.00u	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	\$0.60u	\$0.63u	\$0.65u	6.7x	6.4x	6.2x	\$6.20	\$4.50	11.7%	↑
Appartements																						
CAP REIT	CAR.un	RS	↔	Kornack	\$9,514	\$1.38	\$1.47	\$1.50	2.5%	2.7%	2.7%	2.6%	\$2.36	\$2.46	\$2.57	23.3x	22.3x	21.3x	\$63.20	\$70.50	31.4%	↔
Boardwalk REIT	BEI.un	RS	↔	Kornack	\$54,98	\$1.00	\$1.00	\$1.00	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	\$2.94	\$3.08	\$3.26	18.7x	17.8x	16.8x	\$61.05	\$65.50	21.0%	↑
Killam Apartment REIT	KMP.un	RES	↔	Kornack	\$21,81	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES
InterRent REIT	IIP.un	RS	↔	Kornack	\$15,64	\$0.32	\$0.34	\$0.35	2.1%	2.2%	2.2%	2.2%	\$0.51	\$0.58	\$0.62	31.0x	27.0x	25.3x	\$17.60	\$19.00	23.7%	↔
Minto Apartment REIT	ML.un	RS	↑	Kornack	\$1,372	\$0.45	\$0.48	\$0.49	2.1%	2.2%	2.3%	2.2%	\$0.79	\$0.89	\$0.99	27.5x	24.5x	22.0x	\$24.75	\$26.25	22.4%	↔
BSR REIT	HOM.un	RS	↔	Kornack	\$17,10u	\$0.50u	\$0.50u	\$0.50u	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	\$0.63u	\$0.83u	\$0.89u	27.1x	20.6x	19.2x	\$19.10u	\$21.50u	28.7%	↑
ERES REIT	ERE.un	RS	↔	Kornack	\$4,24	\$0.16	\$0.16	\$0.16	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	\$0.15	\$0.16	\$0.17	28.5x	25.9x	24.9x	\$5.35	\$5.00	21.6%	↓
International																						
Inovalis REIT	INO.un	RM	↔	Kornack	\$9,82	\$1.13	\$0.83	\$0.83	11.5%	8.4%	8.4%	8.4%	\$0.53	\$0.58	\$0.67	18.5x	16.9x	14.7x	\$11.00	\$10.00	10.2%	↔
Résidences pour personnes âgées																						
Chartwell Retirement Residences	CSH.un	RS	↔	Woolley	\$12,32	0.61	0.61	0.61	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	0.62	0.68	0.82	20.0x	18.1x	15.0x	\$13.81	\$15.00	26.7%	↔
Sienna Senior Living	SIA	RS	↔	Woolley	\$14,61	0.94	0.94	0.94	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	1.13	1.16	1.25	12.9x	12.6x	11.7x	\$15.91	\$17.50	26.2%	↔
Extencicare	EXE	RM	↔	Woolley	\$7,17	0.48	0.48	0.48	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	0.49	0.47	0.52	14.7x	15.1x	13.8x	\$9.30	\$8.00	18.3%	↓
Inv esque	IVQU	RM	↔	Woolley	\$1,68u	\$0.00u	\$0.00u	\$0.00u	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	\$0.45u	\$0.47u	\$0.48u	3.7x	3.6x	3.5x	\$3.58u	\$2.00u	19.0%	↔
Entreposage libre-service																						
StorageVault Canada	SVL.V	RS	↔	Woolley	\$6,30	\$0.01	\$0.01	\$0.01	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	\$0.15	\$0.20	\$0.21	41.8x	31.7x	29.4x	\$6.25	\$8.00	27.2%	↑
MHC																						
Flagship Communities REIT	MHCu.TO	RS	↔	Woolley	\$18,30u	\$0.54u	\$0.54u	\$0.54u	n/a	n/a	3.0%	3.0%	\$1.05u	\$1.10u	\$1.14u	17.4x	16.6x	16.1x	\$21.60u	\$24.00u	34.1%	↔
Gestion d'actifs																						
Tricon Capital Group	TCN	RS	↔	Woolley	\$18,61	\$0.28	\$0.28	\$0.28	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	\$0.55u	\$0.61u	\$0.68u	33.7x	30.5x	27.4x	\$20.13	\$21.00	14.3%	↑

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

Source: Rapports des sociétés, FBN, Refinitiv

u = dollars US

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

Métaux et minerais : métaux communs



Don DeMarco

Analyste
416 869-7572

—
Adjoints :

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



Shane Nagle, cfa

Analyste
416 869-7936

—
Adjoints :

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

Sélections

- › Ressources Teck
- › 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 Pampacancha 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 T3 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 1/31	12 mois			Analyste	BPA			C/B		FTP			C/F		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	Net	C/VAN
Production																					
Capstone Mining	CS	RS	-	2,236	413.3	5.41	8.25	↑	Nagle	0.07u	0.54u	0.50u	7.5x	10.9x	0.34u	0.84u	0.81u	4.8x	5.0x	7.08	0.8x
Copper Mountain Mining	CMMC	RS	-	740	210.2	3.52	4.75	↓	Nagle	0.11u	0.66u	0.68u	5.3x	5.2x	0.61u	1.48u	1.25u	2.4x	2.8x	5.91	0.6x
Ero Copper	ERO	RM	-	1,405	88.8	15.83	21.00	↓	Nagle	1.34u	2.45u	2.31u	4.9x	6.8x	2.02u	3.34u	2.94u	3.6x	4.0x	21.90	0.7x
First Quantum Minerals	FM	RS	-	21,636	691.0	31.31	40.00	↑	Nagle	(0.07)u	1.15u	3.24u	20.4x	9.7x	2.64u	4.10u	6.21u	5.7x	3.8x	26.96	1.2x
Hudbay Minerals	HBM	RS	-	2,387	261.5	9.13	12.50	-	Nagle	(0.44)u	0.16u	0.46u	43.3x	19.9x	0.93u	1.82u	2.86u	3.8x	2.4x	10.12	0.9x
Lundin Mining	LUN	RM	-	7,789	735.5	10.59	12.25	-	Nagle	0.31u	1.11u	1.33u	7.2x	8.0x	1.00u	2.06u	2.21u	3.9x	3.6x	12.08	0.9x
Sherritt International	S	RM	-	163	397.3	0.41	0.55	-	DeMarco	(0.34)c	(0.23)c	0.00c	n/a	173.2x	0.03c	0.03c	0.10c	14.1x	4.0x	0.92	0.4x
Taseko Mines	TKO	RM	-	690	284.0	2.43	3.25	-	Nagle	(0.11)c	0.24c	0.34c	10.1x	7.2x	0.44c	0.79c	0.74c	3.1x	3.3x	4.14	0.6x
Teck Resources	TECKb	RS	-	21,231	540.8	39.26	55.00	↑	Nagle	1.05c	6.33c	10.40c	6.2x	3.8x	3.38c	10.25c	12.83c	3.8x	3.1x	40.89	1.0x
Trevali Mining	TV	RM	-	121	98.9	1.22	2.25	↓	Nagle	(0.03)c	0.02c	0.44c	36.8x	2.8x	0.01c	0.11c	1.18c	8.2x	0.8x	1.98	0.6x
Sociétés de mise en valeur																					
Adventus Mining	ADZN	RS	-	105	131.6	0.80	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	-	1,511	113.8	13.28	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	0.5x
Foran Mining	FOM.V	RM	-	565	236.4	2.39	3.25	-	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	3.81	0.6x
Josemaria Resources	JOSE	AO	-	601	380.2	1.58	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	0.8x
Trilogy Metals	TMQ	RS	-	286	144.5	1.98	3.75	↓	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	4.30	0.5x
Sigma Lithium	SGML	RS	-	1,075	87.4	12.30	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	0.5x
Lithium Americas	LAC	RS	-	3,997	120.1	33.29	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	0.6x

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

u = dollars US; c = dollars canadiens

Source: Rapports des sociétés, Estimations FBN, Refinitiv

Métaux et minerais : métaux précieux



Don DeMarco

Analyste
416 869-7572

Adjoints :

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



Shane Nagle, CFA

Analyste
416 869-7936

Adjoints :

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



Michael Parkin

Analyste
416-869-6766

Adjoints :

Alessandro Cairo : 416 869-8511
Andrew Dusome : 416 507-8177
Rabi Nizami : 416 869-7925

L'inflation pourrait entraîner une reprise de l'or

L'attention portée à l'inflation aux États-Unis et à la baisse des achats d'actifs 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. Le rendement des obligations du Trésor américain de 10 ans a récemment monté, ce qui a entraîné une légère et brève faiblesse des prix de l'or au comptant. La Réserve fédérale américaine a indiqué qu'elle était prête à relever les taux d'intérêt, car le taux d'emploi cible a été atteint. Les analystes interrogés par Bloomberg tablent sur trois hausses des taux 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 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.

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

Nous pensons que les sociétés les plus à même de produire des résultats supérieurs sont celles (1) dont les équipes dirigeantes présentent des antécédents solides d'exécution selon les prévisions internes; (2) qui ont un bilan sain; (3) dont les prévisions internes sur 12 mois sont encourageantes et comportent une croissance de la production et/ou une baisse des coûts; (4) 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\$14.00)**
- › **Endeavour Mining plc (EDV : TSX; cours cible de CA\$46.00)**
- › **Kinross Gold Corp. (K : TSX; cours cible de CA\$13.00)**
- › **Pan American Silver Corp. (PAAS : TSX; cours cible de CA\$44.00)**
- › **Wesdome Gold Mines Ltd. (WDO : TSX; cours cible de CA\$15.25)**

Sociétés de redevances :

- › **Sandstorm Gold Ltd. (SSL : TSX; cours cible de CA\$9.50)**

Métaux et minerais : métaux précieux

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

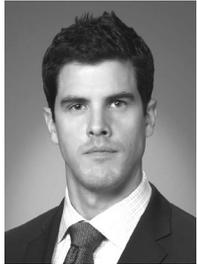
Symbole	Cote du Titre	Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	12 mois			Analyste	BPA			C/B		FTPA			C/FT		Valeur					
					Cours 1/31	Cours Cible	Δ		(A)	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	Dern.Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	Actif Net	C/VAN
Grands producteurs (production >1 Moz)																								
Agnico-Eagle Mines Ltd	AEM	RS	↑	27,546	453.73	60.71	84.00	↑	Parkin	0.96u	1.86u	2.56u	25.7x	18.6x	3.64u	4.99u	4.99u	9.6x	9.6x	51.51	1.18x			
Barrick Gold	ABX	RM	-	43,283	1,779.00	24.33	30.00	↑	Parkin	0.51u	1.15u	1.11u	16.7x	17.3x	1.81u	3.22u	3.22u	5.9x	5.9x	22.88	1.06x			
Kinross Gold Corp	K	RS	-	8,236	1,198.87	6.87	13.00	-	Parkin	0.31u	0.73u	0.32u	7.4x	16.8x	0.80u	1.37u	1.37u	3.9x	3.9x	13.72	0.50x			
Kirkland Lake Gold Corp	KL	AO	-	12,626	263.70	47.88	56.00	-	Parkin	2.74u	3.37u	3.31u	11.2x	11.4x	4.46u	4.75u	4.75u	7.9x	7.9x	36.30	1.32x			
Newmont	NGT	RS	-	61,686	794.20	77.67	98.00	-	Parkin	1.32u	2.66u	2.94u	23.0x	20.8x	4.31u	5.69u	5.69u	10.7x	10.7x	64.11	1.21x			
Sociétés de redevances																								
Franco-Nevada Corp	FNV	RM	-	32,119	191.1	168.07	195.00	-	Nagle	2.72u	3.42u	3.44u	36.9x	48.9x	4.22u	5.00u	5.00u	25.3x	25.3x	67.77	2.48x			
Maverix Metals Inc	MMX	RM	-	795	146.7	5.42	6.75	-	Nagle	0.12u	0.11u	0.17u	n/a	31.1x	0.29u	0.26u	0.32u	20.5x	17.0x	4.95	1.09x			
Osisko Gold Royalties Ltd	OR	RS	-	2,334	166.2	14.04	20.50	-	Nagle	0.26u	0.54u	0.66u	n/a	21.3x	0.65u	1.05u	1.28u	13.3x	11.0x	13.87	1.01x			
Royal Gold Inc	RGLD	RM	-	6,625	65.2	101.55u	140.00u	-	Nagle	2.91u	3.72u	3.63u	27.3x	28.0x	6.28u	6.66u	6.18u	11.5x	12.4x	64.41	1.58x			
Sandstorm Gold Ltd	SSL	RS	-	1,466	192.1	7.63	9.50	-	Nagle	0.11u	0.17u	0.19u	33.7x	40.2x	0.36u	0.41u	0.40u	14.0x	14.3x	7.35	1.04x			
Triple Flag Precious Metals Corp	TFPM	RM	-	2,363	156.1	15.14	19.00	-	Nagle	0.20u	0.38u	0.41u	30.0x	36.9x	0.78u	0.79u	0.84u	14.4x	13.6x	12.38	1.22x			
Wheaton Precious Metals Corp	WPM	RS	-	23,088	450.5	51.25	65.00	-	Nagle	1.10u	1.32u	1.23u	29.2x	41.7x	1.71u	1.89u	1.80u	20.4x	21.4x	23.48	2.18x			
Producteurs intermédiaires (production >250 Koz)																								
Alamos Gold Inc	AGI	RM	-	3,398	391.96	8.67	10.50	↓	Parkin	0.21u	0.42u	0.39u	16.4x	17.4x	0.75u	0.97u	0.97u	7.0x	7.0x	11.58	0.75x			
B2Gold	BTO	RS	↓	4,831	1,054.8	4.58	8.00	↓	DeMarco	0.43u	0.32u	0.39u	14.5x	11.8x	0.70u	0.74u	0.87u	6.2x	5.3x	5.13	0.89x			
Centerra Gold Inc	CG	RS	-	3,045	296.78	10.26	14.00	-	Parkin	0.55u	0.65u	0.94u	12.5x	8.6x	1.36u	2.87u	1.43u	2.8x	5.6x	12.86	0.80x			
Dundee Precious Metals	DPM	RS	-	1,431	191.5	7.47	11.00	-	DeMarco	0.94u	0.78u	1.03u	9.6x	7.3x	1.60u	1.33u	1.69u	5.6x	4.4x	11.36	0.66x			
Eldorado Gold Corp	ELD	RS	-	2,033	182.65	11.13	16.00	↓	Parkin	(0.02)u	0.97u	0.60u	11.4x	18.4x	0.93u	2.23u	2.23u	3.9x	3.9x	20.03	0.56x			
Endeavour Mining	EDV	RS	-	7,053	249.1	28.32	46.00	-	DeMarco	2.39u	2.58u	3.70u	11.0x	7.7x	4.90u	5.38u	5.55u	5.3x	5.1x	38.17	0.74x			
Equinox Gold Corp	EQX	RS	-	2,422	332.3	7.29	11.50	↓	Parkin	0.33u	0.37u	0.19u	19.6x	37.8x	0.68u	1.06u	0.80u	6.9x	9.1x	12.94	0.56x			
IAMGOLD Corp	IMG	RS	-	1,478	476.70	3.10	4.50	↓	Parkin	(0.03)u	0.14u	(0.13)u	17.3x	-19.3x	0.75u	0.77u	0.77u	3.2x	3.2x	5.43	0.57x			
Lundin Gold Inc.	LUG	RM	-	2,141	232.7	9.20	13.00	-	DeMarco	0.88u	0.69u	0.63u	13.3x	14.6x	1.53u	1.36u	1.25u	6.7x	7.4x	12.57	0.73x			
New Gold Inc	NGD	RM	-	1,368	680.80	2.01	2.50	-	Parkin	(0.08)u	0.03u	0.13u	70.8x	14.9x	0.39u	0.41u	0.41u	3.8x	3.8x	2.48	0.81x			
OceanaGold Corp	OGC	RS	-	1,380	704.03	1.96	3.25	-	Parkin	0.06u	(0.11)u	0.18u	n/a	11.1x	0.33u	0.33u	0.33u	4.6x	4.6x	3.17	0.62x			
Pretium Resources	PVG	AO	-	3,229	187.1	17.26	18.50	-	DeMarco	0.59u	0.79u	0.61u	21.9x	28.4x	1.46u	1.68u	1.63u	10.3x	10.6x	15.80	1.09x			
SSR Mining Inc	SSRM	RS	-	4,408	210.61	20.93	28.50	-	Parkin	0.74u	1.43u	1.31u	11.6x	12.5x	1.59u	1.65u	1.65u	10.0x	10.0x	31.35	0.67x			
Yamana Gold Inc	YRI	RS	-	4,951	942.99	5.25	7.00	-	Parkin	0.10u	0.32u	0.29u	13.0x	14.2x	0.51u	0.66u	0.66u	6.2x	6.2x	5.48	0.96x			
Torex Gold Resources Inc	TXG	RM	-	1,068	85.75	12.46	23.00	-	DeMarco	2.16u	1.20u	1.26u	10.4x	9.9x	4.25u	3.97u	3.95u	3.1x	3.2x	20.86	0.60x			
Producteurs d'argent																								
Aya Gold and Silver	AYA	RS	-	822	95.7	8.59	13.50	-	DeMarco	0.09u	0.09u	0.21u	100.4x	41.7x	0.13u	0.13u	0.33u	66.3x	26.1x	7.77	1.10x			
First Majestic Silver Corp	FR	RM	-	3,310	256.4	12.91	18.50	-	DeMarco	0.17u	0.69u	0.29u	18.6x	44.0x	0.45u	1.09u	1.55u	11.8x	8.4x	6.74	1.92x			
Fortuna Silver Mines Inc	FVI	RM	-	1,249	289.1	4.32	6.50	-	DeMarco	0.48u	0.53u	1.07u	8.2x	4.0x	0.76u	1.02u	1.61u	4.2x	2.7x	5.77	0.75x			
Pan American Silver	PAAS	RS	-	5,780	210.1	27.51	44.00	-	DeMarco	0.80u	1.03u	1.71u	26.8x	16.1x	2.24u	2.82u	3.79u	9.7x	7.3x	19.34	1.42x			
Petits producteurs (production <250 Koz)																								
Argonaut Gold Inc.	AR	ER	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-			
K92 Mining Inc.	KNT	RS	-	1,420	223.3	6.36	12.50	-	DeMarco	0.11u	0.25u	0.28u	25.8x	22.8x	0.23u	0.44u	0.48u	14.4x	13.3x	10.01	0.64x			
Minera Alamos Inc.	MAI	RS	-	223	446.1	0.50	1.10	-	Nizami	0.01u	(0.00)u	0.04u	n/a	11.8x	0.00u	(0.01)u	0.05u	-	9.3x	1.08	0.46x			
Wesdome Corp.	WDO	RS	-	1,527	139.7	10.93	15.25	↓	DeMarco	0.48u	1.01u	1.00u	10.8x	10.9x	0.80u	1.39u	1.56u	7.8x	7.0x	12.10	0.90x			
Sociétés de mise en valeur																								
AbraSilver Resource Corp	ABRA	RS	-	166	453.8	0.37	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	-	920	141.5	6.50	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	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-			
Gold Standard Ventures Corp.	GSV	RS	-	183	358.0	0.51	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	0.36x			
Integra Resources Corp.	ITR	RS	-	149	62.1	2.40	6.50	-	Nizami	(0.54)u	(0.69)u	(0.45)u	n/a	n/a	(0.50)u	(0.65)u	(0.43)u	-	-	6.49	0.37x			
Liberty Gold Corp	LGD	RS	-	252	265.5	0.95	1.80	-	Nizami	0.03u	(0.09)u	(0.08)u	n/a	n/a	(0.05)u	(0.07)u	(0.07)u	-	-	1.83	0.52x			
MAG Silver Corp	MAG	RS	-	1,690	97.9	17.26	30.00	-	DeMarco	(0.07)u	0.86u	0.00u	20.0x	-	(0.06)u	0.65u	1.97u	26.4x	8.7x	20.11	0.86x			
Marathon Gold Corp.	MOZ	RS	-	602	212.1	2.84	4.50	-	DeMarco	(0.01)u	(0.04)u	(0.04)u	-	-	(0.01)u	(0.01)u	(0.01)u	-	-	4.35	0.65x			
O3 Mining Inc.	OIII	RS	-	150	68.0	2.21	4.25	-	DeMarco	(0.16)u	(0.63)u	(0.62)u	-	-	(0.16)u	(0.63)u	(0.62)u	-	-	5.46	0.40x			
Osisko Development	ODV	RS	-	619	142.5	4.34	9.50	-	DeMarco	-	-	0.98u	-	4.4x	(0.04)u	-	1.07u	-	4.0x	9.58	0.45x			
Osisko Mining	OSK	RS	-	1,563	356.1	4.39	5.25	-	DeMarco	(0.03)u	(0.03)u	(0.03)u	-	-	(0.02)u	(0.02)u	(0.02)u	-	-	5.17	0.85x			
Pure Gold Mining Inc.	PGM	ER	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-			
Sabina Gold and Silver Corp.	SBB	RS	-	506	356.2	1.42	3.25	-	Puri	0.00u	0.00u	(0.01)u	-	-	0.00u	0.00u	(0.01)u	-	-	3.18	0.45x			

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

Source: Rapports des sociétés, Estimations FBN, Refinitiv

u = dollar US; c = dollars canadiens

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
James Harwood, CPA: 403 290-5445

Sélections

- › [Cenovus](#)
- › [Tourmaline](#)

Perspectives dans le secteur du pétrole brut

Le pétrole brut a commencé l'année sur une note positive, car les prix sont restés élevés, avec une moyenne de US\$83 en janvier, la fin du mois de janvier marquant la sixième semaine consécutive de gains. Cette vigueur est attribuable à l'apaisement des inquiétudes liées à la demande à court terme en raison des variants de la COVID-19 et à des révisions à la hausse des prévisionnistes du marché. De ce fait, l'AIE a récemment présenté des prévisions mises à jour qui situent la demande à 99.7 Mb/j en 2022, un niveau supérieur à celui d'avant la pandémie en 2019 de 99.5 Mb/j. Avec un solide profil de la demande et des facteurs positifs dans l'approvisionnement (dépenses en immobilisations limitées en amont, stratégie disciplinée d'approvisionnement de

l'OPEP, etc.), la demande est restée élevée tandis que l'OPEP+ peine à garder le rythme dans son accélération de la production. Pour la suite, la 25e réunion des pays de l'OPEP+ prévue pour le 2 février devrait nous en dire plus sur la vision qu'a le groupe de la récente vigueur des prix des produits de base et de l'équilibre de l'offre et de la demande sur le marché. Nous nous attendons à ce que le groupe reste discipliné dans son approche de réapprovisionnement du marché, comme le prévoit son programme. La courbe des contrats à terme reste en situation de déport, le CAL-22 WTI se situant à environ US\$82.00 le baril (contre près de US\$73.00/b à la fin du mois de décembre). En janvier, le différentiel du WCS était en moyenne d'environ US\$13.00 le baril (comparativement à près de US\$16.00/b en décembre).

Perspectives dans le secteur du gaz naturel

Le NYMEX a livré une belle performance en janvier, se situant en moyenne à près de US\$4.20/MBTU, une hausse par rapport à la moyenne de décembre d'environ US\$3.90/MBTU en raison des températures plus froides enregistrées sur une grande partie des États-Unis. La volatilité a explosé le dernier jour de négociation du contrat de février, avec un pic de négociation de plus de 70% ce jour-là, mais le cours a fini par s'établir à \$6.27/MBTU, la faiblesse des volumes et les options étant responsables en grande partie de la volatilité. Les prix du gaz AECO n'ont pas été frappés d'un même degré de volatilité et affichaient en moyenne CA\$4.20/GJ environ en janvier, ce qui contraste avec les prix de décembre, en moyenne d'environ CA\$3.90/GJ, la hausse de janvier étant attribuée à des températures plus basses qui ont durement frappé des régions peuplées du pays. L'activité de forage s'est accélérée après le mois décembre au Canada, mais elle reste relativement limitée aux États-Unis. Ainsi, la semaine terminée le 28 janvier, l'activité de forage était en hausse m/m en Amérique du Nord, avec un total de 24 appareils de forage (pétrole +15, gaz +9) ajoutés aux États-Unis et 127 (pétrole +96, gaz +31) au Canada. Bentek estime que la production totale aux États-Unis a diminué d'environ 95.1 Gpi³/j en décembre à près de 92.3 Gpi³/j en janvier, tandis que les exportations de GNL ont augmenté de 12.1 Gpi³/j en décembre à une moyenne de 12.4 Gpi³/j en janvier. Globalement, la demande aux États-Unis a été estimée à environ 111.9 Gpi³/j en janvier (comparativement à 92.4 Gpi³/j en décembre) d'après Bentek, et on s'attend à ce que les températures

plus froides pendant l'essentiel du mois de février fassent augmenter la demande et nuisent à la production dans le Bassin permien.

Premiers choix :

› [Cenovus Energy Inc. \(CVE: TSX; NYSE\)](#)

Soutenue par ses solides activités de base et sa capacité intégrée, la société peut surmonter ce cycle des produits de base et participer positivement à la relance lorsque les prix mondiaux du pétrole augmenteront à nouveau. Cenovus jouit d'une base d'actifs de grande qualité – Foster Creek et Christina Lake – et affiche des coûts de maintien et un seuil de rentabilité parmi les plus bas du secteur. La société a clôturé l'acquisition de Husky, avec pour objectif de réaliser des économies annuelles de \$1.2 milliard. Nous considérons cette transaction comme nécessaire et stratégique compte tenu du fait que la société est convaincue de pouvoir réaliser les économies qu'elle s'est fixées. En outre, l'intégration en aval et les capacités de transport accrues contribueront à réduire l'exposition de la société au différentiel du WCS, de sorte que nous considérons Cenovus comme un titre de prédilection.

› [Tourmaline Oil Corp. \(TOU: TSX\)](#)

L'un des plus importants producteurs de gaz naturel au Canada, TOU demeure parmi nos titres favoris pour les investisseurs recherchant une exposition au gaz naturel en raison de sa capitalisation et de ses activités internes solides, avec des caractéristiques fondamentales positives (coûts, gains d'efficacité des investissements et revenus nets) qui contribuent à la solide proposition de valeur du titre. La société présente par ailleurs un bilan sain, des stocks abondants, une structure de coûts de premier ordre, et 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 1/31	Cap. bours. (M)	Rend. (%)	VE/FTCD					FTPA dilués			12 mois Cours		Δ		
								2018A	est. 2019E	est. 2020E	Dette nette/FT 2019E	2020E	est. 2018A	est. 2019E	est. 2020E	C/FTPA 2019E	2020E		Cible	Rend.
Grandes sociétés/Intégrées																				
Canadian Natural Resources	CNQ	RS	Wood	1084.9	\$64.66	\$70,146	4%	8.9x	6.3x	5.6x	1.1x	0.8x	\$4.40	\$11.50	\$12.40	5.5x	5.0x	\$74.00	18%	↓
Cenovus Energy	CVE	RS	Wood	2000.6	\$18.49	\$36,991	1%	28.3x	5.7x	4.6x	1.1x	0.2x	\$0.12	\$3.69	\$4.05	4.9x	4.5x	\$25.00	36%	
Ovintiv Inc (US\$)	OVV	RS	Wood	261.1	\$38.80	\$10,132	1%	4.4x	4.0x	3.6x	1.4x	0.9x	\$7.42	\$13.14	\$13.15	2.9x	3.0x	\$52.00	35%	
Imperial Oil	IMO	RM	Wood	678.2	\$52.01	\$35,274	2%	20.7x	7.5x	5.8x	0.6x	-0.1x	\$1.20	\$7.09	\$8.67	7.0x	6.0x	\$58.00	14%	
Suncor Energy	SU	RM	Wood	1394.1	\$36.32	\$50,633	5%	10.1x	5.7x	4.7x	1.1x	0.7x	\$2.66	\$6.87	\$8.53	5.2x	4.1x	\$45.00	29%	
Grandes cap./Cap. Moyennes																				
Advantage Oil & Gas	AAV	RS	Payne	195.7	\$6.88	\$1,346	0%	5.1x	6.2x	3.6x	0.7x	0.0x	\$0.56	\$1.15	\$1.87	6.0x	3.7x	\$10.00	45%	
ARC Resources Ltd.	ARX	RS	Wood	711.7	\$14.89	\$10,597	3%	3.9x	4.9x	3.7x	0.7x	0.1x	\$1.89	\$3.79	\$4.06	4.4x	3.7x	\$20.00	37%	
Baytex Energy	BTE	RM	Payne	573.8	\$4.72	\$2,708	0%	5.4x	4.9x	3.8x	1.9x	1.1x	\$0.56	\$1.29	\$1.56	3.7x	3.0x	\$5.00	6%	
Birchcliff Energy	BIR	RS	Payne	277.5	\$6.27	\$1,740	1%	6.0x	4.1x	3.7x	0.9x	0.4x	\$0.69	\$1.91	\$1.92	3.3x	3.3x	\$10.00	60%	
Crescent Point Energy Corp.	CPG	RS	Wood	583.0	\$8.19	\$4,774	2%	3.9x	4.3x	2.9x	1.4x	0.5x	\$1.65	\$2.59	\$3.32	3.2x	2.5x	\$13.50	67%	
Enerplus Corporation	ERF	RS	Wood	255.1	\$14.72	\$3,755	1%	3.5x	4.8x	3.3x	0.9x	0.2x	\$1.61	\$3.60	\$4.64	4.1x	3.2x	\$19.00	30%	
Freehold Royalties	FRU	RS	Wood	150.7	\$13.15	\$1,981	5%	7.8x	11.1x	7.7x	0.6x	-0.1x	\$0.61	\$1.35	\$1.65	10.7x	8.0x	\$17.00	35%	
Headwater Exploration	HWX	RS	Payne	233.0	\$7.10	\$1,654	0%	25.1x	14.1x	7.4x	-0.8x	-0.9x	\$0.06	\$0.52	\$0.87	13.8x	8.2x	\$7.75	9%	
Kelt Exploration	KEL	RS	Payne	191.6	\$5.54	\$1,062	0%	4.9x	6.8x	4.3x	0.1x	-0.1x	\$0.31	\$0.82	\$1.26	6.7x	4.4x	\$7.00	26%	
MEG Energy	MEG	RM	Wood	311.0	\$15.14	\$4,708	0%	7.7x	7.1x	4.3x	3.1x	1.2x	\$0.92	\$2.45	\$4.05	6.2x	3.8x	\$18.50	22%	
NuVista Energy	NVA	RM	Payne	238.4	\$8.99	\$2,143	0%	4.2x	7.2x	4.3x	1.5x	0.5x	\$0.70	\$1.33	\$2.23	6.8x	4.0x	\$9.00	0%	
Paramount Resources	POU	RS	Payne	146.8	\$24.99	\$3,668	3%	6.1x	7.2x	4.2x	0.9x	0.2x	\$1.12	\$3.76	\$6.17	6.6x	4.1x	\$30.00	23%	
Peyto Exploration & Development	PEY	RS	Wood	167.1	\$9.96	\$1,664	6%	5.9x	5.4x	3.5x	2.4x	1.3x	\$1.29	\$2.67	\$4.11	3.7x	2.4x	\$14.00	47%	
PrairieSky Royalty	PSK	RM	Wood	238.9	\$16.36	\$3,909	2%	15.4x	18.1x	13.3x	2.5x	1.2x	\$0.64	\$1.11	\$1.35	15.7x	12.1x	\$18.50	15%	
Spartan Delta	SDE	RS	Payne	170.2	\$7.94	\$1,351	0%	6.9x	6.1x	2.9x	1.6x	0.4x	\$0.67	\$2.16	\$3.09	0.0x	0.0x	\$10.00	26%	
Tamarack Valley Energy	TVE	RS	Payne	439.4	\$4.93	\$2,166	2%	3.6x	7.6x	4.1x	1.5x	0.5x	\$0.55	\$0.86	\$1.32	5.7x	3.7x	\$5.50	14%	
Topaz Energy	TPZ	RS	Payne	140.1	\$18.12	\$2,538	5%	14.7x	14.8x	10.5x	1.3x	0.5x	\$0.98	\$1.49	\$1.80	12.1x	10.1x	\$24.00	38%	
Tourmaline Oil	TOU	RS	Payne	337.3	\$45.32	\$15,285	2%	4.9x	5.8x	4.3x	0.5x	-0.1x	\$4.36	\$8.79	\$10.33	5.2x	4.4x	\$57.50	29%	
Vermilion Energy Inc.	VET	RS	Wood	162.0	\$19.78	\$3,204	1%	5.6x	5.1x	2.9x	1.9x	0.8x	\$3.18	\$5.46	\$9.14	3.6x	2.2x	\$30.00	53%	
Whitecap Resources	WCP	RS	Wood	631.0	\$8.97	\$5,660	3%	4.8x	5.9x	3.6x	1.2x	0.3x	\$1.07	\$1.88	\$2.66	4.9x	3.4x	\$14.00	59%	
Petites capitalisations																				
Crew Energy	CR	RM	Payne	165.3	\$3.70	\$611	0%	6.5x	6.1x	3.7x	2.8x	1.2x	\$0.27	\$0.84	\$1.29	4.4x	2.9x	\$4.00	8%	
Pipestone Energy	PIPE	RM	Payne	282.3	\$4.89	\$1,380	0%	6.8x	8.6x	4.0x	1.1x	0.1x	\$0.15	\$0.60	\$1.23	8.2x	4.0x	\$4.50	-8%	
Surge Energy	SGY	RM	Payne	87.1	\$6.29	\$548	0%	6.1x	6.9x	2.8x	3.2x	0.9x	\$0.18	\$1.78	\$2.71	3.5x	2.3x	\$9.00	43%	
Yangarra Resources	YGR	RM	Payne	90.9	\$1.89	\$172	0%	4.5x	3.6x	2.2x	2.1x	1.1x	\$0.53	\$1.01	\$1.53	1.9x	1.2x	\$2.50	32%	

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

Source: Rapports des sociétés, FBN, Refinitiv

Symb.	Cote du titre	Δ	Analyste	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Prix de l'action 1/31	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\$906.11	91.3	US\$9.93	US\$213.2	US\$209.2	US\$254.9	5.8x	6.1x	4.6x	1.5x	1.7x	1.0x	US\$17.50	76%	
Precision Drilling Corp.	PD	RS	Payne	\$ 735.18	13.3	\$55.26	\$ 285.2	\$ 243.5	\$ 308.9	6.9x	9.1x	5.4x	4.7x	4.4x	3.0x	\$65.00	18%	
Trican Well Services	TCW	RM	Payne	\$ 832.36	233.8	\$3.56	\$ 30.6	\$ 102.4	\$ 157.9	7.5x	7.9x	4.6x	1.3x	-0.3x	-0.4x	\$4.00	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



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

À l'entrée dans la nouvelle année, 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 réaligement 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 WTI a commencé l'« année des hausses de taux d'intérêt » en force, continuant de monter pendant tout le mois de janvier, où il était en moyenne d'environ US\$83 le baril, soit une hausse de près de 15% par rapport aux niveaux de décembre d'environ US\$72/b et de près de 22% par rapport à son prix moyen en 2021 d'environ US\$68/b. Du côté du gaz naturel, après une année 2021 exceptionnelle, les prix du NYMEX ont continué de monter tout au long de janvier, mois pendant lequel il affichait une moyenne de US\$4.22/kpi³, contre US\$3.86/kpi³ en décembre, soit un gain d'environ 9%. Pendant ce temps, le gaz AECO est resté volatile, mais il fini par suivre l'exemple du NYMEX avec une moyenne de \$4.20/kpi³, contre \$3.96/kpi³ en décembre (+6% environ). En ce qui concerne les perspectives de marketing, le différentiel du pétrole lourd WCS s'est encore comprimé, affichant une moyenne de US\$13.50/b environ, contre près de US\$16.00/b en décembre, ce qui était toutefois conforme aux niveaux de l'année 2021 complète.

Perspectives 2022

Malgré les cinq hausses de taux d'intérêt attendues de la Banque du Canada en 2022 pour lutter contre l'inflation, l'augmentation escomptée du taux de l'obligation du Canada de 10 ans ne représente qu'un modeste effet ralentisseur de 3% à 5% pour les valorisations (toutes choses étant égales par ailleurs). En d'autres termes, exclusion faite de la croissance par action jusqu'en 2023, nous continuons d'entrevoir un potentiel de hausse du capital et des occasions de rendement total corrigé du risque intéressantes par rapport aux alternatives de titres à revenu fixe. En outre, notre analyse des échéances des titres de crédit donne à croire que le risque de refinancement est faible globalement, car les solides positions en trésorerie et les écarts indi-

catifs des nouvelles émissions d'obligations de sociétés confirment que le renouvellement des obligations à court terme arrivées à échéance aux taux qui prévalent aura peu d'impact sur les flux de trésorerie.

Le bon côté de l'inflation, c'est que le contexte est positif pour les prix des produits de base, ce qui vient soutenir les niveaux d'activité, avec notamment une augmentation d'environ 20% a/a du nombre d'appareils de forage au Canada, ce qui est une bonne nouvelle pour les sociétés du secteur intermédiaire qui disposent de capacités de traitement inutilisées (ALA, KEY, TWM). Pendant ce temps, en Alberta, les prix de l'électricité devraient rester élevés cette année, de l'ordre de \$85/MWh, ce qui devrait engendrer des flux de trésorerie marchands excédentaires pour CPX et TA, qu'ils pourraient déployer pour accélérer leurs projets d'énergie propre.

Pendant ce temps, la Ligne 3R a fini par entrer en service et les travaux d'expansion du pipeline Trans Mountain sont terminés, ce qui représente, pour les producteurs, des capacités excédentaires de transport par pipeline d'environ 400,000 b/j d'ici 2023, et un potentiel de hausse de nos estimations de flux de trésorerie basés sur les frais de service, ainsi qu'une augmentation de la demande de capacités de stockage en réservoirs de pétrole brut. Cela dit, vu la récente entrée en service de Capline Reversal (+200,000 b/j) et la hausse de la demande de pétrole lourd canadien dans le golfe du Mexique aux États-Unis, nous situons le différentiel du WCS à environ US\$13.50/b, dénotant une faible activité de transport de pétrole brut par voie ferrée et des contributions toujours limitées du marketing de pétrole brut tout au long de 2022 (GEI, PPL, ENB, TRP).

Ailleurs, alors que cet élément est habituellement considéré comme une entrave à la croissance et une menace pour les valorisations, nous pensons que la dynamique au chapitre de la réglementation en 2022 est un catalyseur positif pour la création de valeur des titres du secteur, certaines politiques de transition énergétique prenant forme. En plus des droits que le gouvernement de l'Alberta est en train d'attribuer pour le développement de plusieurs pôles de séquestration de carbone, nous nous attendons à ce que le gouvernement fédéral dévoile le crédit d'impôt à l'investissement dans le CUSC ainsi que sa Norme sur les combustibles propres pour donner des garanties bien nécessaires aux entreprises qui poursuivent des investissements dans le secteur des carburants renouvelables.

Mise à jour sur les sociétés pipelières et le secteur intermédiaire

La Cour d'appel des États-Unis a révoqué les autorisations fédérales pour le pipeline Mountain Valley (PMV) de US\$6.2 milliards, invoquant que le U.S. Forest Service and Bureau of Land Management n'avait pas tenu compte des risques d'érosion et de sédimentation causés par les infrastructures. Une deuxième fois, les demandes de permis sont renvoyées devant les organismes pour être réapprouvées, engendrant potentiellement un retard par rapport à la date initiale d'entrée en service prévue à l'été 2022. Notons qu'ALA envisageait une vente de sa participation dans PMV après sa mise en service pour recycler son capital au profit de sa stratégie d'exportation mondiale.

Mise à jour sur la transition énergétique

Conformément à nos attentes pour 2022, l'année a bien commencé pour la transition énergétique, le gouvernement de l'Alberta annonçant qu'il entendait agir rap-

idement pour développer un pôle de séquestration du carbone dans la région de Cold Lake à l'usage des producteurs de sables bitumineux. ENB a suivi la marche en annonçant la conclusion d'un protocole d'entente avec Lehigh Cement en vue d'une collaboration sur une solution de captage de carbone à l'usine d'Edmonton de Lehigh, avec pour objectif de capter environ 780 Mt CO₂/a, transportés par ENB par pipeline pour être séquestrés. Sous réserve de l'obtention des droits de séquestration et des autorisations réglementaires, le projet de séquestration Wabamun, soutenu maintenant par Lehigh Cement et Capital Power, pourrait être en mis en service dès 2025.

Du côté des carburants propres, dans l'attente du programme fédéral de Norme sur les combustibles propres, SPB a annoncé une collaboration avec Charbone Corp., une société spécialisée dans l'hydrogène verte qui se concentre sur le développement d'usines d'hydrogène modulaires et évolutives. Le partenariat vise à développer une collaboration pour fournir de l'hydrogène verte aux clients commerciaux et industriels du Québec : SPB

utilisera son expertise en distribution, tandis que Charbone exploitera son savoir-faire et ses capacités de production. Pendant ce temps, FortisBC a soumis une proposition à la Commission des services publics de la Colombie-Britannique (BC Utilities Commission), en vertu de laquelle tout logement nouvellement construit qui se relie au réseau de distribution de gaz pourrait recevoir 100% de GNR, ce qui aiderait FortisBC à poursuivre son objectif d'atteindre une proportion de 15% de gaz renouvelable distribué d'ici 2030, puis 75% d'ici 2050.

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. (M)	Distributions par part			Rendement des distr.		FTPAs distr. Dilués			C/FT distr.		Dette/ Enc. distr. 22e	12 mois		Rendement combiné	
			e.c.	Cours 01-31		est. 2021e	est. 2022e	est. 2023e	2022e	2023e	est. 2021e	est. 2022e	est. 2023e	2022e	2023e		Cible	Rend.		
Pipelines et divers																				
AltaGas	ALA	RS	279.7	\$26.11	\$7,302	\$1.00	\$1.06	\$1.12	4.1%	4.3%	\$2.72	\$2.90	\$3.17	9.0x	8.2x	5.4x	31.00	18.7%	↑	22.8%
Enbridge Inc.	ENB	RS	2026.0	\$53.74	\$108,877	\$3.34	\$3.44	\$3.54	6.4%	6.6%	\$4.84	\$5.38	\$5.66	10.0x	9.5x	4.6x	56.00	4.2%	↑	10.6%
Gibson Energy	GEI	RM	149.3	\$24.46	\$3,652	\$1.40	\$1.43	\$1.48	5.9%	6.0%	\$1.94	\$2.14	\$2.27	11.4x	10.8x	2.9x	25.00	2.2%	↑	8.1%
Keyera	KEY	RS	221.0	\$29.91	\$6,611	\$1.92	\$1.92	\$2.01	6.4%	6.7%	\$3.00	\$2.77	\$3.48	10.8x	8.6x	3.2x	35.00	17.0%	↓	23.4%
Pembina Pipelines	PPL	RM	550.0	\$40.36	\$22,198	\$2.52	\$2.52	\$2.52	6.2%	6.2%	\$3.94	\$4.05	\$4.23	10.0x	9.5x	3.7x	42.00	4.1%	↑	10.3%
Secure Energy	SES	RS	308.1	\$6.04	\$1,861	\$0.03	\$0.03	\$0.03	0.5%	0.5%	\$0.72	\$0.89	\$1.02	6.8x	5.9x	1.4x	8.00	32.5%	↑	32.9%
Superior Plus	SPB	RS	↑ 176.0	\$12.92	\$2,274	\$0.72	\$0.72	\$0.72	5.6%	5.6%	\$1.21	\$1.35	\$1.55	9.6x	8.3x	3.9x	15.00	16.1%		21.7%
Tidewater Midstream	TWM	RS	340.3	\$1.30	\$442	\$0.04	\$0.04	\$0.04	3.1%	3.1%	\$0.21	\$0.22	\$0.41	5.9x	3.2x	2.5x	1.75	34.6%		37.7%
Tidewater Renewables	LCFS	RM	34.6	\$12.81	\$444	\$0.00	\$0.00	\$0.00	0.0%	0.0%	\$0.44	\$0.54	\$2.89	23.9x	4.4x	0.2x	17.00	32.7%		32.7%
TC Energy Corp.	TRP	RM	979.0	\$65.64	\$64,262	\$3.48	\$3.62	\$3.76	5.5%	5.7%	\$5.48	\$5.39	\$5.92	12.2x	11.1x	5.2x	65.00	-1.0%		4.5%
Producteurs d'électricité et services publics																				
ATCO Ltd.	ACO	RM	114.7	\$42.82	\$4,909	\$1.79	\$1.85	\$1.87	4.3%	4.4%	\$2.46	\$2.62	\$2.87	16.4x	14.9x	4.5x	45.00	5.1%	↓	9.4%
Brookfield Infrastructure ⁽¹⁾	BIP	RS	514.4	\$59.04	\$30,371	\$2.04	\$2.16	\$2.29	3.7%	3.9%	\$2.84	\$3.22	\$3.72	18.3x	15.9x	6.1x	67.00	13.5%	↑	17.1%
Canadian Utilities	CU	RM	277.1	\$36.93	\$10,232	\$1.76	\$1.78	\$1.79	4.8%	4.9%	\$2.89	\$3.04	\$3.05	12.2x	12.1x	5.0x	36.00	-2.5%	↓	2.3%
Capital Power	CPX	RS	114.1	\$39.48	\$4,505	\$2.12	\$2.24	\$2.36	5.7%	6.0%	\$5.68	\$5.40	\$5.90	7.3x	6.7x	3.7x	47.00	19.0%	↑	24.7%
Emera Inc.	EMA	RM	267.4	\$60.23	\$16,107	\$2.58	\$2.68	\$2.79	4.4%	4.6%	\$2.56	\$4.19	\$4.56	14.4x	13.2x	6.6x	59.00	-2.0%		2.4%
Fortis Inc.	FTS	RM	481.6	\$60.38	\$29,079	\$2.05	\$2.17	\$2.30	3.6%	3.8%	\$3.89	\$4.56	\$4.79	13.2x	12.6x	6.2x	59.00	-2.3%		1.3%
Hydro One Ltd.	H	RM	596.9	\$32.84	\$19,603	\$1.07	\$1.12	\$1.17	3.4%	3.6%	\$1.87	\$1.94	\$1.66	16.9x	19.8x	5.9x	32.00	-2.6%		0.8%
TransAlta	TA	RM	271.0	\$13.79	\$3,738	\$0.18	\$0.20	\$0.20	1.5%	1.5%	\$2.17	\$1.98	\$1.64	7.0x	8.4x	3.2x	14.00	1.5%		3.0%

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

- › Groupe IBI
- › WSP Global
- › ATS Automation

Concessionnaires d'équipements**Pas le moment de s'éloigner du cycle de rebond du secteur des équipements**

Hitachi Construction Machinery Co. (TYO : 6305, non coté) a publié ses résultats pour le TE3 2021 (ayant pris fin en décembre 2021), majorant ses prévisions en raison de l'amélioration de ses perspectives dans toutes les régions géographiques, grâce, notamment, à l'exploitation minière. Au TE3, son chiffre d'affaires s'est établi à ¥246.7 milliards (supérieur aux prévisions des analystes, soit ¥222,4 milliards) et son BPA, à ¥68.53 (supérieur aux prévisions des analystes, soit ¥32.92). La société a revu à la hausse ses perspectives pour l'exercice se terminant en mars 2022 : le chiffre d'affaires prévisionnel est passé de ¥920 milliards à ¥950 milliards (les prévisions actualisées sont également supérieures à celles des analystes, soit ¥922 milliards). Les prévisions de la société concernant la demande de pelles hydrauliques pour l'exercice sont passées de 220 000 unités (soit une baisse de 7% a/a) à 231 000 unités (soit une baisse de 3% a/a, mais une hausse de 17% si l'on exclut la Chine), les perspectives positives des autres régions géographiques ayant plus que compensé la détérioration des perspectives en Chine (qui ne serait pas aidée non plus par les Jeux olympiques?). Les perspectives de l'Amérique du Nord sont passées de 35 à 36 000 unités, celles de l'Europe de l'Ouest de 36 à 41 000 unités (en raison de l'exposition de FTT au R.-U.), et celles de la région Autres (y compris LATAM) de 32 à 40 000 unités. Une grande partie de la reprise est due aux machines d'exploitation minière en raison des prix élevés des produits de base. En outre, la demande de pelles de 100 tonnes pour la construction en Amérique du Nord est en hausse. Compte tenu de ces bons résultats, les perspectives actualisées du chiffre d'affaires pour l'Amérique du Nord et l'Amérique latine sont passées à +59%/+72% a/a (auparavant +49%/+54%); toutefois, la croissance imputée pour le prochain trimestre a/a est de -3%/0%, respectivement (ce qui nous semble trop prudent). Les perspectives de forte demande pour les régions sont positives pour les résultats de TIH et FTT pour les trimestres à venir; rappelons que les concessionnaires sont en mesure d'atténuer les préoccupations liées à la pénurie d'équipement en proposant des produits en location, des produits d'occasion et des produits remis en état.

En fin de compte, le chœur de la négativité est assourdissant; peut-être ne devons-nous pas encore jeter ce cycle aux orties?

Courbe de rendement, Fed, Omicron, « cycle tardif », inflation, etc. Oui, nous allons devoir faire face à une dette accrue par suite de la pandémie pendant un certain temps, mais notre univers de couverture n'est pas constitué d'actions « conceptuelles » se négociant à 40 fois le chiffre d'affaires. Au contraire, la mise en œuvre du projet de loi sur les infrastructures aux États-Unis s'accélère, les produits de base profitent de l'inflation et les problèmes de chaîne d'approvisionnement martelés par les problèmes liés à la COVID devraient s'atténuer au cours des prochains mois, ce qui permettra aux hausses de prix de rattraper l'augmentation des frais de main-d'œuvre et des matériaux. Nous restons donc positifs à l'égard des consultants en ingénierie (qui peuvent être productifs malgré la COVID) et des concessionnaires d'équipements (à l'exception de RBA) tels que FTT et TIH. N'oublions pas que, par rapport aux équipementiers, TIH et FTT tirent respectivement 39% et 55% de leur chiffre d'affaires du secteur Équipements de la fourniture de pièces de rechange, activités qui ont connu une année morose en 2021, mais sont en train de se redresser en ce moment même. La dynamique cyclique de FTT constitue un contexte positif pour les actions, tandis que TIH dispose d'importantes possibilités de fusions et d'acquisitions et de rendement sur le capital investi. Nous attribuons à TIH la cote Rendement supérieur et un cours cible de \$126 (sur la base d'un scénario de fusions et acquisitions pondéré par une probabilité de 75% et d'un ratio C/B autonome de 24x en 2023) et à FTT la cote Rendement supérieur et un cours cible de \$46.00 (sur la base d'un ratio C/B 2023e de 18x).

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 1/31	(A)	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	(A)	est. Ex1	est. Ex2	Ex1			Ex2
								Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1			Ex2
Aecon Group	ARE	RS	\$21.00		\$17.36	\$1,047	12 - 2020	\$0.95	\$1.31	\$1.41	12.2x	11.3x	\$248	\$255	\$263	6.3x	6.1x	4.0%	1.6x
Bird Construction Inc.	BDT	RS	\$12.00		\$9.62	\$512	12 - 2020	\$0.96	\$0.93	\$0.99	10.3x	9.7x	\$100	\$106	\$110	4.6x	4.5x	4.1%	trésorerie nette; n.s.
Finning International Inc.	FTT	RS	\$46.00		\$35.44	\$5,699	12 - 2020	\$1.14	\$1.95	\$2.27	18.2x	15.6x	\$636	\$806	\$898	8.4x	7.5x	2.5%	1.3x
IBI Group Inc.	IBG	RS	\$20.00		\$13.23	\$414	12 - 2020	\$0.48	\$0.72	\$0.84	15.8x	14.6x	\$47	\$15	\$40	9.8x	9.3x	0.0%	0.6x
North American Construction Group Ltd.	NOA	RS	\$27.00		\$18.24	\$519	12 - 2020	\$1.74	\$2.05	\$2.26	8.1x	7.8x	\$175	\$8	R	4.0x	3.9x	0.9%	2.0x
Ritchie Bros. Auctioneers	RBA	RM	US\$68.00		US\$60.96	\$6,735	12 - 2020	US\$1.59	US\$1.72	US\$2.05	38.6x	35.4x	US\$352	US\$182	US\$204	17.9x	16.7x	0.0%	3.7x
SNC-Lavalin	SNC	RS	\$44.00		\$28.03	\$4,921	12 - 2020	-\$0.67	\$1.54	\$1.88	10.3x	8.6x	\$93	\$9	\$819	7.8x	7.0x	0.3%	2.4x
Stantec Inc.	STN	RM	\$80.00		\$67.43	\$7,490	12 - 2020	\$2.13	\$2.32	\$2.90	23.3x	21.5x	\$435	\$21	\$364	15.3x	14.3x	1.0%	2.3x
Toromont Industries Ltd.	TIH	RS	\$126.00		\$107.29	\$8,873	12 - 2020	\$3.09	\$3.88	\$4.41	22.4x	27.7x	\$539	\$288	\$339	12.8x	12.4x	0.0%	-0.1x
WSP Global	WSP	RS	\$209.00		\$169.50	\$19,908	12 - 2020	\$3.34	\$4.87	\$5.26	32.2x	27.1x	\$1,041	\$1,176	\$1,380	18.0x	15.3x	0.9%	0.0x
AutoCanada	ACQ	RS	\$59.00		\$37.77	\$1,038	12 - 2020	\$0.44	\$3.79	\$4.04	10.0x	9.3x	\$83	\$186	\$218	6.4x	5.5x	0.0%	0.3x
Stelco	STLC	RS	\$53.00		\$36.79	\$2,844	12 - 2020	-\$0.60	\$6.89	\$4.23	5.3x	8.7x	\$63	\$838	\$567	3.0x	4.5x	3.3%	-0.2x
ATS Automation	ATA	RS	\$64.00		\$51.90	\$4,786	12 - 2020	\$1.07	\$2.05	\$2.21	25.3x	23.4x	\$181	\$337	\$355	16.5x	15.7x	0.0%	2.6x
ABC Technologies	ABCT	RM	\$9.00		\$5.75	\$302	12 - 2020	NM	-\$0.22	-\$1.19	-20.6x	-3.8x	\$133	\$36	\$163	16.3x	3.6x	2.6%	9.6x
Colliers International	CIGI	RS	US\$170.00		US\$146.16	\$6,431	12 - 2020	US\$4.18	US\$5.75	US\$6.19	25.4x	23.6x	US\$361	US\$518	US\$577	15.1x	13.6x	0.2%	0.4x
Stella-Jones	SJ	RS	\$57.00		\$39.85	\$2,578	12 - 2020	\$3.12	\$3.50	\$3.39	11.4x	11.8x	\$343	\$361	\$354	8.6x	8.8x	1.8%	1.5x
Médiane											14.0x	13.2x				9.2x	8.1x	0.9%	

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

Santé, biotechnologie et situations spéciales



Endri Leno

Analyste
416 869-8047

–

Adjoints :

Eduardo Garcia Hubner
416 869-7476

Stephen Kwai
416 869-7571

Sélections

- › *Dialogue Technologies de la Santé*
- › *DRI Healthcare Trust*
- › *H₂O Innovation*
- › *Thérapeutique Knight*

Points saillants de janvier 2022

En janvier, Thérapeutique Knight (TSX : GUD) a annoncé l'expansion de son portefeuille de produits oncologiques à la suite de l'approbation de deux traitements contre le cancer en Colombie.

Lenvima:

Le 4 janvier 2022, Thérapeutique Knight a annoncé que l'organisme responsable de la santé en Colombie (INVIMA) avait approuvé le médicament oncologique Lenvima (lenvatinib) pour le traitement de certaines formes de cancer de la thyroïde (cancer différencié de la thyroïde réfractaire à l'iode radioactif ou RR-DTC) et de cancer du foie (carcinome hépatocellulaire non résécable ou u-HCC). Knight détient les droits exclusifs de commercialisation de Lenvima dans toute l'Amérique latine (hors Mexique) auprès de l'entreprise qui l'a mis au point, Eisai Co., Ltd. (TYO : 4523, non coté); le médicament a déjà été approuvé dans plus de 75 pays.

À retenir : Bien que nous ne soyons pas particulièrement surpris que Lenvima ait été approuvé en Colombie, étant donné qu'il a été approuvé dans tant de pays dans le monde, nous considérons néanmoins cette approbation comme un facteur positif qui se traduira par des revenus supplémentaires en 2022e et au-delà. La direction s'attend à ce que Lenvima soit commercialisé de façon imminente sur un marché exploitable total cible de \$10 à \$15 millions en Colombie.

Halaven:

Le 6 janvier 2022, Thérapeutique Knight a annoncé qu'INVIMA avait approuvé le médicament oncologique Halaven® (éribuline) pour le traitement des patientes adultes atteintes d'un cancer du sein localement avancé ou métastatique qui a continué à se propager après au moins deux formes spécifiques de traitement. Le médicament sert également à traiter les patients atteints d'un liposarcome avancé ou métastatique, qui ne peut être enlevé par chirurgie. Halaven, mis au point par Eisai, a déjà été approuvé dans plus de 70 pays.

À retenir : Compte tenu de l'approbation déjà répandue de Halaven dans plus de 70 pays, nous n'avons pas non plus été particulièrement surpris qu'il ait été approuvé en Colombie, même si nous considérons néanmoins cette approbation comme un facteur positif supplémentaire qui contribuera aux revenus de 2022e. La direction s'attend à ce que Halaven soit commercialisé de façon imminente sur un marché exploitable total cible d'environ \$10 millions en Colombie.

Dans l'ensemble, nous sommes encouragés par les progrès continus réalisés par la société et restons optimistes quant à ses perspectives à long terme. Nous maintenons la cote Rendement supérieur et notre cours cible de \$8,00, dérivé des prévisions pour 2022e et d'une évaluation dite de la somme des parties prenant en considération : 1) la situation de trésorerie de Knight, d'environ \$1.27 par action, 2) les investissements de GUD dans des fonds de sciences de la vie, 3) les investissements en actions obtenus, en partie, grâce au portefeuille de prêts garantis, et 4) le BPA de 2022e, auquel nous appliquons un multiple C/B de 15x.

Symb.	Cote du titre	Capitalisation boursière (M)	Actions e.c. (M)	Cours 1/31	Dernier quartier déclaré	Rendement actuel	FTDPAD			C/FTDA		BAIIA (M)			VE/BAIIA		Dette Nette (M)	Dette nette/ BAIIA Ex1	Cours cible 12 mois	Δ				
							Δ	Rendement	est.	est.	Ex1	Ex2	Dem. Ex.	Ex1	Ex2	Dem. Ex.					Ex1	Ex2	Ex1	Ex2
Santé et biotechnologie																								
Akumin	AKU	RM	128.20	89.0	1.44u	3/2021	0.0%	(0.52)u	0.05u	0.20u	28.8	7.2	42.1u	81.3u	184.0u	15.4	6.9	1,125.5u	6.1	2.00u				
Andlauer Healthcare Group	AND	RM	1,986.35	41.5	47.84	3/2021	0.4%	0.81	1.21	1.47	39.7	32.5	78.9	109.4	136.2	20.0	16.1	204.6	1.5	49.00				
Dialogue Health Technologies	CARE	RS	357.78	65.8	5.44	3/2021	0.0%	-	(0.35)	(0.17)	nmf	nmf	(16.9)	(19.2)	(5.6)	nmf	nmf	-	-	14.00				
DRI Healthcare Trust	DHT.UT	RS	196.5u	40.1	4.90u	3/2021	6.1%	-	0.82	0.78	6.0	6.2	104.7	98.4	82.2	1.7	2.2	13.3u	0.2	10.00u				
IMV Inc.	IMV	RM	118.29	82.1	1.44	3/2021	0.0%	(0.49)	(0.36)	(0.52)	nmf	nmf	(27.3)	(29.9)	(42.9)	nmf	nmf	-	-	2.50				
Jamieson Wellness	JWEL	RS	1,430.53	40.3	35.46	3/2021	1.7%	1.17	1.31	1.35	27.1	26.3	88.0	99.2	105.8	16.2	15.2	165.2	1.7	42.75				
Knight Therapeutics	GUD	RS	682.98	123.1	5.55	3/2021	0.0%	0.09	0.27	0.36	20.3	15.6	16.8	45.1	60.1	12.5	9.4	-	-	8.00				
Medical Facilities Corp.	DR	RS	316.66	31.1	10.18	3/2021	3.2%	0.96u	0.94u	0.96u	8.8	8.8	57.3u	61.8u	56.3u	6.3	6.9	87.1u	2.0	11.50				
Theratechnologies	TH	RM	373.78	95.1	3.93	3/2021	0.0%	(0.15)u	(0.13)u	0.05u	nmf	65.6	(7.1)u	(8.3)u	8.8u	nmf	32.8	-	-	3.75				
Situations spéciales																								
H ₂ O Innovation	HEO	RS	235.04	96.3	2.44	1/2022	0.0%	0.08	0.10	0.13	25.4	18.7	14.6	18.0	21.0	13.9	11.9	15.8	0.8	3.25				
K-Bro Linen	KBL	RM	360.88	10.6	34.01	3/2021	3.5%	2.49	2.29	2.70	14.8	12.6	43.8	44.6	51.5	10.1	8.7	88.1	1.7	45.00				
Rogers Sugar	RSI	RM	621.08	103.7	5.99	4/2021	6.0%	0.33	0.42	0.47	14.2	12.7	91.0	102.1	106.3	9.5	9.1	330.9	3.1	5.25				
Chemtrade Logistics Income Fund	CHE.UN	RS	757.56	103.9	7.29	3/2021	8.2%	0.52	0.67	0.86	10.9	8.4	265.3	259.8	282.9	8.2	6.7	1,203.5	4.2	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
- › Element Fleet Management

Perspectives des sociétés de financement hypothécaire pour 2022

L'incertitude réglementaire se fait de plus en plus sentir

En 2021, le cours des actions des sociétés de financement hypothécaire les plus prisées de notre univers de couverture, soit EQB et HCG, a augmenté d'environ 37% et 32%, respectivement, contre environ 32% pour l'indice S&P TSX Financials Index. Bien que les facteurs macroéconomiques tels que la reprise de l'emploi la plus rapide jamais enregistrée, la reprise de l'immigration et l'épargne excédentaire/le revenu disponible des ménages supérieur à la tendance constituent des facteurs positifs, nous pensons que l'incertitude croissante en matière de réglementation et de politique limitera les valorisations du secteur et le rendement des actions à court terme.

Dans l'ensemble, nous pensons que HCG est la plus « à risque » en raison de son exposition supérieure aux prêts hypothécaires sur maisons unifamiliales et aux investisseurs, ainsi que de la composition de son fonds de réserve, qui est moins diversifié et plus coûteux. Toutefois, en évaluant les périodes précédentes marquées par l'incertitude réglementaire, nous constatons que le cours des actions des sociétés de financement hypothécaire que nous couvrons a rebondi rapidement une fois que les organismes de réglementation ont pris leurs décisions. Bien que nous recommandions de rester sur la touche pour l'instant, soyez prêts à acheter des actions de sociétés de financement hypothécaire le jour où le BSIF et les divers paliers de gouvernement auront fini de mettre au point les règlements et les politiques hypothécaires.

	Symb.	Cote du titre	Cap. bours. (Md)	Actions e.c. (M)	Cours 1/31	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B FE1 FE2	VCPA			C/C FE1 FE2	Div. %	Cours cible 12 mois	Δ		
							dernier exerc.	est. FE1	est. FE2		dernier trimest.	est. FE1	est. FE2						
Financement hypothécaire																			
Equitable Group	EQB	RS	2.40	34.0	70.56	12/2020	6.31	8.17	8.52	8.6	8.3	52.90	54.89	62.60	1.3	1.1	1.0%	91.00	↓
First National Financial	FN	RM	2.63	60.0	43.81	12/2020	3.95	3.14	3.56	14.0	12.3	9.11	7.96	9.05	5.5	4.8	5.4%	46.00	↓
Home Capital Group	HCG	RS	1.80	49.9	36.02	12/2020	3.55	4.94	5.32	7.3	6.8	36.40	36.47	39.86	1.0	0.9		49.00	↓
Timbercreek Financial	TF	RM	0.77	81.3	9.53	12/2020	0.67	0.68	0.73	13.9	13.1	8.44	8.46	8.49	1.1	1.1	7.2%	10.00	
Financement spécialisé																			
ECN Capital	ECN	RS	1.30	243.3	5.34	12/2020	US 0.31	US 0.30	US 0.28	14.2	15.1	US 2.83	US 3.19	US 3.08	1.3	1.4	2.2%	6.50	
Element Fleet Management	EFN	RS	5.39	416.4	12.95	12/2020	0.85	0.82	0.87	15.8	14.8	7.24	7.23	7.33	1.8	1.8	2.4%	19.00	
goeasy	GSY	RS	2.43	16.5	147.38	12/2020	7.57	10.16	11.45	14.5	12.9	48.94	50.75	58.85	2.9	2.5	1.8%	220.00	
Brookfield Business Partners	BBU	RS	US 6.48	US 147.6	US 43.89	12/2020	-US 1.13	US 4.67	US 4.03	9.4	10.9	US 28.48	US 30.06	US 38.71	1.5	1.1	0.6%	US 63.00	
Power Corporation of Canada	POW	RM	27.64	676.5	40.86	12/2020	3.00	4.80	4.37	8.8	9.7	34.07	34.65	37.18	1.2	1.1	4.8%	48.00	↑
Entreprises de RH																			
LifeWorks Inc.	LWRK	RM	1.9	69.7	27.53	12/2020	0.80	-0.17	0.78	nmf	35.2	8.60	8.72	9.14	3.2	3.0	2.8%	32.00	
Bourses des valeurs																			
TMX Group	X	RM	7.24	56.0	129.31	12/2020	5.88	7.09	7.01	18.0	18.2	65.61	66.34	69.20	1.9	1.8	2.4%	147.00	↓
Assurance																			
Definity Financial Corp.	DFY	RS	3.3	115.9	28.82	12/2020	1.59	1.9	1.52	15.7	19.5	20.14	20.14	21.18	1.5	1.4	2.4%	36.00	
Intact Financial Corp.	IFC	RS	30.33	176.1	172.23	12/2020	9.92	11.37	10.33	15.1	16.7	79.21	79.85	85.98	2.2	2.0	2.1%	215.00	
Trisura Group Ltd.	TSU	RS	1.77	41.1	42.95	12/2020	0.92	1.52	1.59	28.3	27.0	8.49	8.85	10.40	4.9	4.1		62.00	
Fairfax Financial Holdings	FFH	RS	15.88	25.9	613.80	12/2020	US 6.29	US 129.30	US 57.56	3.7	8.4	US 561.88	US 620.09	US 673.18	0.8	0.7	2.1%	825.00	
Gestion d'actifs																			
Fiera Capital Corp.	FSZ	RM	1.04	104.0	10.04	12/2020	1.38	1.40	1.42	7.2	7.1	3.90	3.92	4.02	2.6	2.5	8.6%	12.00	
IGM Financial Inc.	IGM	RS	10.67	238.9	44.66	12/2020	3.20	4.02	4.56	11.3	10.0	26.37	26.86	29.19	1.7	1.6	5.0%	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.*

AGI acquiert Eastern Fabricators; PSI profite d'un contexte constructif en regard du nombre prévu d'appareils de forage

Ag Growth démarre 2022 avec l'acquisition d'une plateforme alimentaire stratégique, Eastern Fabricators.

Au début du mois de janvier, AGI a annoncé l'acquisition d'Eastern Fabricators, société canadienne spécialisée dans la conception, la fabrication et l'installation d'équipements et de systèmes en acier inoxydable pour les entreprises de transformation d'aliments, y compris (entre autres produits) des convoyeurs, des systèmes de cuisson à la vapeur, des culbuteurs et des trémies, et des rampes. Eastern fournit des designs tridimensionnels pour des projets de transformation alimentaire personnalisés (desservant une gamme de clients en Amérique du Nord à partir de deux installations à l'Île-du-Prince-Édouard et d'une autre en Ontario) et sera intégrée à la plateforme alimentaire d'AGI. AGI a souligné qu'Eastern a généré un chiffre d'affaires d'environ \$26 millions et un BAIIA ajusté d'environ \$8 millions au cours des 12 derniers mois (DDM) en date d'octobre 2021. AGI a noté un prix d'achat initial de \$29.25 millions et la possibilité d'un complément de \$15.75 millions si les objectifs financiers futurs sont atteints, ce qui équivaut à un ratio VE/BAIIA à l'achat d'environ 3.7x (compte tenu du prix d'achat initial) ou d'environ 5.6x (compte tenu du complément éventuel), contre un ratio VE/BAIIA 2022 actuel d'environ 7.5x pour AGI. L'acquisition sera principalement financée au moyen des facilités de crédit d'AGI. Nous apprécions cette acquisition, car elle augmente la capacité de la plateforme alimentaire d'AGI, l'un des secteurs d'activité d'Ag Growth à la croissance et aux marges relativement plus élevées (le chiffre d'affaires et le BAIIA DDM fournis pour Eastern représentent des marges de BAIIA ajusté de 30.7%, soit plus du double des marges de BAIIA ajusté pour l'ensemble de l'entreprise d'AGI en 2020 ainsi que de nos attentes pour 2021. Nous réitérons notre cote Rendement supérieur et notre cours cible de \$46,00, qui s'appuie désormais sur un ratio VE/BAIIA de 7.6 pour 2023e (ce qui est plus de 100 pb en dessous du ratio VE/BAIIA moyen sur un an d'AGI après 2008, soit 8.8, mais qui correspond au cours moyen sur un an récent d'AGI).

Le nombre prévu d'appareils de forage signifie une intensification supplémentaire des niveaux d'activité de PSI jusqu'en 2023.

Nos prévisions quant au nombre d'appareils de forage reflètent celles de nos collègues de Calgary, les estimations pour 2022 signifiant une amélioration de 25+% par rapport aux niveaux de 2021 et les prévisions pour 2023 indiquant une intensification supplémentaire d'environ 8% en glissement annuel des niveaux d'activité des appareils de forage en Amérique du Nord par rapport aux attentes pour 2022. Bien qu'il y ait eu une nette amélioration par rapport aux creux de 2020, nous notons que nos estimations modélisées restent bien en deçà des niveaux enregistrés avant la pandémie en 2019, nos prévisions quant au nombre d'appareils de forage en Amérique du Nord pour 2022 et 2023 étant inférieures de 29% et de 23% (respectivement) à la moyenne déclarée en 2019. Compte tenu des prévisions de hausse des niveaux d'activité, nous pensons que le levier d'exploitation de PSI permettra d'améliorer les marges de BAIIA en glissement annuel en 2022 et en 2023, qui seront partiellement atténuées par les pressions inflationnistes (en grande partie dues à la hausse des frais de main-d'œuvre). Compte tenu du bilan impeccable de Pason (aucune dette portant intérêt) et de sa faible intensité capitalistique (avec des dépenses d'investissement modestes en 2022, d'au plus \$25 millions), nous prévoyons une génération importante de flux de trésorerie disponibles dans un environnement de niveau d'activité croissant en 2022 et en 2023, nos prévisions actualisées tenant compte de FTD (après les dépenses d'investissement totales) bien supérieurs au dividende actuel (environ \$17 millions par an), ce qui suggère une marge de manœuvre suffisante pour une augmentation potentielle du dividende ou une offre publique de rachat plus dynamique à l'avenir. **Nous maintenons notre cote Rendement moyen et notre cours cible de \$14.50, fondé sur un ratio VE/BAIIA de 7.7x pour 2023. Bien que ce chiffre reflète le ratio VE/BAIIA sur un an plus prudent auquel PSI s'est négocié au cours des six derniers mois, nous voyons une hausse considérable de notre cours cible dans l'éventualité du rétablissement du ratio à un niveau plus proche de la moyenne historique à long terme du ratio VE/BAIIA sur un an de PSI, soit environ 10.0x.**

	Symb.	Cote du titre		Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 1/31	BAIIA (M)			VE/BAIIA			Dette nette BAIIA	12 mois cours		Δ
		titre	Δ				2020	2021e	2022e	2020	2021e	2022e	2021e	Target	Return	
Ag Growth International Inc.	AFN	RS		637.74	18.8	33.95	149.3	170.9	199.1	9.5	8.7	7.5	4.3	46.00	37%	
CES Energy Solutions Corp.	CEU	RS		621.89	254.9	2.44	83.3	150.6	169.0	11.0	6.5	6.0	2.4	2.85	19%	
Enerflex Ltd.	EFX	RM		646.60	89.8	7.20	191.3	131.5	167.3	5.2	7.3	5.9	2.4	10.75	51%	
good natured Products Inc.	GDNP	RS		154.42	217.5	0.71	-1.5	-1.2	4.7	(101.9)	(154.9)	42.1	-29.2	1.25	76%	
Green Impact Partners Inc.	GIP	RS		121.80	20.3	6.00		3.3	6.3		31.4	27.1	-6.0	9.00	50%	
Mullen Group Ltd.	MTL	RS		1119.23	95.3	11.74	191.5	218.7	262.1	7.9	7.8	6.2	2.7	16.50	46%	
Pason Systems Corp.	PSI	RM		1039.26	82.4	12.61	39.5	71.3	108.7	22.7	12.5	7.9	-2.1	14.50	17%	↑
Shawcor Ltd.	SCL	RS		416.53	70.5	5.91	43.8	97.8	120.3	16.2	6.8	5.5	2.6	8.50	44%	

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

US = dollars US

Source: Rapports des sociétés, Refinitiv, FBN



Zachary Evershed, CFA
Analyste
514 412-0021

Adjoints :
Thomas Bolland : 514 871-5013
Nathan Po : 416 660-1740

Sélections

- › DXT
- › HDI
- › AD

Lancement du programme de fusions et d'acquisitions avec Dana Hospitality

Le 1er janvier 2022, Dexterra a conclu l'acquisition de Dana Hospitality, société fermée canadienne de services alimentaires dont la valeur des marchés s'élève à environ \$100 millions par année, au prix de \$31.5 millions, suivant un ratio VE/BAIIA estimatif, avant synergies, de 5-6x. Les principaux marchés finaux de Dana, à savoir l'enseignement, le divertissement et les soins de santé, permettront à DXT de prendre de l'ampleur et de s'implanter dans de nouveaux marchés verticaux, ouvrant ainsi la voie à de futurs contrats habituellement réservés aux grandes entités.

Un bilan prêt pour plus

Sur la base de l'acquisition, nous calculons un ratio dette nette/BAIIA d'environ 1.0 et estimons que DXT peut financer des revenus supplémentaires d'environ \$200 millions par an grâce à des fusions et acquisitions, tout en maintenant le levier financier en dessous du seuil de confort fixé par la direction, soit 2x. Comme nous voyons le levier financier tomber à environ 0.2x d'ici la fin de 2023e, nous ne serions pas surpris qu'une autre transaction soit conclue au cours des 12 prochains mois et que, à l'avenir, une ou deux soient conclues chaque année. Bien que notre modèle ne tienne pas compte des acquisitions qui n'ont pas été annoncées, nous incluons le potentiel inhérent au bilan dans notre méthode de valorisation.

L'objectif de \$1 milliard est à portée de main grâce à l'abondance de catalyseurs

Nos estimations pour 2023e mettent en évidence l'apport de Dana dans la réalisation de l'objectif de DXT, soit réaliser un chiffre d'affaires de \$1 milliard en 2023. Nous voyons également un soutien de la part du secteur WAFES avec la réouverture du Crossroads Lodge plus tard cette année, qui, selon nos estimations, contribuera à un revenu de base d'environ \$30 millions par année avec des marges intéressantes pendant la durée du projet GNL Canada.

L'initiative de logement rapide devrait apporter un soutien à long terme au secteur Modular

Malgré les récents retards dans les projets de logement rapide à prix modique dans la ville de Toronto, Modular Solutions reste un ensemble d'opportunités clés pour DXT, car son carnet de commandes de projets approche les \$158 millions, même en excluant les contrats en voie d'achèvement au T3 2021. La direction s'attend à ce que les revenus retardés du T3 2021 soient récupérés au T4 2021e et au T1 2022e, à mesure que la fabrication et les livraisons des projets achevés reprennent. Par conséquent, nos estimations de revenus tiennent compte de la croissance du carnet de commandes du secteur Modular et d'une base de revenus supérieure, étant donné le statut de fournisseur privilégié de facto de la société et les relations existantes avec B.C. Housing et la Ville de Toronto. Nos prévisions de marge tendent vers 9% à partir de la fin de 2023e, ce qui reflète le potentiel d'absorption des frais fixes à mesure que la fabrication s'accélère et que l'utilisation des installations s'améliore dans la seconde moitié de 2022e.

Cours cible de \$14.00 suivant la méthode dite de la somme des parties en 2023e; Rendement supérieur

Notre cours cible de \$14.00 est fondé sur la méthode dite de la somme des parties (10x pour le secteur IFM, 7x pour le secteur WAFES et 11x pour le secteur Modular, et, en complément, un ratio de croissance par fusions et acquisitions de 0.25x, soit l'équivalent de l'ajout de \$100 millions de revenus supplémentaires chaque année), ce qui équivaut à un ratio VE/BAIIA 2023e de 8.5x. Nous attribuons à DXT la cote Rendement supérieur, car la société est bien placée pour sortir rapidement de la pandémie, que ce soit par voie de croissance endogène, grâce à son exposition aux marchés finaux en reprise, ou de fusions et d'acquisitions, grâce à la santé de son bilan.

	Symb.	Cote du titre	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 1/31	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	R	R	R	R	12/2020	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	
Boyd Group Services Inc.	BYD	RM	4,127.0	21.5	192.20	12/2020	1.97	1.18	2.75	134.6	57.7	220.0	216.3	289.9	19.9	15.0	0.3%	3.5	240.00	
Cascades	CAS	RS	1,312.1	103.2	12.72	12/2020	1.95	0.15	1.51	82.3	8.4	675.0	412.0	560.5	6.4	4.9	3.8%	3.1	19.50	
Dexterra Group Inc.	DXT	RS	538.1	65.1	8.26	12/2020	1.24	0.39	0.57	20.9	14.6	52.2	80.3	90.4	7.7	6.4	4.2%	1.0	14.00	↑
Doman Building Materials	DBM	RS	722.9	86.7	8.34	12/2020	0.78	1.34	0.81	6.2	10.3	143.0	228.8	197.7	6.2	7.0	6.7%	3.5	12.00	
GDI Integrated Facility Services	GDI	RS	1,277.9	23.0	55.50	12/2020	2.11	2.05	1.95	27.1	28.4	104.9	134.1	147.3	11.8	10.2	0.0%	1.3	70.50	
Hardwoods Distribution	HDI	RS	1,046.6	23.9	43.73	12/2020	1.53	4.32	4.07	8.1	8.6	72.7	188.6	206.8	6.8	5.7	1.1%	1.8	75.50	
Intertape Polymer Group Inc.	ITP	RS	1,553.9	60.6	25.65	12/2020	1.51	2.01	2.16	10.2	9.5	211.2	250.8	272.0	7.0	6.3	3.3%	2.2	40.50	
KP Tissue	KPT	RM	104.2	9.9	10.57	12/2020	0.53	(0.04)	0.48	nmf	22.1	197.8	155.0	223.5	8.3	7.6	6.8%	4.3	10.50	
Neighbourly Pharmacy Inc.	NBLY	RM	1,135.9	34.4	33.00	03/2021	(19.88)	(7.42)	0.48	nmf	69.4	35.1	51.6	75.8	23.8	17.6	0.5%	0.9	35.00	
Park Lawn Corporation	PLC	RS	1,217.2	31.4	38.72	12/2020	1.16	1.53	1.55	25.3	25.0	79.9	98.0	104.8	14.3	14.0	1.2%	1.3	44.50	
Richelieu Hardware	RCH	RS	2,827.2	56.6	49.98	11/2021	1.50	2.51	2.56	19.9	19.5	154.5	234.4	243.0	11.8	11.1	1.0%	0.2	53.50	↑
Savaria Corporation	SIS	RS	1,198.4	64.6	18.54	12/2020	0.56	0.63	1.05	29.4	17.7	59.8	100.9	132.9	15.6	11.6	2.7%	2.7	24.50	
Uni-Sélect	UNS	RS	1,020.5	43.0	23.71	12/2020	(0.17)	0.88	1.02	21.6	18.5	89.3	136.7	150.6	8.8	7.6	0.0%	2.1	27.50	

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
- › CGI
- › Docebo
- › Kinaxis
- › Lightspeed
- › Magnet Forensics
- › Nuvei
- › OpenText
- › Shopify
- › TELUS International

Un début d'année difficile pour le secteur de la technologie

Comme vous le savez, il y a eu un net revirement dans les préférences des investisseurs, qui se sont détournés des titres de croissance pour priser les actions de valeur, et ce, largement à cause des perspectives de hausses des taux d'intérêt. Nous vous renvoyons vers nos derniers commentaires pour l'année à venir et pour le trimestre, où vous trouverez une analyse plus détaillée des répercussions pour notre secteur ainsi que des conseils pour mieux se positionner dans le contexte

actuel. Depuis le début de l'année, l'indice S&P de la technologie s'est contracté de 13.1%, tandis que l'indice S&P est en baisse d'environ moitié moins, soit 6.9%. Cette contreperformance est encore plus prononcée ici au Canada, où l'indice TSX de la technologie a chuté de 26.3% depuis le début de l'année, tandis que l'indice TSX général n'affiche une contraction que de 1.4%. En réalité, ce changement d'humeur des investisseurs allongera le délai de réalisation des rendements potentiels de nombre de nos titres de haut vol (actions à forte croissance/valorisation); mais, conformément à l'opinion que nous avons exposée de façon exhaustive dans nos analyses écrites, nombre de ces titres requièrent une approche d'investissement à long terme, en particulier du fait que l'exécution de leurs stratégies respectives est longue à se matérialiser. Pour ceux qui recherchent un rendement relatif à plus court terme, nous pensons que les titres classiques tels que CGI et Open Text dégageront des rendements supérieurs du fait de leurs attributs défensifs - rentabilité couplée à des flux de trésorerie élevés. Nous aimons aussi les titres tels que Kinaxis, Magnet Forensics, Nuvei et TELUS International pour leurs valorisations relatives. Cela étant dit, pour les investisseurs ayant un horizon à long terme, nous pensons que les récents replis offrent des points d'entrée intéressants pour des titres tels que Docebo, Lightspeed et Shopify, à des valorisations plus raisonnables. Nous incluons aussi Altus en tant que titre de la catégorie des situations spéciales. Voici de brefs commentaires sur certains de ces titres :

- › **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 file 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 modulable, ce qui pourrait faire fluctuer le titre à l'avenir.
- › **Shopify** reste selon nous la principale plateforme technologique pour le commerce électronique. Pour les investisseurs, nous continuons d'entrevoir de nombreuses perspectives de croissance, à savoir : 1) expansion internationale, 2) augmentation du taux d'adoption de nouveaux services; 3) croissance de la taille de l'entreprise; et des points de vente pour les PME, sans compter ce que nous croyons être une mutation accélérée du secteur vers le commerce en ligne. Nous continuons de croire que l'infrastructure de traitement des commandes (SFN) est un projet important; cela dit, nous pensons que le délai pour le réaliser a été prolongé compte tenu des efforts qu'il a fallu engager pour développer ce segment.

Symb.	Cote du titre	Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 1/31	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B		BAIIA (M)			VE/BAIIA		Valeur compt.	Ratio d'endet.	Cours cible			
							(A)	est.	est.	Ex1	Ex2	Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2			Ex1	Ex2	12 mois	Δ
							Dern. Ex.	Ex1	Ex2													
Altus Group Limited	AIF	RS	2,331	44.6	52.27	2020	1.66	1.79	2.31	29.2	22.6	98.9	107.7	150.9	21.7	15.5	9.3u	37%	80.00			
Blackline Safety Corp.*	BLN	RS	374	60.0	6.23	2020	(0.14)	(0.49)	(0.38)	NMF	NMF	5.5	(10.5)	(6.3)	NMF	NMF	0.8u	0%	10.00			
CGI Inc.	GIB.A	RS	27,165	249.5	108.86	2020	4.68	5.36	5.93	20.3	18.4	2426.3	2437.7	2598.7	12.0	11.2	26.5	33%	135.00			
Constellation Software Inc.	CSU	RM	46,062	21.2	2,173.61	2020	36.06u	46.77u	55.63u	36.6	30.7	1,237.0u	1,513.1u	1,561.8u	24.1	23.3	62.4u	44%	2100.00			
Coveo Solutions Inc.	CVO	RS	1,197	112.6	10.63	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	2,269	32.8	69.15	2020	(0.13u)	(0.26u)	0.03u	NMF	NMF	(2.2u)	(5.8u)	1.9u	NMF	NMF	193.8u	0%	85.00u	↓		
D2L Inc.	DTOL	RS	890	60.6	14.70	2021	0.11u	(0.14u)	(0.30u)	NMF	NMF	6.0u	(4.2u)	(12.9u)	NMF	NMF	1.3u	0%	20.00			
E Automotive Inc.	EINC	RS	611u	55.2	11.08u	2020	(1.77u)	(0.25u)	(0.36u)	NMF	NMF	(4.1u)	(6.3u)	(13.1u)	NMF	NMF	0.8u	26%	21.50	↓		
Farmers Edge Inc.	FDGE	RM	107	41.9	2.55	2020	(2.02u)	(1.11u)	(1.17u)	NMF	NMF	(45.9u)	(31.1u)	(38.1u)	NMF	NMF	3.4u	1%	4.00	↓		
Kinaxis Inc.	KXS	RS	4,573u	28.1	162.51u	2020	1.11u	0.53u	1.46u	NMF	NMF	53.7u	34.6u	63.3u	97.3	53.2	10.6u	0%	225.00u			
Lightspeed Commerce Inc.	LSPD	RS	4,235u	139.7	30.31u	2021	(0.38u)	(0.31u)	(0.13u)	NMF	NMF	(21.2u)	(35.3u)	(8.7u)	NMF	NMF	14.5u	1%	90.00u	↓		
Magnet Forensics Inc.*	MAGT	RS	1,048	40.0	26.18	2020	0.32	0.23	0.22	NMF	NMF	15.4	13.7	13.1	52.4	54.9	2.1u	2%	50.00	↓		
mdf commerce inc.	MDF	RM	144	33.6	4.29	2021	(0.30u)	(0.31u)	(0.02u)	NMF	NMF	5.1u	(2.6u)	8.8u	NMF	20.7	6.6u	19%	6.00u	↓		
Nuvei Corporation	NVEI	RS	11,292u	147.5	76.58u	2020	0.14u	1.68u	2.12u	45.5	36.1	163.0u	314.4u	414.9u	27.7	21.0	10.7u	24%	130.00u	↓		
Open Text Corporation	OTEX	RS	12,209	274.0	44.56	2020	3.39	3.50	3.52	12.7	12.7	1315.2	1292.6	1341.2	11.0	10.6	15.0	47%	60.00			
Pivotree Inc.*	PVT	RS	145	26.6	5.44	2020	(0.09)	(0.31)	(0.24)	NMF	NMF	5.6	(4.6)	(3.4)	NMF	NMF	2.7	0%	8.00	↓		
Q4 Inc.	QFOR	RS	208	42.7	4.87	2020	(0.33u)	(0.72u)	(0.70u)	NMF	NMF	(6.7u)	(17.8u)	(25.8u)	NMF	NMF	1.8u	22%	12.00	↓		
Real Matters Inc.	REAL	RM	551u	85.0	6.48u	2020	0.56u	0.46u	0.36u	11.0	14.2	72.2u	57.5u	43.1u	6.2	8.2	1.9u	0%	8.00u	↓		
Shopify Inc.	SHOP	RS	111,982u	127.5	878.00	2020	4.01u	6.67u	6.47u	NMF	NMF	454.5u	755.5u	768.2u	NMF	NMF	80.4u	9%	2000.00			
Softchoice Corp*	SFTC	RM	1,417	63.9	22.19	2020	0.65	0.55	0.96	40.1	23.1	65.5	66.4	95.4	22.3	15.6	0.78	62%	30.00	↓		
Tecsys Inc*	TCS	RS	565	14.5	38.81	2021	0.49	0.23	0.68	NMF	NMF	16.2	11.2	19.1	48.9	28.8	4.61	13%	65.00u			
Telus International	TIXT	RS	7,239	268.0	27.01	2020	0.71	0.96	1.27	NMF	NMF	391.2	532.7	655.2	15.6	12.7	6.03	42%	50.00			
Thinkific Labs Inc.	THNC	RS	375	76.7	6.21u	2020	(0.01)u	(0.27)u	(0.32)u	NMF	NMF	(0.39)u	(19.97)u	(24.29)u	NMF	NMF	1.81u	0.00	15.00u	↓		

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

u = dollars US

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

Technologies propres et développement durable

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


Rupert Merer, P. ENG, CFA

Analyste
416 869-8008

Adjoints :

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. Cependant, nous pensons que le secteur de l'énergie renouvelable devrait connaître une croissance régulière, parce qu'il s'agit de la forme d'énergie la moins coûteuse (qui n'a désormais plus besoin de subventions) et qu'elle bénéficie du soutien croissant de 44 pays (plus l'Union européenne), représentant 70% des émissions dans le monde, qui se sont engagés sur la voie de la carboneutralité. 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 Energia Llaima SpA; la centrale Licán de 18 MW au Chili; et 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 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 \$4 par action au titre de la plus-value, est fondé sur des FTA à long terme établis par l'application d'un taux d'actualisation de 5.5% sur les actifs en exploitation.

▶ **Boralex Inc.**
(BLX : TSX; Rendement supérieur;
cours cible de \$41) :

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, la clientèle 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 pourrait bien remporter des contrats cette année après avoir fait répondre à des appels d'offres en France, au Québec et à New York. BLX a 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 dès que plus de détails auront filtré sur les crédits d'impôt fédéraux pour l'énergie renouvelable aux États-Unis. En outre, BLX pourrait se voir attribuer de nouveaux projets au Québec cette année (soumissions pour des projets d'électricité éolienne - 300 MW

Technologies propres et développement durable

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

- et autres sources d'énergie renouvelable - 480 MW) et l'année prochaine (encore 1,000 MW). Notre cours cible, qui comprend \$7 par action au titre de la plus-value, est fondé sur des FTA à long terme établis par l'application d'un coût des capitaux propres de 5.5% 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 d'environ 2,020 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 con-

struits 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, pour une capacité brute totale de 1.3 GW. 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 ses projets éoliens sur terre à New York, et nous devrions en savoir plus sur ses soumissions à des projets d'énergie solaire de 300 MW à New York, avec la perspective de conclure de nouveaux contrats au cours des prochains mois. 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 des capitaux propres de 5.5% sur les flux de trésorerie d'exploitation.

Symb.	Cote du titre	Cote du titre Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 1-31	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B		Ventes par action			C/V		Valeur compt.	Ratio d'endet.	Cours cible	
							(A)	est.	est.	Ex1	Ex2	(A)	est.	est.	Ex1	Ex2			12 mois	Δ
							Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Dern. Ex.	Ex1	Ex2					
Technologie énergétique																				
5N Plus	VNP	RS	187.0	82	2.29	12/2020	0.06u	0.07u	0.18u	26.6	9.9	2.14u	2.46u	3.05u	0.7	0.6	1.37u	0.20	4.25	↓
Anaergia Inc.	ANRG	RM	1097.0	62	17.81	12/2020	0.00	0.00	0.00	na	na	3.05	2.60	4.85	6.9	3.7	10.70	0.48	22.00	↓
Algonquin Power	AQN	RS	9600.0	672	14.29u	12/2020	0.65u	0.71u	0.74u	20.0	19.2	2.98u	3.70u	4.06u	3.9	3.5	10.70u	0.48	15.50u	
Altius Renewable Royalties Corp	ARR	RS	260.2	29	9.00	12/2020	(0.15)u	0.07u	0.00u	nmf	nmf	0.01u	0.02u	0.12u	nmf	58.2	0.43u	0.00	13.00	
Ballard Power Systems	BLDP	RS	3095.2u	298	10.40u	12/2020	(0.20)u	(0.32)u	(0.27)u	nmf	nmf	0.42u	0.33u	0.47u	31.5	22.4	4.58u	0.01	20.00u	↓
Boralex	BLX	RS	3418.7	103	33.05	12/2020	0.56	0.39	0.48	nmf	68.3	6.44	6.76	6.89	4.9	4.8	11.73	0.65	41.00	
Brookfield Renewable	BEP	RS	21662.5u	646	33.55u	12/2020	0.00u	0.00u	0.00u	na	na	3.36u	3.69u	4.11u	9.1	8.2	24.27u	0.35	38.00u	
DIRTT Environmental Solutions	DRT	RM	140.8u	85	1.65u	12/2020	(0.13)u	(0.54)u	(0.16)u	nmf	nmf	2.03u	1.72u	2.33u	1.0	0.7	0.88u	0.23	3.25u	
GFL Environmental Inc.	GFL	RS	15119.6	362	41.76	12/2020	(2.76)	(1.47)	(0.19)	nmf	nmf	11.64	15.01	17.13	2.8	2.4	14.98	0.54	55.00	
Innervex	INE	RS	3617.0	194	18.65	12/2020	(0.23)	(0.66)	0.70	nmf	26.7	3.60	4.19	4.04	4.4	4.6	6.13	0.86	23.00	
The Lion Electric Company	LEV	RS	1746.8u	199	8.77u	12/2020	(3.64)u	(0.45)u	(0.20)u	nmf	nmf	0.77u	0.22u	1.51u	39.8	5.8	1.67u	0.02	14.00u	↓
Loop Energy Inc	LPEN	RS	122.3	35	3.45	12/2020	(0.50)	(0.77)	(0.77)	nmf	nmf	0.03	0.05	0.40	63.3	8.6	2.32	0.01	9.00	↓
NanoXplore	GRA	RS	864.6	158	5.47	06/2021	(0.08)	(0.05)	0.13	nmf	42.5	0.46	0.57	0.88	9.5	6.2	0.62	0.20	10.00	
Next Hydrogen Solutions Inc.	NXH	RM	56.3	24	2.30	12/2020	(0.77)	(1.33)	(0.97)	nmf	nmf	0.00	0.01	0.28	nmf	8.1	1.69	0.01	6.00	↓
Northland Power	NPI	RS	8317.7	226	36.81	12/2020	1.78	0.64	0.83	57.8	44.5	10.25	9.23	9.16	4.0	4.0	13.05	0.68	44.00	
TransAlta Renewables	RNW	RM	4637.8	267	17.37	12/2020	0.35	0.55	0.69	31.4	25.2	1.64	1.70	1.72	10.2	10.1	7.66	0.18	18.50	↓
Xebec Adsorption	XBC	RM	294.1	154	1.91	12/2020	(0.33)	(0.17)	0.01	nmf	nmf	0.59	0.81	1.36	2.4	1.4	2.04	0.17	4.00	↓

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

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

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

u = dollars US

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

—

Adjoints :

Ahmed Abdullah : 514 879-2564

Luc Troiani, CFA : 416 869-6585

Sélections

- › Cineplex
- › Rogers
- › Transcontinental

Rogers**La croissance devrait s'améliorer en 2022 avant la clôture de l'acquisition Shaw, attendue d'ici juin.**

On peut dire sans rougir que l'année 2021 a été très mouvementée pour Rogers, car la société a conclu la plus importante opération de son histoire, qui attend l'approbation des autorités réglementaires, a dû composer avec les pressions liées à la pandémie, a soumis bien plus qu'on ne s'y attendait au cours de l'enchère de spectre de l'été de 3,500 MHz, a eu brièvement deux conseils à sa tête à l'automne jusqu'à ce que l'affaire soit tranchée par un juge de Colombie-Britannique et a vu plusieurs cadres dirigeants aller et venir (à commencer par le chef de la direction), alors que les choses semblent s'apaiser en 2022 au sein de l'équipe de direction. L'action de Rogers a livré une contreperformance et était plus volatile que celles des trois principales sociétés comparables ces trois dernières années, et l'écart de valorisation s'est creusé ces douze derniers mois. La composition des actifs de la société l'a positionnée pour une contreperformance relative pendant la pandémie, car la forte contraction des recettes tirées des services d'itinérance a été exacerbée par une approche plus dynamique pour éliminer les recettes liées à l'utilisation excédentaire, et ses actifs dans les médias et les sports ont subi d'importantes pressions en termes de ventes publicitaires et de billets invendus pour les matchs de l'équipe des Blue Jays. Un rebond devrait s'opérer en 2022 grâce à des données comparables faciles à soutenir et à une amélioration de la conjoncture. Les investisseurs se concentrent sur la potentielle clôture de l'acquisition de Shaw (qui, selon Rogers, devrait advenir au T2 2022), mais il existe des risques liés à l'intégration et à la réalisation des gains de synergie au complet, ainsi qu'à la dynamique concurrentielle avec Bell et Telus. Rogers a déclaré les résultats de son T4 2021 le 27 janvier 2022, avec un chiffre d'affaires et un BAIIA supérieurs aux attentes grâce aux services sans fil. La société a présenté ses prévisions pour le trimestre à venir, comme elle le faisait en 2021, mais aussi pour l'ensemble de l'exercice 2022 : le chiffre d'affaires devrait croître de 4% à 6%, le BAIIA, de 6% à 8%, les dépenses en immobilisations devraient se situer entre \$2.8 et \$3.0 milliards et les FTD, entre \$1.8 et \$2.0 milliards. En outre, la direction a établi trois priorités absolues: 1) clôturer l'acquisition de Shaw et dégager des gains de synergie; 2) améliorer l'exécu-

tion après la publication de résultats inférieurs à ceux des sociétés comparables ces dernières années et 3) investir dans les réseaux (expansion de l'implantation géographique, accès hertzien fixe, 5G). La société est enthousiasmée par les changements au sein de sa direction et s'attend à ce que les résultats s'améliorent, en particulier dans le segment de la câblodistribution où elle exécute sa feuille de route Maison connectée qui repose sur le service Télé Élan et qui s'invite dans les régions rurales. Notre cours cible repose sur nos estimations des FTA 2022E (*pro forma*) et de la VAN 2023E (*pro forma*) et correspond à un ratio implicite VE/BAIIA 2022E et 2023E (*pro forma*) de 8.6 et 8.2, respectivement, excluant toute cession liée à la transaction Shaw et tout achat futur de spectre.

Symb.	Cote du titre	Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 1/31	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B		BAIIA (M\$)			VL/BAIIA		Valeur compt.	Ratio d'endet.	Cours cide 12 mois	Δ
							(A) Dernier Ex	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	(A) Dernier Ex	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2				
Radiodiffusion et divertissement																				
Cineplex Inc.	CGX	RS	822	63.3	12.97	12/2020	(9.85)	(3.79)	0.49	-3.4	26.6	-182.8	-84.5	156.2	NM	9.5	-3.15	1.39	19.00	
Corus Entertainment Inc.	CJR.b	RS	1,048	208.4	5.03	08/2021	0.88	0.84	0.91	6.0	5.5	524.6	511.8	520.2	4.9	4.4	5.50	0.55	8.00	
WildBrain Ltd.	WILD	RS	519	172.0	3.02	06/2021	(0.07)	(0.03)	0.17	-118.9	17.9	83.1	91.7	106.5	10.5	8.6	0.32	0.88	5.00	
Spin Master Corp.	TOY	RS	4,471	102.3	43.70	12/2020	0.51	1.88	2.01	18.3	17.1	180.6	370.2	386.3	8.6	7.7	9.99	-0.54	61.00	
Stingray Group Inc.	RAY.a	RS	536	71.1	7.55	03/2021	0.85	0.78	0.96	9.6	7.9	114.3	102.9	122.0	8.6	7.5	3.93	0.60	8.50	
TVA Group Inc.	TVA.b	RM	134	43.2	3.10	12/2020	0.86	0.84	0.77	3.7	4.0	85.3	84.1	78.3	2.0	2.0	8.39	0.12	3.25	
Impression et édition																				
Thomson Reuters Corp.	TRI	RM	66,924	490.4	136.46	12/2020	1.85	2.04	2.80	52.8	38.4	1975.0	1995.4	2320.0	27.8	23.7	28.94	0.15	162.00	
Transcontinental Inc.	TCL.a	RS	1,836	87.0	21.10	10/2021	2.37	2.46	2.57	8.6	8.2	454.9	463.5	470.6	5.7	5.3	20.04	0.34	28.00	
Publicité et marketing																				
VerticalScope Holdings Inc.	FORA	RS	539	21.6	25.00	12/2020	(0.01)	(0.18)	0.65	NM	38.4	26.6	28.5	28.5	12.1	9.8	4.21	-0.24	36.00	
Yellow Pages Ltd.	Y	RM	398	27.7	14.36	12/2020	2.28	1.96	1.94	7.3	7.4	129.4	102.5	91.2	3.2	3.2	NM	-0.38	15.00	
Télécommunications																				
BCE Inc.	BCE	RS	60,344	908.8	66.40	12/2020	3.02	3.16	3.33	21.0	19.9	9607.0	9901.6	10262.2	9.3	9.0	21.08	0.39	70.00	
Cogeco Communications Inc.	CCA	RS	4,862	46.6	104.34	08/2021	8.43	9.01	9.79	11.6	10.7	1205.7	1380.1	1426.9	6.4	6.0	61.46	0.60	141.00	
Quebecor Inc.	QBR.b	RS	7,296	242.7	30.06	12/2020	2.33	2.56	2.90	11.7	10.4	1952.6	1989.4	2053.7	6.9	6.5	5.17	0.87	40.00	
Rogers Communications Inc.	RCI.b	RS	32,551	504.9	64.47	12/2021	3.56	4.35	5.31	14.8	12.1	5887.0	8974.3	9568.4	8.1	7.7	20.86	0.48	74.00	↑
Shaw Communications	SJR.b	RS	18,983	501.0	37.89	08/2021	1.60	1.60	1.65	23.7	23.0	2500.0	2564.9	2604.9	9.5	9.2	12.24	0.48	40.50	
Telus Corp.	T	RS	40,708	1361.0	29.91	12/2020	0.95	0.97	1.14	30.8	26.2	5493.7	5877.4	6404.3	10.4	9.6	11.71	0.56	35.00	↑

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

- › BBD.B
- › CAE
- › HRX

Mise à jour sur le secteur de l'aéronautique

Avis positifs pour BBD.B, CAE et HRX

Le secteur de l'aéronautique peine grandement à combler l'écart avec son pic d'avant la pandémie, mais les tendances générales pour les titres que nous couvrons (Bombardier, CAE et Héroux-Devtek) sont positives.

- ▣ **Omicron, un bref revers pour la reprise du trafic aérien, mais les tendances générales sont positives.**

En fin de compte, c'est la demande de billets d'avion qui soutient principalement le secteur global de l'aviation commerciale. D'après les derniers chiffres de l'IATA, le trafic mondial de passagers était inférieur de 45.1% en décembre aux niveaux de 2019, pour une baisse des capacités de 37.6%. Cependant, par rapport à décembre d'il y a un an, le trafic est en hausse de 79.5%, avec une augmentation des capacités de 45.5%. Malgré le bref revers du variant Omicron, nous pensons que le trafic aérien continuera de rebondir en 2022 et que la reprise sera totale d'ici 2024. L'intensification de l'activité dans le secteur de l'aviation est positive pour CAE (Rendement supérieur, cours cible de \$45.00), car l'accroissement des capacités par les compagnies aériennes fait croître les besoins en formation de pilotes, ce qui entraînera une hausse de la fréquentation des centres de formation de pilotes de CAE.

- ▣ **Les taux de production d'avions commerciaux dépassent un creux.**

Les livraisons d'avions des grandes sociétés Airbus et Boeing ont fortement rebondi en 2021, avec 951 livraisons totales comparativement à 723 en 2020. L'activité de commandes de nouveaux avions a aussi rebondi en 2021, et les carnets de commandes combinés d'Airbus et de Boeing représentent environ 12 années de production, ce qui fera monter les cadences de production à partir de 2022. Ces nouvelles sont bonnes pour CAE, car la demande de simulateurs de vol est corrélée avec les livraisons de nouveaux avions. L'intensification des rythmes de production est aussi un point positif pour Héroux-Devtek (Rendement supérieur, cours cible de \$26.00), qui produit des trains d'atterrissage pour les avions commerciaux.

- ▣ **Le marché de l'aviation d'affaires semble solide.**

À l'échelle mondiale, en 2021, les vols d'avions d'affaires ont augmenté de 7% par rapport aux niveaux d'avant la pandémie de 2019 d'après WingX, atteignant un record absolu. En outre, d'après AMSTAT, le marché des avions d'affaires d'occasion souffre d'une pénurie extrême, car 3.8% seulement de la flotte d'avions d'affaires est actuellement en vente – toute proportion inférieure à 10% est habituellement considérée comme positive pour la demande de nouveaux avions. Vu les taux d'utilisation élevés des avions d'affaires et la pénurie d'appareils disponibles sur le marché de l'occasion, il y a fort à parier que les commandes continueront de s'accumuler et que la production s'accéléra chez Bombardier (Rendement supérieur, cours cible de \$2.50). CAE profitera aussi de l'activité accrue dans le secteur de l'aviation d'affaires, car les exploitants d'avions d'affaires représentent environ 50% des revenus de sa division Aviation civile.

- ▣ **Le secteur de la défense est stable, avec un potentiel élément catalyseur à venir cette année.**

Les perspectives du segment de la défense restent positives pour 2022, car les dépenses mondiales dans ce secteur continuent d'augmenter pour faire face à des menaces croissantes. Le Canada pourrait enfin sélectionner son prochain avion de chasse en 2022, événement dont CAE et HRX pourraient tirer parti, quel que soit l'appareil choisi.

Transport et produits industriels

	Symb.	Cote du titre	Actions		Cap. bours. (M)	Dernier exercice déclaré	BPA			C/B		FTDPAD			C/FT		Ratio d'endet.	Cours cible	
			e.c. (M)	Cours 1-31			(A)	est.	est.	Ex1	Ex2	(A)	est.	est.	Ex1	Ex2		12 mois	Δ
			Δ				Dernier Ex	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	Denier Ex	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2			
Air Canada	AC	RM	358	22.86	8,184	12/2020	-16.47	-10.51	-1.85	NA	NA	(10.84)	(9.29)	1.91	NA	12.0x	99%	28.00	↓
Bombardier Inc.	BBD.b	RS	2403	1.69	4,060	12/2020	-u0.47	-u0.19	-u0.04	NA	NA	-u1.32	-u0.32	u0.05	NA	27.0x	na	2.50	
BRP Inc.	DOO	RS	83	105.65	8,784	01/2021	5.35	9.40	9.83	11.2x	10.7x	6.77	(1.95)	9.10	NA	11.6x	111%	128.00	
CAE Inc.	CAE	RS	319	32.1	10,229	03/2021	0.47	0.76	1.25	42.0x	25.7x	0.81	(0.02)	0.96	NA	33.3x	38%	45.00	↑
Canadian National Rail	CNR	RM	707	154.93	109,597	12/2021	5.95	7.11	7.83	21.8x	19.8x	9.81	9.94	11.11	15.8x	15.6x	34%	172.00	↑
Canadian Pacific Rail	CP	RM	930	90.94	84,574	12/2021	3.76	3.84	4.65	23.7x	19.6x	5.41	3.43	6.41	16.8x	26.5x	37%	98.00	
Cargojet Inc.	CJT	RM	18	180.14	3,155	12/2020	-5.63	5.62	6.68	32.1x	27.0x	9.41	0.94	0.67	NA	NA	31%	201.00	
Chorus Aviation Inc.	CHR	RM	178	3.62	643	12/2020	0.40	0.35	0.43	10.4x	8.4x	(1.50)	0.60	(0.49)	6.1x	NA	72%	4.30	↓
Exchange Income Corporation	EIF	RS	39	42.4	1,654	12/2020	1.31	1.89	2.54	22.4x	16.7x	3.42	0.75	2.36	56.2x	17.9x	60%	51.00	
Héroux-Devtek Inc.	HRX	RS	37	17	622	03/2021	0.80	0.87	1.02	19.6x	16.6x	1.86	1.88	1.07	9.1x	9.0x	27%	26.00	↑
NFI Group Inc.	NFI	RM	77	19.1	1,472	12/2020	-u0.75	u0.01	u0.52	na	29.0x	u0.69	-u0.35	u0.76	NA	19.8x	59%	26.00	
Taiga Motors Corp.	TAIG	RS	31	4.57	143	12/2020	NA	-5.57	-1.25	NA	NA	NA	(2.45)	(3.74)	NA	NA	na	16.00	
Transat A.T. Inc.	TRZ	RI	38	4.58	173	10/2021	-11.83	-4.82	-0.67	NA	NA	(13.88)	0.04	4.86	NA	NA	NA	3.50	
TFI International Inc.	TFII	RS	93	122.35	11,376	12/2020	u3.30	u4.84	u6.20	19.9x	15.5x	u5.16	u6.59	u7.56	14.6x	12.7x	50%	153.00	↓

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	66	Cascades	CAS	62	Freehold Royalties	FRU	51	National Energy Services Reunited	NESR	51	Suncor Energy	SU	51
ABC Technologies	ABCT	55	Cenovus Energy	CVE	51	GDI Integrated Facility Services	GDI	62	Neighbourly Pharmacy Inc.	NBLV	62	Superior Plus	SPB	53
AbraSilver Resource Corp	ABRA	49	Centerra Gold Inc	CG	49	GFL Environmental Inc.	GFL	66	New Gold Inc	NGD	49	Surge Energy	SGY	51
Advantage Oil & Gas	AAV	51	CES Energy Solutions Corp.	CEU	60	Gibson Energy	GBI	53	Newmont	NGT	49	Taiga Motors Corp.	TAIG	70
Adventus Mining	ADZN	47	CGI Inc.	GIB.A	64	Gildan	GIL	43	Next Hydrogen Solutions Inc.	NXH	66	Tamarack Valley Energy	TVE	51
Aecon Group	ARE	55	Chartwell Retirement Residences	CSH.un	45	goeasy	GSY	58	NFI Group Inc.	NFI	70	Taseko Mines	TKO	47
Ag Growth International Inc.	AFN	60	Chemtrade Logistics Income Fund	CHEJ.un	57	Gold Standard Ventures Corp.	GSV	49	North American Construction Group Ltd.	NOA	55	TC Energy Corp.	TRP	53
Agnico-Eagle Mines Ltd	AEM	49	Choice Properties REIT	CHP.un	45	good natured Products Inc.	GDNP	60	Northland Power	NPI	66	Teck Resources	TECKb	47
Air Canada	AC	70	Chorus Aviation Inc.	CHR	70	Goodfood Market	FOOD	43	NorthWest H.P. REIT	NWH.un	45	Tecsys Inc.	TCS	64
Akumina	AKU	57	CIBC	CM	41	Granite REIT	GRT.un	45	Nuvei Corporation	NVEI	64	Telus Corp.	T	68
Alamos Gold Inc	AGI	49	Cineplex Inc.	CGX	68	Great-West Lifeco	GWO	41	NuVista Energy	NVA	51	Telus International	TIXT	64
Alaris Equity Partners Income Trust	AD	62	Cogeco Communications Inc.	CCA	68	Green Impact Partners Inc.	GIP	60	O3 Mining Inc.	OIII	49	Tervita	TEV	53
Algonquin Power	AGN	66	Colliers International	CIGI	55	H&R REIT	HR.un	45	OceanaGold Corp	OGC	49	TFI International Inc.	TFII	70
Alio Gold Inc.	ALO	49	Cominar REIT	CUF.un	45	H2O Innovation	HEO	57	Open Text Corporation	OTEX	64	The Lion Electric Company	LEV	66
Allied Properties REIT	AP.un	45	Constellation Software Inc.	CSU	64	Hardwoods Distribution	HDI	62	Osisko Development	ODV	49	Theratechnologies	TH	57
AltaGas	ALA	53	Copper Mountain Mining	CMMC	47	Headwater Exploration	HWX	51	Osisko Gold Royalties Ltd	OR	49	Thinkific Labs Inc.	THNC	64
AltaGas Canada Inc.	ACI	53	Corus Entertainment Inc.	CJR.b	68	Héroux-Devtek Inc.	HRX	70	Osisko Mining	OSK	49	Thomson Reuters Corp.	TRI	68
Altus Renewable Royalties Corp	ARR	66	Couche Tard	CJT.D	43	Home Capital Group	HCG	58	Ovintiv Inc (US\$)	OVV	51	Tidewater Midstream	TWM	53
Altus Group Limited	AIF	64	Coveo Solutions Inc.	CVO	64	Hudbay Minerals	HBM	47	Pan American Silver	PAAS	49	Tidewater Renewables	LCFS	53
American Hotel Income Properties	HOT.un	45	Crescent Point Energy Corp.	CPG	51	Hydro One Ltd.	H	53	Paramount Resources	POU	51	Timbercreek Financial	TF	58
Anoergia Inc.	ANRG	66	Crew Energy	CR	51	iA Groupe Financier	IAG	41	Park Lawn Corporation	PLC	62	TMX Group	X	58
Andlauer Healthcare Group	AND	57	Crombie REIT	CRR.un	45	IAMGOLD Corp	IMG	49	Parkland Fuel Corporation	PKI	43	Topaz Energy	TPZ	51
ARC Resources Ltd.	ARX	51	CT REIT	CRT.un	45	IBI Group Inc.	IBG	55	Pason Systems Corp.	PSI	60	Torex Gold Resources Inc	TXG	49
Argonaut Gold Inc.	AR	49	D2L Inc.	DTOL	64	IGM Financial Inc.	IGM	58	Pembina Pipelines	PPL	53	Toromont Industries Ltd.	TIH	55
Artemis Gold Inc.	ARTG	49	Definity Financial Corp.	DFY	58	Imperial Oil	IMO	51	Pet Valu	PET	43	Tourmaline Oil	TOU	53
Artis REIT	AX.un	45	Dexterra Group Inc.	DXT	62	IMV Inc.	IMV	57	Peyto Exploration & Development	PEY	51	TransAlta	TA	53
ATCO Ltd.	ACO	53	Dialogue Health Technologies	CARE	57	Innervex	INE	66	Pipestone Energy	PIPE	51	TransAlta Renewables	RNW	66
ATS Automation	ATA	55	DIRTT Environmental Solutions	DRT	66	Inovalis REIT	INO.un	45	Pivotree Inc.	PVT	64	Transat A.T. Inc.	TRZ	70
AuRico Metals Inc	AMI.TO	49	Docebo Inc.	DCBO	64	Intact Financial Corp.	IFC	58	Power Corporation of Canada	POW	58	Transcontinental Inc.	TCLa	68
AutoCanada	ACQ	55	Dollarama	DOL	43	Integra Resources Corp.	ITR	49	PrairieSky Royalty	PSK	51	Transvision	TV	47
Automotive Properties REIT	APR.un	45	Doman Building Materials	DBM	62	Inter Pipeline	IPL	53	Precision Drilling Corp.	PD	51	Trican Well Services	TCW	51
Aya Gold and Silver	AYA	49	DREAM Industrial REIT	DIR.un	45	InterRent REIT	IIP.un	45	Premium Brands Holdings	PBH	43	Tricon Capital Group	TCN	45
B2Gold	BTO	49	DREAM Office REIT	D.un	45	Intertape Polymer Group Inc.	ITP	62	Pretium Resources	PVG	49	Trilogy Metals	TMQ	47
Ballard Power Systems	BLDP	66	DRI Healthcare Trust	DHTLUT	57	Invesque	IWGu	45	Pure Gold Mining Inc.	PGM	49	Triple Flag Precious Metals Corp	TFPM	49
Banque Canadienne de l'Ouest	CWB	41	Dundee Precious Metals	DPM	49	Jamieson Wellness	JWEL	57	Q4 Inc.	QFOR	64	Trisura Group Ltd.	TSU	58
Banque de Montréal	BMO	41	E Automotive Inc.	EINC	64	Josemaria Resources	JOSE	47	Quebecor Inc.	QBR.b	68	True North Commercial REIT	TNT.un	45
Banque Laurentienne	LB	41	ECN Capital	ECN	58	K92 Mining Inc.	KNT	49	Real Matters Inc.	REAL	64	TVA Group Inc.	TVA.b	68
Banque Nationale	NA	41	Eldorado Gold Corp	ELD	49	K-Bro Linen	KBL	57	Richelieu Hardware	RCH	62	Uni-Sélect	UNS	62
Banque Royale du Canada	RY	41	Element Fleet Management	EFN	58	Kelt Exploration	KEL	51	RioCan REIT	REI.un	45	Verezen Inc.	VSN	53
Banque Scotia	BNS	41	Emera Inc.	EMA	53	Keyera	KYP	53	Ritchie Bros. Auctioneers	RBA	55	Vermilion Energy Inc.	VET	51
Banque Toronto-Dominion	TD	41	Empire Company	EMPa	43	Killam Apartment REIT	KMP.un	45	Rogers Communications Inc.	RCL.b	68	VerticalScope Holdings Inc.	FORA	68
Barrick Gold	ABX	49	Enbridge Inc.	ENB	53	Kinaxis Inc.	KXS	64	Rogers Sugar	RSI	57	Wesdome Corp.	WDO	49
Barsele Minerals Corp.	BME	49	Enbridge Income Fund	ENF	53	Kinross Gold Corp	K	49	Roots Corporation	ROOT	43	Wheaton Precious Metals Corp	WPM	49
Baytex Energy	BTE	51	Endeavour Mining	EDV	49	Kirkland Lake Gold Corp	KL	49	Royal Gold Inc	RGLD	49	Whitecap Resources	WCP	51
BCE Inc.	BCE	68	Enerflex Ltd.	EFX	60	Knight Therapeutics	GUD	57	Sabina Gold and Silver Corp.	SBB	49	WildBrain Ltd.	WILD	68
Birchcliff Energy	BIR	51	Enerplus Corporation	ERF	51	KP Tissue	KPT	62	Sandstorm Gold Ltd	SSL	49	WSP Global	WSP	55
Bird Construction Inc.	BDT	55	Equinox Gold Corp	EQX	49	Lassonde	LAS.a	43	Saputo	SAP	43	Xebec Adsorption	XBC	66
Blackline Safety Corp.	BLN	64	Equitable Group	EQB	58	Liberty Gold Corp	LGD	49	Savaria Corporation	SIS	62	Yamana Gold Inc	YRI	49
Bluestone Resources Inc.	BSR	49	ERES REIT	ERE.un	45	LifeWorks Inc.	LWRK	58	Secure Energy	SES	53	Yangarra Resources	YGR	51
Boardwalk REIT	BEI.un	45	Ero Copper	ERO	47	Lightspeed Commerce Inc.	LSPD	64	Shaw Communications	SJR.b	68	Yellow Pages Ltd.	Y	68
Bombardier Inc.	BBD.b	70	Exchange Income Corporation	EIF	70	Lithium Americas	LAC	47	Shawcor Ltd.	SCL	60			
Boralex	BLX	66	Extencicare	EXE	45	Loblaw	L	43	Sherritt International	S	47			
Boyd Group Services Inc.	BYD	62	Fairfax Financial Holdings	FFH	58	Loop Energy Inc	LPEN	66	Shopify Inc.	SHOP	64			
Brookfield Business Partners	BBU	58	Falco Resources Ltd.	FPC	49	Lundin Gold Inc.	LUG	49	Sienna Senior Living	SIA	45			
Brookfield Infrastructure (1)	BIP	53	Farmers Edge Inc.	FDGE	64	Lundin Mining	LUN	47	Sigma Lithium	SGML	47			
Brookfield Renewable	BEP	66	Fiera Capital Corp.	FSZ	58	MAG Silver Corp	MAG	49	Slate Office REIT	SOT.un	45			
BRP Inc.	DOO	70	Filo Mining	FIL	47	Magnet Forensics Inc.	MAGT	64	Sleep Country Canada	ZZZ	43			
BSR REIT	HOM.un	45	Financière Manuvie	MFC	41	Marathon Gold Corp.	MOZ	49	SmartCentres REIT	SRR.un	45			
BTB REIT	BTB.un	45	Financière Sun Life	SLF	41	MAV Beauty Brands	MAV	43	SNC-Lavalin	SNC	55			
CAE Inc.	CAE	70	Finning International Inc.	FTT	55	Maverix Metals Inc	MMX	49	Softchoice Corp	SFTC	64			
Canadian National Rail	CNR	70	First Capital REIT	FCR	45	mcf commerce inc.	MDF	64	Spartan Delta	SDE	51			
Canadian Natural Resources	CNQ	51	First Majestic Silver Corp	FR	49	Medical Facilities Corp.	DR	57	Spin Master Corp.	TOY	68			
Canadian Pacific Rail	CP	70	First National Financial	FN	58	MEG Energy	MEG	51	SSR Mining Inc	SSRM	49			
Canadian Tire	CTC.a	43	First Quantum Minerals	FM	47	Metro	MRU	43	Stantec Inc.	STN	55			
Canadian Utilities	CU	53	Flagship Communities REIT	MHCu.TO	45	Minera Alamos Inc.	MAI	49	Stelco	STLC	55			
CAP REIT	CAR.un	45	Foran Mining	FOM.V	47	Minto Apartment REIT	MI.un	45	Stella-Jones	SJ	55			
Capital Power	CPX	53	Fortis Inc.	FIS	53	MTY Food Group	MTY	43	Stingray Group Inc.	RAY.a	68			
Capstone Mining	CS	47	Fortuna Silver Mines Inc	FVI	49	Mullen Group Ltd.	MTL	60	StorageVault Canada	SVL.V	45			
Cargojet Inc.	CJT	70	Franco-Nevada Corp	FNV	49	NanoXplore	GRA	66	Summit Industrial	SMU.un	45			

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 201, Brandon, MB, R7A 5B3 • 204-571-3200
Calgary • 239 8th Ave., SW, Suite 100, Calgary, AB, T2P 1B9 • 403-476-0398
Calgary - Southport • 10655 Southport Road SW, Suite 1100, Southland Tower, Calgary, AB, T2W 4Y1 • 403-301-4859
Chatham • 380 St. Clair, Street, Chatham, ON, N7L 3K2 • 519-351-7645
Chicoutimi • 1180, boulevard Talbot, Suite 201, Chicoutimi, QC, G7H 4B6 • 418-549-8888
DIX30 • 9160, boulevard Leduc, Bureau 710, Brossard, QC, J4Y 0E3 • 450-462-2552
Drumheller • 356 Centre Street, PO Box 2176, Drumheller, AB, T0J 0Y0 • (403) 823-6859
Drummondville • 595, boulevard Saint-Joseph, Bureau 200, Drummondville, QC, J2C 2B6 • 819-477-5024
Duncan • 2763 Beverly Street, Suite 206, Duncan, BC, V9L 6X2 • 250-715-3050
Edmonton • 10175 – 101 Street NW, Suite 1800, Edmonton, AB, T5J 0H3 • 780-412-6600
Edmonton-North • TD Tower, 10088 – 102 Avenue, Suite No. 1701, Edmonton, AB, T5J 2Z1 • 780-421-4455
FrederictonNB • 551 King Street, Fredericton, NB, E3B 4Z9 • 506-450-1740
Gatineau • 920, St-Joseph, Bureau 100, Hull-Gatineau, QC, J8Z 1S9 • 819-770-5337
Granby • 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 et ses sociétés affiliées peuvent appliquer toute stratégie de négociation décrite dans les présentes pour leur propre compte ou sur une base discrétionnaire pour le compte de certains clients; elles peuvent, à mesure que les conditions du marché changent, modifier leur stratégie de placement, notamment en procédant à un désinvestissement intégral. Les positions de négociation de FBN et de ses sociétés affiliées peuvent également être contraires aux opinions exprimées dans le présent rapport.

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

FBN est membre du Fonds canadien de protection des épargnants.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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