

JUILLET/AOÛT 2021

VISI **Mensuel économique et financier** N



**BANQUE NATIONALE
DU CANADA**

MARCHÉS FINANCIERS

Études financières

Économie et Stratégie

Bureau Montréal

Stéfane Marion 514 879-3781
Économiste et stratège en chef

Matthieu Arseneau 514 879-2252
Chef économiste adjoint

Kyle Dahms 514 879-3195
Économiste

Angelo Katsoras 514 879-6458
Analyste géopolitique

Daren King 514 412-2967
Économiste

Jocelyn Paquet 514 412-3693
Économiste

Paul-André Pinsonnault 514 879-3795
Économiste principal

Bureau Toronto

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

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

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 et développement durable

Amber Brown 403 290-5624
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 : Hussam Maqbool 416 507-8108
Adjoint : Ahmed Shethwala 416 507-8102

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

Metals & Mining

Don DeMarco 416 869-7572
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 416 869-8511
Adjoint : Jonathan Egilo 416 507-8177
Adjoint : Rabi Nizami 416 869-7925

Pétrole et gaz

› Moyennes sociétés et services pétroliers

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

› Grandes capitalisations

Travis Wood 403 290-5102
Adjoint : Logan Fisher 403 441-0933
Adjoint : James Harwood 403 290-5445

Pipelines, services publics et infrastructures

Patrick Kenny 403 290-5451
Adjoint : William Duforest 403 441-0952
Adjoint : Zach Warnock 403 355-6643

Produits industriels

Maxim Sytchev 416 869-6517
Adjointe : Alizeh Haider 416 869-7937

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

Adjoint : Michael Story-Robertson 416 507-8007

Situations spéciales

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

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

Technologie

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

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 superviseure

Publications

Vanda Bright 416 869-7141
Directrice

Wayne Chau 416 869-7140
Associé publications

Renseignements

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

Table des matières



Points saillants	4
L'économie	6
Taux d'intérêt et marché obligataire	17
Marché boursier et stratégie de portefeuille	23
Analyse technique	31
Analyse sectorielle	38
› Liste de sélections FBN	39
› Glossaire des tableaux des analystes . . .	40
› Recommandations des analystes	41
› Liste alphabétique des sociétés	77

Points saillants

Économie

- ▶ Après avoir fait d'importants progrès dans la lutte contre la COVID-19, la planète doit maintenant faire face à un nouvel ennemi : le variant Delta. Confrontés à cette nouvelle menace, certains investisseurs semblent remettre en question la possibilité d'une reprise vigoureuse de l'économie mondiale et se tournent à nouveau vers des valeurs refuges, notamment les obligations libellées en dollars américains. Les craintes des marchés pour l'économie mondiale sont-elles justifiées? Notre réponse à cette question varie en fonction du niveau d'immunité atteint dans chaque région. Dans les économies avancées, où les campagnes de vaccination progressent à grands pas, le variant Delta pourrait certes entraîner une hausse des nouveaux cas, mais sans toutefois induire une pression excessive sur les systèmes de santé. Sachant que le but premier des confinements dans les pays avancés a toujours été de limiter les débordements dans les hôpitaux et de réduire le nombre de décès – et non pas d'empêcher toute forme de propagation –, la situation actuelle demeure compatible avec une réouverture graduelle de l'économie. Dans les économies émergentes, les perspectives sont moins reluisantes. Le retard de la vaccination dans ces régions augmente le risque qu'un ou plusieurs pays subissent le même sort que l'Inde plus tôt cette année. Bien que les confinements généraux soient plutôt rares dans les pays émergents, le virus pourrait tout de même jouer les trouble-fête en forçant des confinements localisés. Malgré une augmentation de l'incertitude, nous avons laissé nos prévisions de croissance mondiale inchangées pour 2021 (6.0 %) et 2022 (4.5 %).
- ▶ La relance économique se poursuit à la vitesse grand V aux États-Unis. Après une expansion annualisée de 6.4% au premier trimestre de l'année, nous prévoyons que la croissance s'amplifiera davantage au T2 pour atteindre un rythme d'environ 10%. Comme ce fut le cas ces derniers mois, les dépenses des ménages devraient être le principal moteur de l'expansion. L'investissement des entreprises devrait lui aussi contribuer à la croissance. L'investissement résidentiel, de son côté, pourrait marquer une pause après plusieurs mois de croissance effrénée. Bien que nous estimions que le marché du travail est en meilleure posture

que certaines données ne le laissent croire, il faudra encore du temps avant que les effets positifs de la réouverture ne se fassent pleinement sentir dans les données. Cela permettra à la Fed de maintenir une politique monétaire extrêmement accommodante au cours des prochains mois. En fait, si l'on se fie à la médiane des prévisions des membres du FOMC, le niveau des taux d'intérêt à court terme restera anormalement bas par rapport à l'écart de production, et ce, jusqu'à la fin de 2023. Dans ce contexte, l'économie américaine devrait maintenir sa performance supérieure à la normale. Nous prévoyons toujours une croissance du PIB réel de 6.9% cette année, suivie d'une expansion de 4.3% l'an prochain. À la fin de notre horizon de prévision (fin 2022), le niveau de production se situera donc à 2.1% au-dessus du potentiel, le deuxième plus grand écart enregistré depuis 1978. Pour cette raison, nous prévoyons que l'IPC de base restera confortablement au-dessus de 2% au moins jusqu'à la fin de 2022. D'ici là, l'inflation hormis les aliments et l'énergie pourrait culminer autour de 4.1% au premier trimestre 2022.

- ▶ Même si beaucoup s'interrogent sur les risques d'une éventuelle quatrième vague de COVID-19, les données récentes sur la pandémie au Canada sont fort encourageantes. La réponse des Canadiens à la campagne de vaccination a été très positive et la proportion de la population ayant reçu au moins une dose est l'une des plus élevées dans le monde. Les hospitalisations en forte baisse au cours des dernières semaines a permis un allègement des mesures sanitaires. Après un ralentissement de la croissance au T2 en raison des mesures sanitaires et des problèmes de production dans le secteur automobile dus aux pénuries de puces informatiques, nous continuons de prévoir des croissances impressionnantes au deuxième semestre avec la reprise des services à forte proximité physique. Ce mois-ci, nous maintenons notre prévision de croissance réelle à 6.0% en 2021. En termes nominaux, notre prévision de croissance demeure à 12.6%, du jamais vu en quarante ans. Les prix des produits forestiers ont connu un repli important, mais l'envolée des prix du gaz naturel fait en sorte que l'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada atteint en juillet son plus haut niveau en 13 ans. Dans un tel contexte, le marché du travail est appelé à

connaître un rapide redressement dans les prochains mois alors que les intentions d'embauche ainsi que les pénuries de main d'œuvre suggèrent une forte demande des employeurs.

Taux d'intérêt et devise

- ▶ Après un répit inattendu dans la liquidation de ces derniers mois, nous pensons que nous serons sur la voie d'une nouvelle augmentation des taux et d'un modeste redressement de leur courbe quand les discussions entourant la réduction progressive de l'assouplissement quantitatif viendront petit à petit occuper le devant de la scène plus tard cet été. Nous pensons que l'économie américaine a une assise suffisamment solide pour pouvoir continuer de prospérer même avec une banque centrale moins accommodante. Il est toujours intimidant de prendre une position opposée à celle du marché obligataire et de sa prescience, mais nous sommes convaincus que (a) cette reprise a du champ devant elle et (b) que l'inflation sera en fait plus persistante que certains le prévoient, ce qui devrait entraîner la réintégration d'une prime d'inflation croissante dans la courbe des taux nominaux.
- ▶ La BdC se range aussi très clairement dans le camp de l'inflation transitoire, bien qu'elle ait au moins été disposée à retirer une partie du soutien monétaire puisque la reprise a progressé. Cela s'est soldé par une contre-performance des taux, particulièrement dans le segment à court terme de la courbe et avait aidé à renforcer le dollar canadien. Comme nous nous attendons à ce que la Fed se rapproche davantage de la politique menée par la BdC avec une progression des discussions sur la réduction de ses achats dans les prochains mois, nous prévoyons que les taux canadiens se démarqueront. Mais il est certain que toute annonce d'une réduction des achats par la Fed aura un effet négatif sur les taux canadiens également.
- ▶ La Fed voit les achats de titres hypothécaires (MBS) non pas comme un moyen de soutenir le marché immobilier résidentiel en particulier, mais plus comme un outil pour faciliter la détente par l'influence exercée sur les conditions financières plus larges. Comme la banque centrale est convaincue que ce degré d'accommodement reste nécessaire, une réduction précoce des achats de MBS semble peu probable.

Points saillants

- En théorie, un objectif d'inflation légèrement plus élevé implique que la fonction de réaction de la BCE s'atténuera un peu. Le degré plus élevé de tolérance des écarts ne fait que renforcer cette idée générale, particulièrement après des années d'inflation inférieure à la cible. Dans la pratique, cependant, le nouveau mandat ne modifiera pas spectaculairement la politique actuelle de la BCE, dont on s'attendait déjà à ce qu'elle maintienne les taux d'intérêt à la valeur plancher de zéro pendant longtemps.
- Après avoir atteint un creux inégalé depuis plusieurs années à 1.20 pour 1 USD le 1er juin, le CAD a rétrocedé 5 cents. Cela s'est produit sur fond de croissance économique plus forte que prévu, d'augmentation des prix du pétrole et d'un plus grand différentiel entre les taux des obligations gouvernementales canadiennes et américaines de 2 ans. Il n'y a pas de doute que le ton moins accommodant de la Fed a fait considérablement évoluer les attentes du marché. Cependant, nous maintenons que le dollar canadien a encore un bon potentiel d'appréciation, considérant les facteurs macro-économiques qui soutiennent normalement cette monnaie et nous prévoyons donc une appréciation de la devise par rapport aux niveaux actuels au troisième trimestre. Nous prévoyons un taux de 1.20\$ pour 1 USD cet été (contre 1.17\$ précédemment).

Répartition des actifs et marché boursier

- L'essor des marchés boursiers continue d'être soutenu par une forte croissance des bénéfices. Les bénéfices par action (BPA) des douze derniers mois de l'indice MSCI Monde sont déjà de retour à leurs niveaux d'avant la pandémie 18 mois à peine après le début de la récession de 2020.
- Alors que la forte demande et les chaînes d'approvisionnement mondiales sous tension font monter les prix des intrants, les usines ont pu augmenter les prix de vente. Nous avons expliqué le mois dernier que cette situation allait probablement durer jusqu'au deuxième semestre de 2021 alors que les entreprises ont du mal à regarnir leurs stocks épuisés.

- À ce stade-ci, il semble que les conditions soient encore en place pour que les opérations boursières misant sur la reflation continuent. Mais, malgré la forte croissance, l'augmentation de l'inflation et l'engagement des banques centrales à maintenir la détente plus longtemps, la courbe des rendements obligataires s'est aplatie ces dernières semaines et les taux d'intérêt à long terme ont baissé.
- Les paris sur la reflation sont-ils déjà compromis et est-il temps de se montrer plus défensif puisque l'essentiel des bonnes nouvelles est déjà pris en compte dans les cours des actions? Nous ne le pensons pas, mais il y a quelques éléments qu'il faudra surveiller au cours

des prochaines semaines à mesure que ce cycle économique très particulier continuera de se dérouler.

- Notre répartition des actifs est inchangée ce mois-ci – surpondération des actions et sous-pondération des titres à revenu fixe. Malgré la récente augmentation de l'inflation, nous continuons de penser que la Réserve fédérale se sent à l'aise de maintenir des taux d'intérêt réels négatifs afin de promouvoir l'investissement des entreprises et la création d'emplois à temps plein. Notre scénario présume que l'inflation commencera à refluer vers 3% d'ici la fin de l'année et que la situation de la pandémie ne s'aggraverait pas.

Rotation sectorielle FBN

Secteurs du S&P/TSX	Pondération*	Recommandation	Variation
Énergie	13.1	Surpondérer	
Matériaux	11.6	Surpondérer	
Industrie	11.4	Équipondérer	
Consommation discrétionnaire	3.9	Équipondérer	
Consommation de base	3.5	Équipondérer	
Santé	1.4	Équipondérer	
Finance	31.5	Équipondérer	
Technologies de l'information	11.1	Sous-pondérer	
Services de télécommunications	4.8	Équipondérer	
Services publics	4.5	Sous-pondérer	
Immobilier	3.2	Sous-pondérer	
Total	100		

* Au 25 Juin 2021

L'économie



L'économie



Matthieu Arseneau
 Chef économiste adjoint
 514 879-2252



Jocelyn Paquet
 Économiste
 514 412-3693

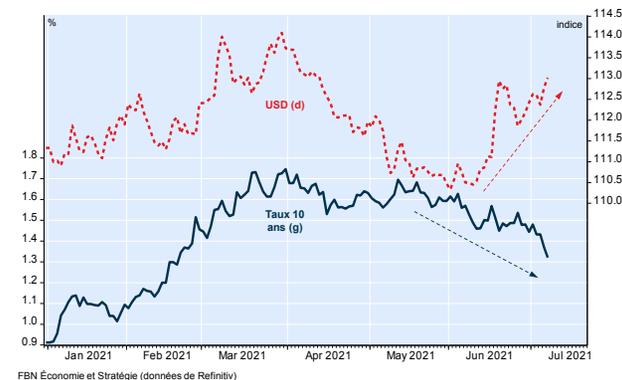
Monde : Vaccinés ou pas? Telle est la question

Après avoir fait d'importants progrès dans la lutte contre la COVID-19, la planète doit maintenant faire face à un nouvel ennemi : le variant Delta. Détectée pour la première fois en Inde à la fin de 2020, cette forme hautement contagieuse du virus a dévasté le sous-continent au printemps avant de se propager dans près d'une centaine de pays. Partout où il s'établit, ce nouveau variant tend à devenir la forme dominante du virus et, dans bien des cas, entraîne une recrudescence des infections. C'est le cas notamment au Royaume-Uni, en Espagne, en Russie, en Afrique du Sud, en Indonésie, en Thaïlande, au Bangladesh et en Malaisie.

Confrontés à cette nouvelle menace, certains investisseurs semblent remettre en question la possibilité d'une reprise vigoureuse de l'économie mondiale et se tournent à nouveau vers des valeurs refuges, notamment les obligations libellées en dollars américains. Après avoir atteint un sommet de 1.75% à la fin mars, les taux d'intérêt des obligations du Trésor de 10 ans ont dégringolé pour atteindre environ 1.30% au moment d'écrire ces lignes, leur plus bas niveau en près de cinq mois.

Monde : Le variant Delta ravive les craintes liées à la COVID-19

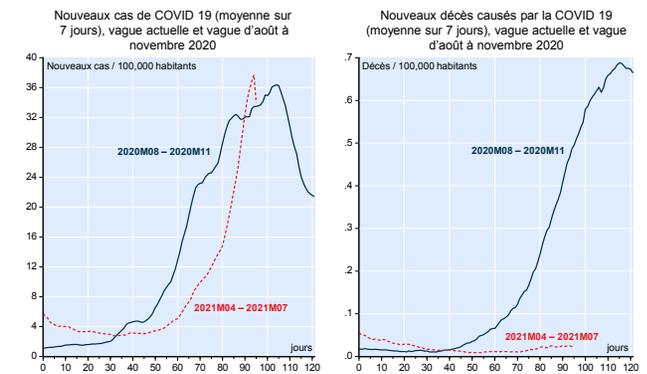
Dollar américain pondéré en fonction des échanges et taux des obligations du Trésor américain de 10 ans



Les craintes des marchés pour l'économie mondiale sont-elles justifiées? Notre réponse à cette question varie en fonction du niveau d'immunité atteint dans chaque région. Dans les économies avancées, où les

campagnes de vaccination progressent à grands pas, le variant Delta pourrait certes entraîner une hausse des nouveaux cas, mais sans toutefois induire une pression excessive sur les systèmes de santé. Il ressort en effet des données que les vaccins ont considérablement affaibli le lien entre les infections et les hospitalisations/décès, et ce, même pour le variant Delta. L'exemple du Royaume-Uni illustre bien ce phénomène. Bien que les cas répertoriés dans le pays aient augmenté à un rythme similaire à celui de la deuxième vague, les décès demeurent plutôt rares et les hospitalisations représentent environ un dixième de ce qu'elles étaient lorsque le nombre d'infections a atteint un niveau aussi élevé pour la dernière fois.

Royaume-Uni : Les vaccins affaiblissent le lien entre infections et décès

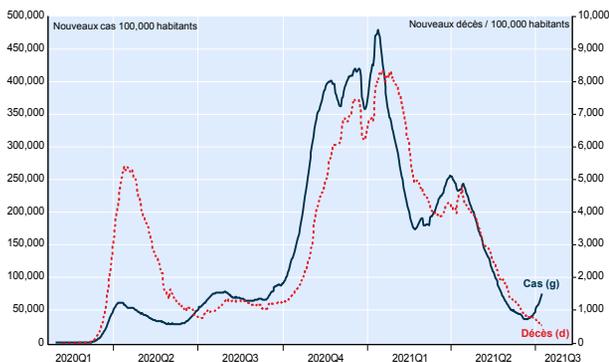


Sachant que le but premier des confinements dans les pays avancés a toujours été de limiter les débordements dans les hôpitaux et de réduire le nombre de décès – et non pas d'empêcher toute forme de propagation –, la situation actuelle demeure compatible avec une réouverture graduelle de l'économie. C'est sur ce cadre d'analyse que se base le gouvernement britannique pour poursuivre son déconfinement et nous nous attendons à ce que d'autres économies avancées réagissent de la même manière le cas échéant.

L'économie

Économies avancées : La situation actuelle autorise une réouverture

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

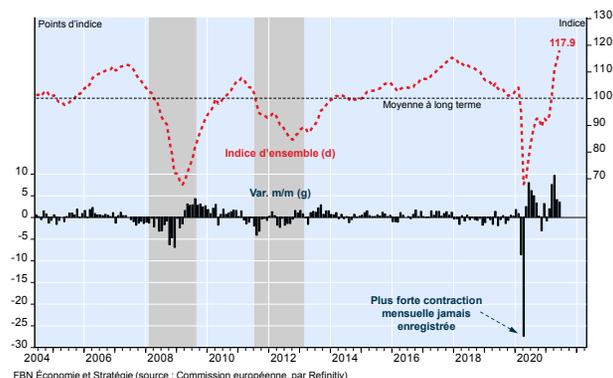


FBN Économie et Stratégie (données de <https://coronavirus.jhu.edu/map.html>)

Notre scénario tablant sur une relance solide dans les économies avancées demeure donc inchangé. Les perspectives dans la zone euro, notamment, semblent s'être grandement améliorées au cours des dernières semaines. Stimulé par l'accélération de la campagne de vaccination dans la zone de la monnaie unique, l'indicateur de sentiment économique de la Commission européenne a enregistré une nette amélioration en juin, progressant de 114.5 à 117.9. Ce résultat, non seulement supérieur aux attentes et au pic d'avant la récession pour cet indicateur (104.0 en février 2020), était aussi le deuxième meilleur score depuis qu'on a commencé à recueillir ces données, en 1985. L'ensemble des cinq sous-secteurs suivis ont enregistré des gains au cours du mois, y compris ceux ayant le plus souffert durant les confinements (services et commerce de détail).

Zone euro : L'indicateur de sentiment économique près d'un record

Indicateur de sentiment économique de la Commission européenne, dernière observation : juin 2021

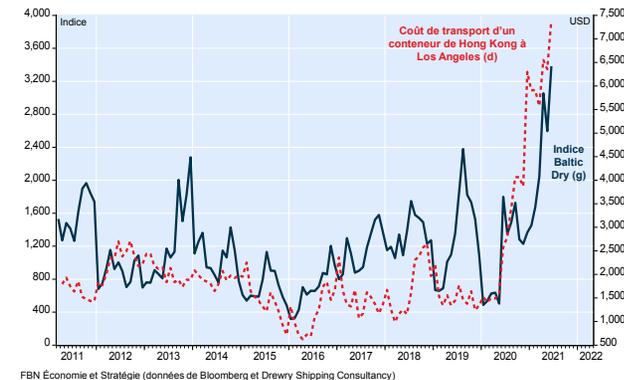


FBN Économie et Stratégie (source : Commission européenne, par Refinitiv)

Dans les économies émergentes, les perspectives sont moins reluisantes. Le retard de la vaccination dans ces régions augmente le risque qu'un ou plusieurs pays subissent le même sort que l'Inde plus tôt cette année. Bien que les confinements généraux soient plutôt rares dans les pays émergents (dans bien des cas, l'accès difficile aux marchés des capitaux rend impossible le financement des coûts associés à des fermetures généralisées), le virus pourrait tout de même jouer les trouble-fête en forçant des confinements localisés. Le cas du port de Yantian est un exemple probant. À la mi-mai, ce terminal maritime chinois a été forcé de suspendre ses activités pour endiguer une épidémie de COVID-19. Deux mois plus tard, les activités demeurent au ralenti. Bien que l'épidémie ait été somme toute bien contrôlée, elle a eu des répercussions importantes sur l'économie mondiale en contribuant à la hausse rapide des coûts de transport.

Monde : Petite éclipse, gros impacts

Indice Baltic Dry et coût de référence du transport d'un conteneur de 40 pi de Hong Kong à Los Angeles

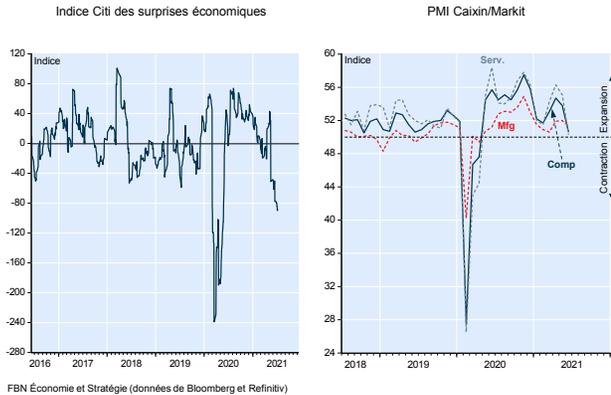


FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg et Drewry Shipping Consultancy)

Les événements de ce type menacent de réduire sporadiquement la capacité de production dans les économies émergentes à un moment où la demande étrangère explose. Le déséquilibre entre l'offre et la demande que cela engendre pourrait contribuer à maintenir une pression à la hausse sur les prix et forcer certaines banques centrales à resserrer leur politique monétaire plus rapidement qu'elle ne le souhaiterait. Les taux directeurs sont déjà en hausse au Brésil, en Hongrie, au Mexique et en Russie (entre autres).

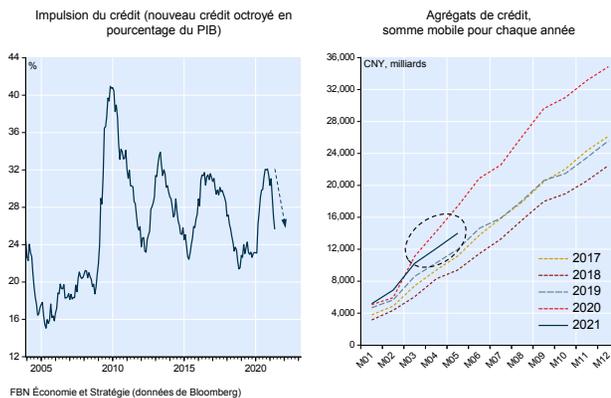
L'autre élément qui assombrit le tableau dans les économies émergentes est l'essoufflement de la reprise en Chine. Bien placée pour profiter de la forte demande internationale de marchandises, l'économie chinoise s'est rapidement remise du choc initial de la COVID-19. En fait, la Chine est la seule grande économie qui a pris de l'expansion en 2020. Cela dit, la deuxième économie mondiale semble maintenant en perte de vitesse. L'indice Citi des surprises économiques a chuté dans les dernières semaines et le dernier rapport PMI Caixin/Markit signalait une stagnation de la croissance dans le secteur privé.

Chine : La reprise s'essoufle



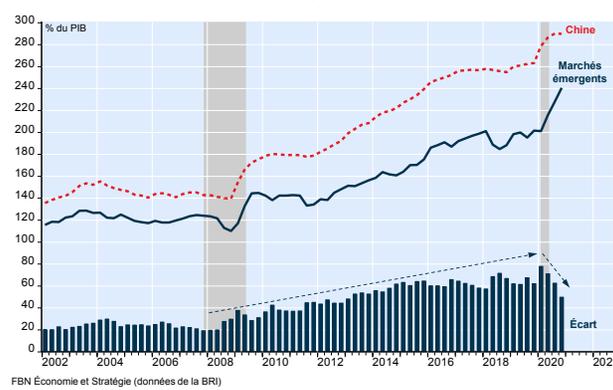
Une partie de ce ralentissement reflète le désir des autorités de resserrer le crédit. Plus tôt cette année, les banques d'État ont en effet reçu l'ordre de limiter leurs activités de prêt, particulièrement dans le secteur immobilier.

Chine : Les autorités resserrant les cordons de la bourse



Il est vrai que les niveaux d'endettement dans la deuxième économie mondiale sont élevés. La Banque des règlements internationaux (BRI) estime le total du crédit consenti au secteur non financier à environ 290% du PIB, soit beaucoup plus que la moyenne des marchés émergents. Un resserrement de ce côté pourrait donc assurer une croissance plus pérenne.

Chine : Les autorités resserrant les cordons de la bourse (2^e partie)



La Chine, cependant, semble réticente à sacrifier la reprise économique à l'autel du désendettement. Prenant acte d'un ralentissement de la croissance, les autorités ont annoncé le 12 juin que les réserves obligatoires des banques seraient réduites de 50 points de base, une mesure qui injectera environ \$150 milliards de liquidités dans l'économie. Compte tenu de ces nouvelles mesures, nous avons laissé notre prévision de croissance 2021 pour la Chine inchangée à 8,5%. Notre prévision de croissance mondiale est également inchangée à 6,0 %.

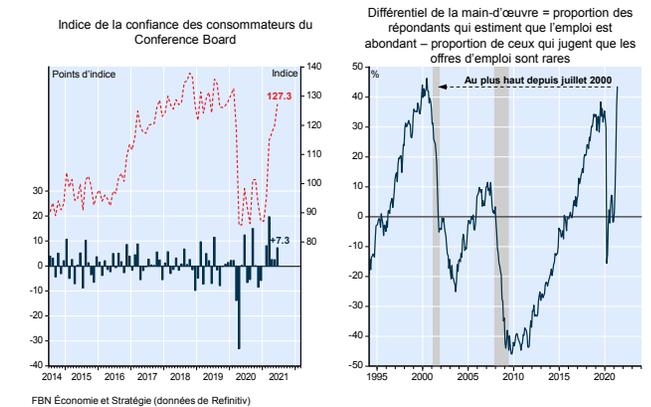
Perspectives mondiales			
	2020	2021	2022
Économies avancées	-4.8	5.5	4.1
États-Unis	-3.5	6.9	4.3
Zone euro	-6.6	4.6	4.5
Japon	-4.7	2.6	2.4
Royaume-Uni	-10.1	6.5	5.3
Canada	-5.3	6.0	4.0
Australie	-3.2	5.0	3.1
Corée du Sud	-1.1	4.1	3.2
Économies émergentes	-2.5	6.4	4.8
Chine	2.3	8.5	5.5
Inde	-7.3	8.0	7.0
Mexique	-8.3	5.5	3.1
Brésil	-4.1	4.5	2.5
Russie	-3.0	3.5	3.0
Monde	-3.5	6.0	4.5

FBN Économie et Stratégie (données FBN et Consensus Economics)

États-Unis : Pleins gaz!

La relance économique se poursuit à la vitesse grand V aux États-Unis. Après une expansion annualisée de 6,4% au premier trimestre de l'année, nous prévoyons que la croissance s'amplifiera davantage au T2 pour atteindre un rythme d'environ 10%. Comme ce fut le cas ces derniers mois, les dépenses des ménages devraient être le principal moteur de l'expansion. Nous notons que la confiance des consommateurs était de retour à son niveau d'avant la pandémie en juin, l'optimisme quant aux perspectives d'emploi ayant atteint son plus haut niveau depuis l'an 2000.

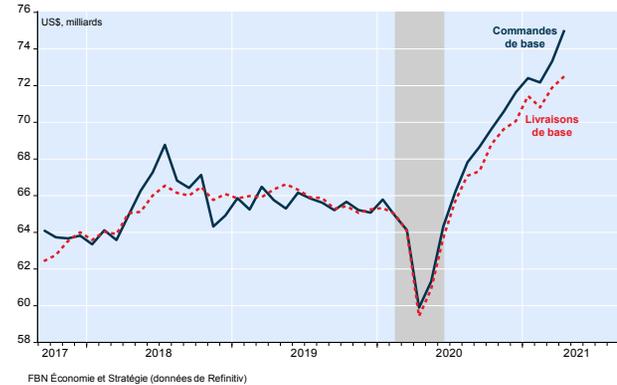
La confiance se raffermi grâce aux perspectives favorables pour l'emploi



L'investissement des entreprises devrait lui aussi contribuer à la croissance globale, si l'on se fie aux plus récentes données sur les commandes/livraisons de biens d'équipement non militaires hormis les aéronefs. Celles-ci dépassent largement leur niveau d'avant la crise et ont continué de croître à un rythme solide au deuxième trimestre de l'année.

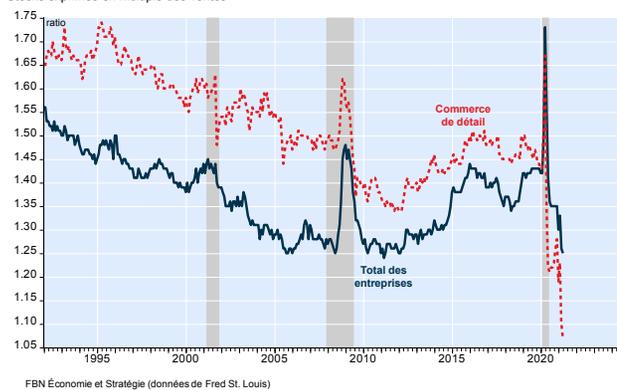
L'économie

Vif rebond des investissements des entreprises après le creux de la COVID



La variation des stocks est un autre élément à surveiller sur un horizon de court à moyen terme. En effet, les stocks sont anormalement bas à l'heure actuelle, les entreprises ayant dû faire face à des problèmes d'approvisionnement de toutes sortes (pénurie de composants électroniques, prix des matières premières élevés, problèmes de transport) dans le contexte d'un rebond marqué de la demande. La nécessité de regarnir les stocks devrait soutenir la croissance au deuxième semestre.

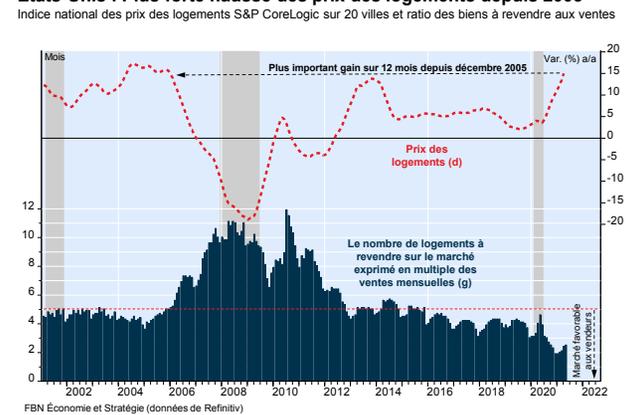
États-Unis : Les stocks proches d'un creux historique



L'investissement résidentiel, de son côté, pourrait marquer une pause après plusieurs mois de croissance effrénée. Notons que cette temporisation serait due non pas à une perte d'intérêt de la part des acheteurs potentiels, mais plutôt à une hausse importante des prix

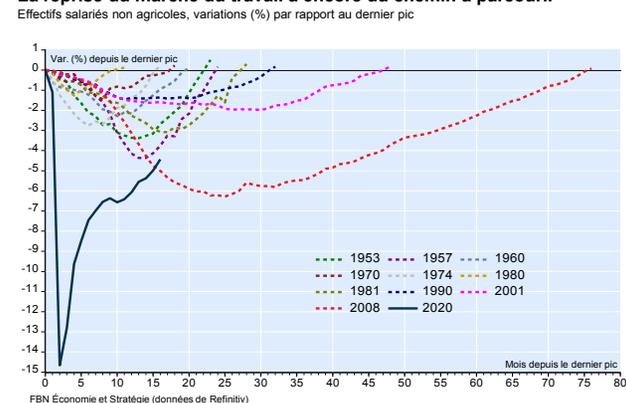
de vente. D'après l'indice S&P CoreLogic Case-Shiller sur 20 villes, les prix des logements étaient en hausse de 14.9% a/a en avril, la plus importante augmentation enregistrée depuis décembre 2005. La faiblesse de l'offre était en partie responsable de cette augmentation; le nombre de logements disponibles sur le marché correspondant était équivalent à 2.5 mois de ventes seulement en mai. (D'après la National Association of Realtors, un ratio inférieur à 5 dénote un marché tendu.)

États-Unis : Plus forte hausse des prix des logements depuis 2005



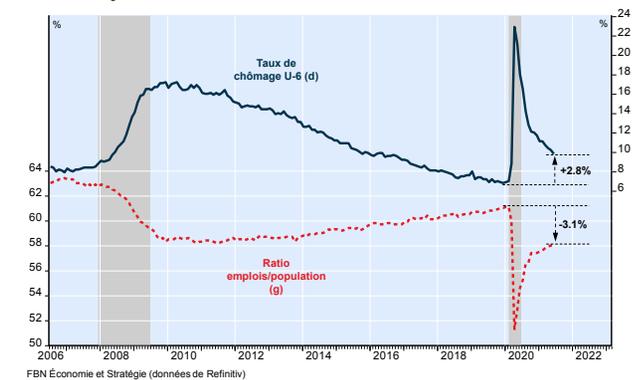
La seule véritable ombre au tableau est la situation du marché du travail. Bien que l'enquête auprès des entreprises ait signalé une augmentation de 850K des effectifs salariés non agricoles en juin, l'emploi total demeurait à 4.4% en dessous de son niveau d'avant la crise.

La reprise du marché du travail a encore du chemin à parcourir



L'enquête auprès des ménages, pendant ce temps, signalait un recul de 183K dans le segment des emplois à temps plein, statistique pour le moins décevante. Le taux de chômage a augmenté d'un dixième de point au cours du mois (à 5.9%), mais demeurait en baisse marquée par rapport à son pic pandémique (14.8%). Il est important de noter que la tendance à la baisse de cet indicateur demeure accentuée par la diminution du taux de participation. Si le taux d'activité avait été le même en juin qu'avant la pandémie, le taux de chômage aurait été plus près de 8.5%. Pour avoir une meilleure idée de l'écart à combler sur le marché de l'emploi, mieux vaut se fier à d'autres mesures telles que le taux de chômage U-6 ou le ratio emploi-population. Ces deux indicateurs restent assez éloignés de leurs niveaux d'avant la crise, quoique le taux U-6 soit passé de 10.2% en mai à 9.8% en juin.

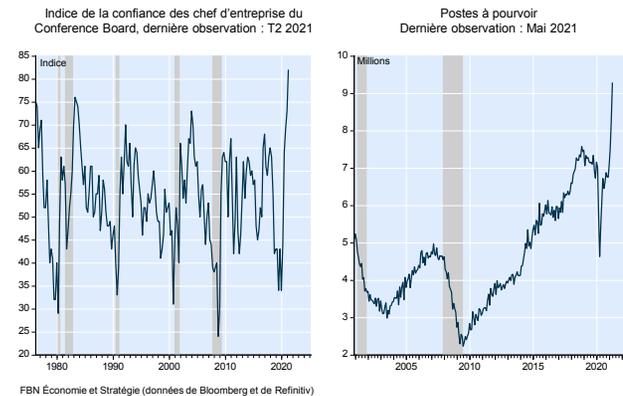
Le taux de chômage sous-estime les capacités inutilisées du marché



La lenteur du rebond du marché du travail ne nous inquiète pas outre mesure. Comme nous l'avons expliqué à maintes reprises déjà, le déficit d'emplois n'est pas causé par un manque de demande de la part des employeurs; la confiance des chefs d'entreprise a atteint un niveau record au T2 où les postes à pourvoir n'ont jamais été aussi abondants.

L'économie

La faible reprise de l'emploi due à l'offre, et non à une demande faible



Les entreprises américaines semblent plutôt avoir du mal à attirer des candidats, et ce, même dans un contexte où 6.8 millions de travailleurs n'ont toujours pas retrouvé d'emploi après avoir perdu leur gagne-pain au début de la crise. Une multitude de facteurs expliquent ce phénomène :

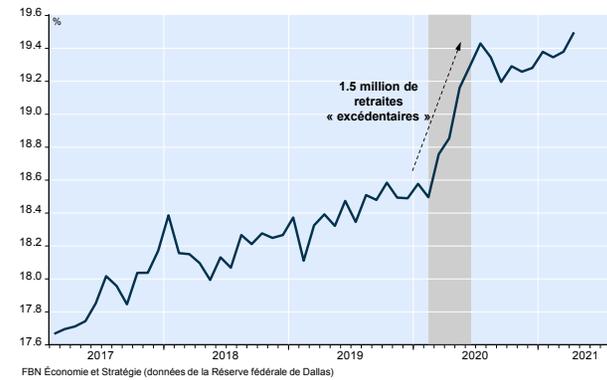
- › la peur résiduelle du virus;
- › la fermeture des écoles et de services de garde qui force les parents à rester à la maison pour s'occuper des enfants;
- › le décalage entre les compétences les plus recherchées à l'heure actuelle et celles des personnes qui ont perdu leur emploi pendant la pandémie;
- › les bonifications de l'assurance chômage octroyées par Washington.

À ces éléments, nous devons ajouter l'augmentation marquée du nombre de départs à la retraite dans les derniers mois. Nombre de ces départs avaient été retardés à la fin du cycle précédent - n'oubliez pas que les travailleurs se faisaient de plus en plus rares avant la COVID-19, réalité qui avait encouragé les entreprises à retenir leurs effectifs plus âgés. Avec l'éclatement de la pandémie, beaucoup de travailleurs qui avaient décidé de prolonger leur carrière semblent avoir jugé que le jeu n'en valait plus la chandelle. D'autres ont démissionné pour prendre soin d'un proche malade ou encore pour profiter au maximum de la période qui suivra la

pandémie. Quelle que soit la raison du départ, la Réserve fédérale de Dallas estime à environ 1.5 million le nombre de retraites « excédentaires » depuis le début de la crise.

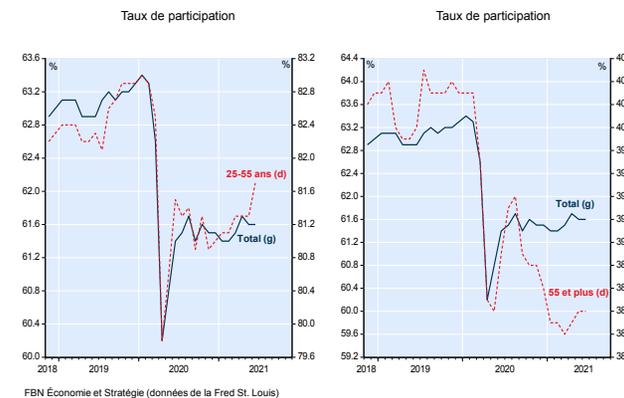
États-Unis : Une augmentation marquée des départs à la retraite

Pourcentage de la population se décrivant comme retraitée



Les données sur le taux de participation semblent confirmer ces constatations ; le taux d'activité des 55 ans et plus a rebondi beaucoup moins fortement que celui du reste de la population depuis le début de la réouverture.

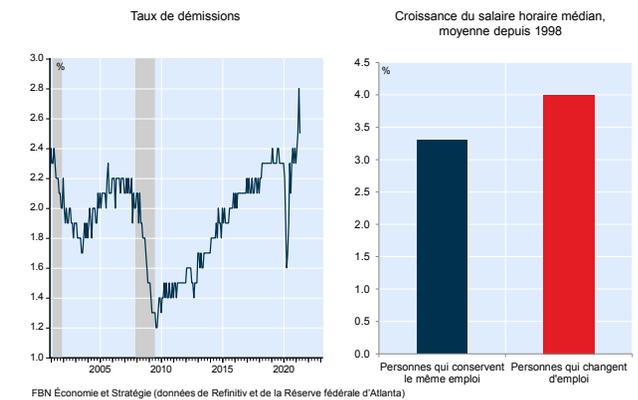
États-Unis : Le taux de participation des personnes plus âgées baisse



Tous ces facteurs combinés laissent croire que les États-Unis sont beaucoup plus proches du plein emploi qu'il n'y paraît, ce qui laisse beaucoup plus de flexibilité et de pouvoir de négociation aux

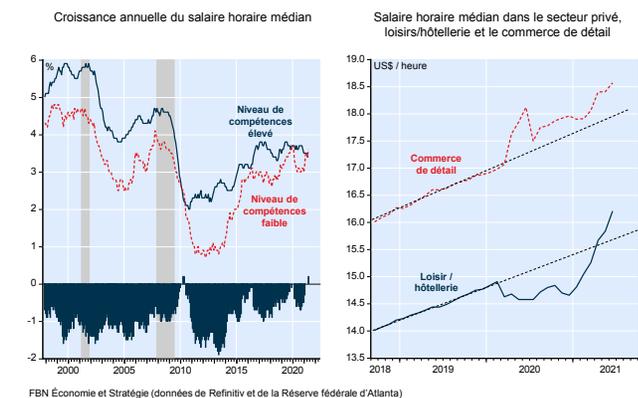
personnes actuellement à l'emploi. Ayant confiance dans leurs perspectives d'emploi, celles-ci n'hésitent maintenant plus à démissionner. Le taux de démissions a atteint en avril le plus haut niveau depuis qu'on a commencé à compiler les données, en 2000. Sachant que le salaire des personnes qui changent d'emploi tend à augmenter plus rapidement que la moyenne, cette tendance pourrait avoir un impact positif sur le revenu des ménages.

États-Unis : Les travailleurs avantagés par la pénurie de main-d'œuvre



Les augmentations de salaire commencent en effet à apparaître dans les données, pour les emplois hautement qualifiés comme pour les emplois peu qualifiés.

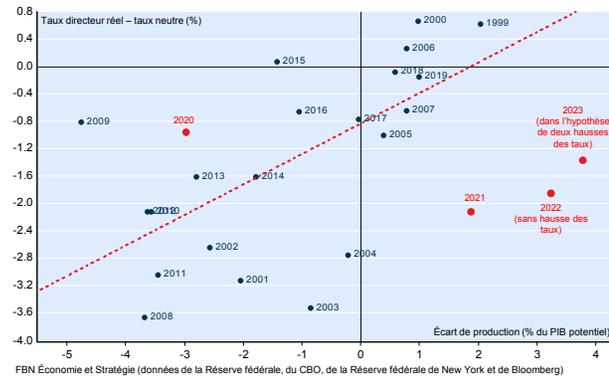
Les secteurs exigeant peu de compétences bénéficient de la réouverture



Bien que nous estimions que le marché du travail est en meilleure posture que certaines données ne le laissent croire, il faudra encore du temps avant que les effets positifs de la réouverture ne se fassent pleinement sentir dans les données. Cela permettra à la Fed de maintenir une politique monétaire extrêmement accommodante au cours des prochains mois. En fait, si l'on se fie à la médiane des prévisions des membres du FOMC, le niveau des taux d'intérêt à court terme restera anormalement bas par rapport à l'écart de production, et ce, jusqu'à la fin de 2023.

États-Unis : La politique monétaire restera accommodante

Écart de production et taux directeur réel à la fin de l'année – taux neutre



Dans ce contexte, l'économie américaine devrait maintenir sa performance supérieure à la normale. Nous prévoyons toujours une croissance du PIB réel de 6.9% cette année, suivie d'une expansion de 4.3% l'an prochain. À la fin de notre horizon de prévision (fin 2022), le niveau de production se situera donc à 2.1% au-dessus du potentiel, le deuxième plus grand écart enregistré depuis 1978.

É.-U. : Deuxième écart de production le plus élevé depuis 1978 à venir?

Écart entre le PIB réel (réalisé + prévision FBN) et le PIB potentiel tel qu'estimé par le CBO



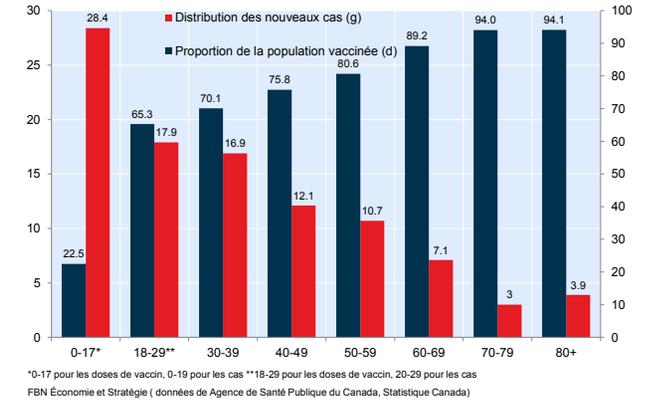
Un écart aussi large ne semble pas cohérent avec un retour de l'inflation à la cible de 2%. Pour cette raison, nous prévoyons que l'IPC de base restera confortablement au-dessus de 2% au moins jusqu'à la fin de 2022. D'ici là, l'inflation hormis les aliments et l'énergie pourrait culminer autour de 4.1% au premier trimestre 2022.

Canada : Un nouvel élan

Même si beaucoup s'interrogent sur les risques d'une éventuelle quatrième vague de COVID-19, les données récentes sur la pandémie au Canada sont fort encourageantes. La réponse des Canadiens à la campagne de vaccination a été très positive et la proportion de la population ayant reçu au moins une dose est l'une des plus élevées dans le monde. Le nombre de cas quotidiens est le plus bas en 10 mois et ceux-ci sont concentrés chez les jeunes, dont les taux de vaccination sont moins élevés (le vaccin n'est pas autorisé pour les moins de 12 ans).

Canada : Population vaccinée et distribution des cas hebdomadaires

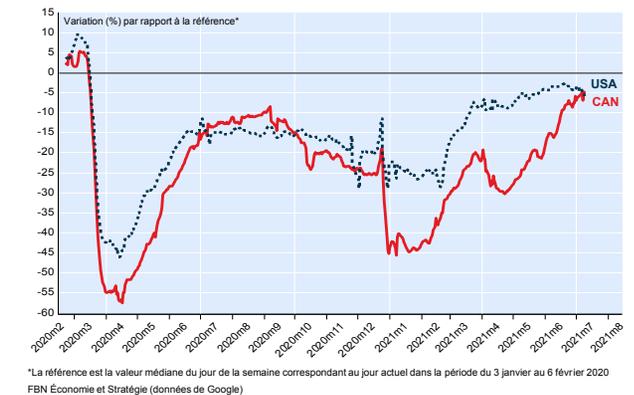
Nouveaux cas hebdomadaires et population ayant reçu au moins une dose du vaccin, par âge (au 3 juillet)



Puisque les jeunes ont moins tendance à développer des complications sévères de la maladie, les hospitalisations sont également en forte baisse au cours des dernières semaines ce qui a permis un allègement des mesures sanitaires. Ce faisant, l'indice de mobilité Google pour les commerces et les loisirs a gagné du terrain tout au long du deuxième trimestre, affichant au moment d'écrire ces lignes, son niveau le plus élevé depuis le début de la pandémie. Il est désormais similaire à celui observé aux États-Unis.

Canada et États-Unis : Indice de retour à la normale

Données de mobilité Google pour les commerces et loisirs, 7 jours mobiles



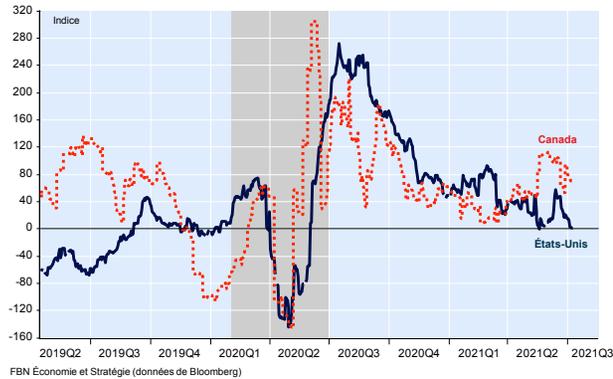
*La référence est la valeur médiane du jour de la semaine correspondant au jour actuel dans la période du 3 janvier au 6 février 2020
FBN Économie et Stratégie (données de Google)

L'économie

Même si la croissance économique n'aura pas été aussi spectaculaire qu'aux États-Unis au deuxième trimestre en raison des mesures sanitaires plus restrictives, l'économie canadienne a continué de surprendre. En effet, contrairement à ce qu'on observe outre-frontière, l'indice de surprises économiques Citigroup demeure confortablement au-dessus de 0, indiquant des performances supérieures aux attentes des économistes. L'indice demeure en territoire positif depuis 427 jours, du jamais vu depuis qu'on a commencé à compiler ces données, en 1998.

Canada : Les données continuent de surprendre positivement

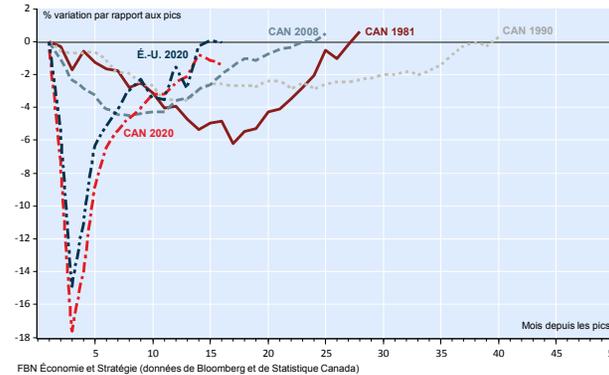
Indices de surprises économiques de Citigroup



Le PIB en avril a certes enregistré une baisse de 0.3%, sa première en 11 mois, mais la contraction a été bien moindre que la prévision de -0.8% qui faisait consensus parmi les économistes. L'estimation préliminaire de Statistique Canada n'indique pas d'hécatombe en mai non plus; la contraction devrait être de la même ampleur. En avril, la production totale se situait à 1.2% seulement du niveau d'avant la pandémie. Ce sont les secteurs les plus affectés par les mesures de distanciation sociale qui continuaient de présenter le retard le plus considérable, ce qui n'est pas étonnant. Le secteur des arts/spectacles/loisirs demeurait à 53% en dessous du niveau de février 2020 et celui de l'hébergement/services de restauration était encore en baisse de 36%.

Canada : Perspective historique du PIB pendant les récessions

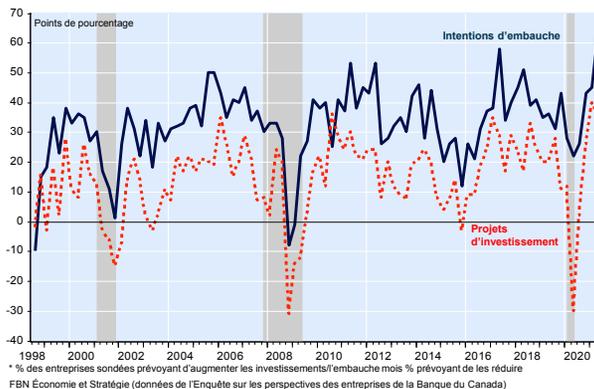
PIB réel, variation (%) depuis les pics (incluant les estimations préliminaires)



Mais ces secteurs d'activité sont appelés à rebondir au cours des prochains mois avec leur réouverture. La dernière Enquête sur la population active nous en a donné un avant-goût avec un gain spectaculaire de 231K emplois qui a balayé d'un seul coup les pertes associées à la troisième vague de la pandémie. L'hébergement et les services de restauration ainsi que le commerce sont à l'origine de la grande majorité des gains enregistrés en juin. Et cette vague d'embauches devrait se poursuivre si l'on en croit l'Enquête sur les perspectives des entreprises de la Banque du Canada qui indiquait un niveau record d'intentions d'embauche.

Canada : Des perspectives spectaculairement optimistes en juin

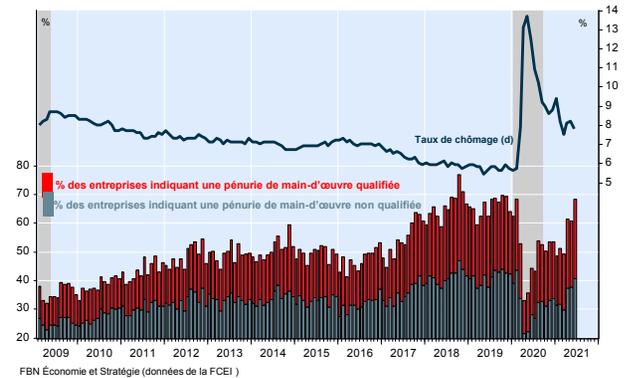
Projets d'investissement et intentions d'embauche (solde des attentes*)



Même son de cloche du côté des PME qui notaient en juin des pénuries de main-d'œuvre aussi aiguës qu'avant la pandémie. En effet, 41% d'entre elles s'inquiètent de la pénurie de main-d'œuvre qualifiée et 27% de la pénurie de main-d'œuvre non qualifiée. Pourquoi une telle situation alors que le taux de chômage est supérieur d'environ deux points de pourcentage à son niveau d'avant la crise? Il s'avère qu'environ 800K travailleurs bénéficiaient encore en juin du programme d'aide au revenu (PCRE). La générosité de ce programme diminuera nettement en août (de 500\$ par semaine à 300\$) ce qui pourrait encourager des travailleurs à réintégrer le marché du travail et en réduire les tensions.

Canada : La fin de la PCRE devrait accélérer la reprise de l'emploi

Indicateur de pénurie de main-d'œuvre basé sur les données de la FCEI et taux de chômage



Pendant ce temps, les pressions inflationnistes augmentent. Sur une base annuelle, la moyenne des trois mesures d'inflation de base progressait en mai à son rythme le plus élevé en plus d'une décennie. Mais c'est surtout l'élan récent qui fait sourciller. De fait, nos répliques maison de l'IPC médian et de l'IPC tronqué dépassent la fourchette cible de 1.0-3.0% de la banque centrale dernièrement, affichant des taux annualisés sur 3 mois de 3.1% et 3.5% respectivement. Il y a certes des goulots d'étranglement dans la chaîne d'approvisionnement qui causent des hausses de prix de biens spécifiques (pénurie de semi-conducteurs), mais il y a lieu de penser que les pressions salariales jouent également un rôle dans l'accélération des prix dans le panier de consommation des ménages.

Canada : Les mesures de base sont au plus haut depuis 2009

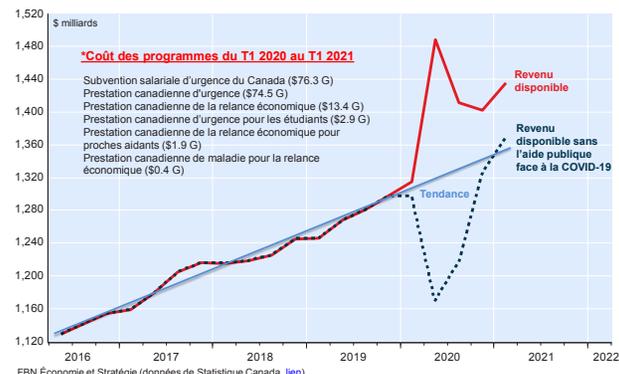
Indice des prix à la consommation



Certains prétendent que ce phénomène est transitoire et que la fin des programmes d'aide au revenu extraordinaire atténuera les pressions inflationnistes. La Subvention salariale d'urgence du Canada ainsi que la Prestation canadienne de la relance économique (PCRE) doivent expirer après septembre. L'économie pourra-t-elle voler de ses propres ailes une fois que les programmes seront révoqués? Les données sur les comptes économiques publiées au début de juin indiquent de manière persuasive qu'un scénario de précipice financier pourra être évité. Le revenu disponible excluant les programmes gouvernementaux reliés à la pandémie de COVID-19 avait déjà renoué avec sa tendance historique à la fin du T1. À l'avenir, l'assouplissement des mesures sanitaires devrait entraîner une augmentation substantielle de l'emploi cet été et maintenir le revenu disponible sur une voie ascendante. Cela, conjugué à l'épargne excédentaire de 9.5% déjà accumulée par les ménages, signifie que la consommation s'appuiera sur des bases solides au cours des prochains trimestres. Dans le rapport sur la politique monétaire de juillet, la Banque du Canada envisage dans son scénario de base que 20% de l'épargne serait dépensé. Il y a une possibilité que la Banque pêche par excès de prudence étant donné que leur enquête sur les attentes des consommateurs indique que les ménages entendent dépenser pas moins de 35% de l'épargne supplémentaire sur un horizon de 18 mois à peine.

Canada : La fin de l'aide gouvernementale menace-t-elle la croissance?

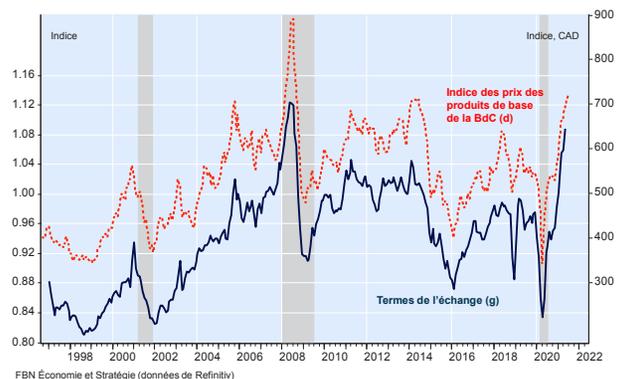
Revenu disponible et revenu disponible sans l'aide publique face à la COVID-19 (annualisé)*



Ce mois-ci, nous maintenons notre prévision de croissance réelle à 6.0% en 2021. Après un ralentissement de la croissance au T2 en raison des mesures sanitaires et des problèmes de production dans le secteur automobile dus aux pénuries de puces informatiques, on continue de prévoir des croissances impressionnantes avec la reprise des services à forte proximité physique par la suite. En termes nominaux, notre prévision de croissance demeure à 12.6%, du jamais vu en quarante ans. Les prix des produits forestiers ont connu un repli important, mais l'envolée des prix du gaz naturel fait en sorte que l'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada atteint en juillet son plus haut niveau en 13 ans.

Canada : Les prix des matières premières au plus haut en 13 ans

Indice des prix des produits de base de la Banque du Canada et termes de l'échange



États-Unis Scénario économique

(Variation annuelle en %)*	2018	2019	2020	2021	2022	2020	T4/T4 2021	2022
Produit intérieur brut (\$constants, 2012)	3.0	2.2	(3.5)	6.9	4.3	(2.4)	7.4	2.6
Dépenses personnelles	2.7	2.4	(3.9)	8.7	5.0	(2.7)	9.5	3.0
Construction résidentielle	(0.6)	(1.7)	6.1	13.1	(1.7)	14.3	3.6	(3.8)
Investissements des entreprises	6.9	2.9	(4.0)	8.2	2.5	(1.4)	7.0	1.2
Dépenses publiques	1.8	2.3	1.1	1.5	1.4	(0.5)	2.7	2.0
Exportations	3.0	(0.1)	(12.9)	4.9	5.9	(10.9)	4.8	4.5
Importations	4.1	1.1	(9.3)	12.5	2.8	(0.6)	5.9	1.4
Variation des stocks (milliards \$)	53.4	48.5	(77.4)	(26.5)	85.0	62.1	50.0	85.0
Demande intérieure	3.0	2.3	(2.7)	7.5	3.7	(1.5)	7.7	2.3
Revenu réel disponible	3.6	2.2	6.0	3.9	(2.1)	3.9	1.7	2.0
Emploi des salariés	1.6	1.3	(5.7)	2.6	3.3	(6.0)	4.0	2.5
Taux de chômage	3.9	3.7	8.1	5.5	4.2	6.8	4.8	3.8
Taux d'inflation	2.4	1.8	1.3	4.1	2.9	1.2	4.9	2.7
Bénéfices avant impôts	6.1	0.3	(5.8)	13.9	6.1	(0.7)	8.0	5.0
Compte courant (milliards \$)	(438.2)	(472.1)	(616.1)	(666.6)	(647.8)

* Sauf indication contraire.

Scénario financier**

	actuel 09/07/21	T3 2021	T4 2021	T1 2022	T2 2022	2020	2021	2022
Taux cible fonds fédéraux	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
Bons du Trésor 3 mois	0.06	0.05	0.10	0.10	0.15	0.09	0.10	0.15
Obligations fédérales								
2 ans	0.23	0.30	0.45	0.55	0.65	0.13	0.45	0.90
5 ans	0.79	1.00	1.20	1.30	1.40	0.36	1.20	1.60
10 ans	1.37	1.55	1.80	1.90	1.95	0.93	1.80	2.15
30 ans	1.99	2.10	2.20	2.30	2.40	1.65	2.20	2.50
Taux de change								
US\$/Euro	1.19	1.22	1.21	1.21	1.20	1.22	1.21	1.19
YEN/\$US	110	109	108	109	109	103	108	108

** fin de période

Dynamique trimestrielle

	T1 2020 publié	T2 2020 publié	T3 2020 publié	T4 2020 prévision	T1 2021 prévision	T2 2021 prévision	T3 2021 prévision	T4 2021 prévision
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	(5.0)	(31.4)	33.4	4.3	6.4	10.3	7.8	5.2
IPC (var. a/a %)	2.1	0.4	1.3	1.2	1.9	4.8	5.0	4.9
IPC de base (var. a/a %)	2.2	1.3	1.7	1.6	1.4	3.7	4.0	4.0
Taux de chômage (%)	3.8	13.1	8.8	6.8	6.2	5.8	5.4	4.8

Financière Banque Nationale

Canada Scénario économique

(Variation annuelle en %)*	2018	2019	2020	2021	2022	2020	T4/T4 2021	2022
Produit intérieur brut (\$constants, 2012)	2.4	1.9	(5.3)	6.0	4.0	(3.1)	5.0	3.0
Dépenses personnelles	2.5	1.6	(6.0)	4.8	5.9	(4.4)	4.7	5.2
Construction résidentielle	(1.7)	(0.2)	4.1	19.7	(4.9)	14.5	4.4	(4.3)
Investissements des entreprises	3.1	1.1	(13.6)	1.3	6.0	(13.9)	6.3	4.8
Dépenses publiques	3.2	1.7	0.4	5.7	2.0	2.4	4.0	1.5
Exportations	3.7	1.3	(10.0)	3.1	4.3	(7.4)	1.8	4.7
Importations	3.4	0.4	(11.2)	6.0	4.7	(5.9)	2.5	5.1
Variation des stocks (millions \$)	15,486	18,766	(15,937)	3,634	13,068	(287)	14,000	12,513
Demande intérieure	2.5	1.4	(4.3)	6.0	3.7	(2.0)	4.6	3.2
Revenu réel disponible	1.5	2.2	9.5	(0.0)	(0.6)	7.4	(0.5)	1.1
Emploi	1.6	2.2	(5.1)	4.4	2.8	(2.9)	3.1	2.0
Taux de chômage	5.9	5.7	9.6	7.6	6.3	8.8	6.6	6.1
Taux d'inflation	2.3	1.9	0.7	2.9	2.5	0.8	3.2	2.2
Bénéfices avant impôts	3.8	0.6	(4.0)	33.4	2.2	9.4	16.8	4.0
Compte courant (milliards, \$)	(52.2)	(47.4)	(40.1)	5.0	(38.0)

* Sauf indication contraire.

Scénario financier**

	actuel 09/07/21	T3 2021	T4 2021	T1 2022	T2 2022	2020	2021	2022
Taux à un jour	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.75
Bons du Trésor 3M	0.14	0.15	0.20	0.20	0.25	0.07	0.20	0.70
Obligations fédérales								
2 ans	0.50	0.50	0.60	0.70	0.80	0.20	0.60	1.10
5 ans	0.94	1.05	1.25	1.40	1.50	0.39	1.25	1.80
10 ans	1.33	1.45	1.70	1.80	1.90	0.68	1.70	2.10
30 ans	1.82	1.90	2.00	2.10	2.20	1.21	2.00	2.30
Taux de change								
CAD par USD	1.25	1.20	1.21	1.21	1.22	1.27	1.21	1.23
Prix du pétrole (WTI), \$U.S.	75	72	75	70	67	48	75	65

** fin de période

Dynamique trimestrielle

	T1 2020 publié	T2 2020 publié	T3 2020 publié	T4 2020 publié	T1 2021 publié	T2 2021 prévision	T3 2021 prévision	T4 2021 prévision
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	(7.9)	(38.0)	41.7	9.3	5.6	2.4	6.3	5.8
IPC (var. a/a %)	1.8	0.0	0.3	0.8	1.4	3.3	3.4	3.2
IPC ex. aliments et énergie (var. a/a %)	1.8	1.0	0.6	1.1	1.0	2.0	2.4	2.3
Taux de chômage (%)	6.4	13.1	10.1	8.8	8.4	8.0	7.3	6.6

Financière Banque Nationale

Prévisions économiques provinciales

	2018	2019	2020p	2021p	2022p	2018	2019	2020p	2021p	2022p
	PIB réel (croissance en %)					PIB nominal (croissance en %)				
Terre-Neuve-et-Labrador	-3.5	4.0	-5.3	3.9	2.6	0.8	4.1	-8.3	17.6	3.9
Île-du-Prince-Édouard	2.5	5.1	-3.0	4.5	4.0	3.6	7.0	-1.0	8.2	5.0
Nouvelle-Écosse	1.9	2.4	-3.2	5.0	3.3	3.6	3.8	-1.9	8.1	4.6
Nouveau-Brunswick	0.5	1.2	-3.7	4.6	3.0	3.6	3.0	-1.9	9.7	4.7
Québec	2.9	2.7	-5.3	6.5	4.1	5.4	4.3	-4.1	11.4	5.1
Ontario	2.8	2.1	-5.0	6.1	4.3	4.1	3.8	-4.8	10.0	5.2
Manitoba	1.5	0.6	-4.8	5.1	3.5	2.5	1.0	-4.0	11.1	4.8
Saskatchewan	1.2	-0.7	-5.2	5.4	3.5	3.2	0.1	-9.2	18.9	3.7
Alberta	1.9	0.1	-8.2	6.4	4.0	3.4	2.7	-11.6	22.4	5.0
Colombie-Britannique	2.7	2.7	-3.8	6.1	4.2	4.9	4.4	-2.3	11.5	5.6
Canada	2.4	1.9	-5.3	6.0	4.0	4.2	3.6	-4.6	12.6	5.2
	Emploi (croissance en %)					Taux de chômage (%)				
Terre-Neuve-et-Labrador	0.5	1.3	-5.9	3.5	0.4	14.1	12.3	14.2	12.8	12.2
Île-du-Prince-Édouard	4.2	3.4	-3.2	4.0	2.2	9.4	8.6	10.6	8.5	7.9
Nouvelle-Écosse	1.9	2.3	-4.7	5.4	1.6	7.7	7.3	9.8	8.2	7.7
Nouveau-Brunswick	0.6	0.7	-2.6	3.0	1.2	8.0	8.2	10.1	8.7	8.5
Québec	1.5	2.0	-4.8	4.4	3.0	5.5	5.2	8.9	6.5	5.6
Ontario	1.7	2.8	-4.7	4.3	3.0	5.7	5.6	9.6	8.2	6.4
Manitoba	1.1	1.0	-3.7	3.7	2.0	6.0	5.4	8.0	7.0	5.5
Saskatchewan	0.6	1.7	-4.6	3.7	2.3	6.2	5.5	8.4	6.1	5.6
Alberta	1.9	0.6	-6.5	4.6	3.3	6.7	7.0	11.5	9.0	7.7
Colombie-Britannique	1.4	2.9	-6.5	5.4	2.9	4.8	4.7	9.0	6.7	5.6
Canada	1.6	2.2	-5.1	4.4	2.8	5.9	5.7	9.6	7.6	6.3
	Mises en chantier de logements (000)					IPC (Croissance en %)				
Terre-Neuve-et-Labrador	1.1	0.9	0.8	1.3	0.8	1.7	1.0	0.2	2.8	2.5
Île-du-Prince-Édouard	1.1	1.5	1.2	1.1	1.0	2.3	1.2	0.0	3.2	2.5
Nouvelle-Écosse	4.8	4.7	4.9	5.0	4.2	2.2	1.6	0.3	3.2	2.5
Nouveau-Brunswick	2.3	2.9	3.5	4.0	2.8	2.2	1.7	0.2	3.0	2.5
Québec	46.9	48.0	54.1	70.0	56.0	1.7	2.1	0.8	3.0	2.5
Ontario	78.7	69.0	81.3	95.5	81.7	2.4	1.9	0.6	3.0	2.5
Manitoba	7.4	6.9	7.3	7.3	6.3	2.5	2.3	0.5	2.6	2.5
Saskatchewan	3.6	2.4	3.1	5.2	3.6	2.3	1.7	0.6	2.6	2.5
Alberta	26.1	27.3	24.0	30.5	27.0	2.5	1.7	1.1	2.6	2.5
Colombie-Britannique	40.9	44.9	37.7	41.5	36.6	2.7	2.3	0.8	2.8	2.5
Canada	212.8	208.7	217.8	261.4	220.0	2.3	1.9	0.7	2.9	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



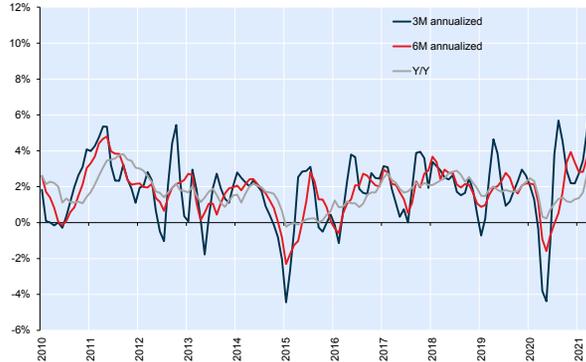
Jocelyn Paquet
Économiste
514 412-3693

Transitoire, temporaire, passagère?

Les qualificatifs transitoire et temporaire ont occupé une place de choix dans le lexique de presque tous les banquiers centraux nord-américains. La pression sur les autorités monétaires continue en effet de monter maintenant que coup sur coup les statistiques d'inflation dépassent les attentes. Cependant, la plupart d'entre eux n'ont pas cédé sous la pression et ils continuent d'avancer des éléments probants à l'appui de leur thèse d'une inflation qui serait transitoire. Il faut reconnaître que certains des points qu'ils soulèvent sont valides. Les effets de base sont indubitablement à l'œuvre et, par définition, ils sont transitoires. Les goulots d'étranglement des chaînes d'approvisionnement qui provoquent des montées temporaires des prix sont aussi bien réels (les prix des voitures d'occasion en sont un bon exemple). Mais il y a aussi de plus en plus d'éléments donnant à penser que les tensions inflationnistes sont un peu plus persistantes qu'on a pu le croire plus tôt. Elles ont, en tout cas jusque-ici, été plus fortes que prévu. Comme les taux annualisés sur 3 ou 6 mois l'indiquent, ce ne sont pas seulement les effets de base qui provoquent des poussées d'inflation. Néanmoins, alors que les économies en sont encore à aplanir les difficultés de la réouverture, le débat entre une inflation persistante ou transitoire ne sera pas tranché avant un bon moment.

D'après les données sur 3 et 6 mois, il y a plus que les effets de base

Relevés de l'IPC américain depuis 2010



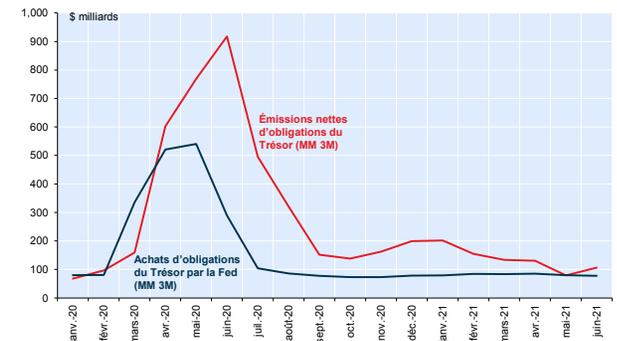
FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Pour le moment, le marché obligataire semble adhérer à la thèse des banques centrales. Après une hausse rapide au début de l'année, les taux à long terme ont inversé leur cours ces derniers mois. Alors que les taux à court terme ont grimpé par anticipation d'une hausse des taux

d'intérêt plus précoce flairée à la réunion du FOMC de juin, ceux à long terme semblent signaler que la Fed est en passe de rehausser les taux d'intérêt trop tôt et risque d'abrèger la reprise. Nous ne sommes pas d'accord. Nous ferions plutôt remarquer d'autres facteurs plus techniques qui continuent d'avoir une incidence sur le marché obligataire. D'une part, il y a eu la liquidation de positions à découvert qui a contribué à la reprise précoce quand le marché a dénoué des opérations misant sur une augmentation de l'écart des taux et sur des obligations à court terme qui étaient devenues la tendance de l'heure. Mais la question qui pourrait changer la donne est sans aucun doute le programme d'AQ. Malgré la résorption imminente de l'écart de production, la Fed continue d'acheter pour \$120 milliards d'obligations chaque mois. C'est le même montant d'achat d'obligations qu'à pareille époque l'an dernier, quand l'inflation était inexistante, que s'était ouvert un gouffre pour l'emploi et que la production se contractait. En outre, ces derniers mois, les émissions nettes du Trésor ont été entièrement compensées par les achats d'obligations du Trésor de la Fed. Il est certain que l'absence de nouvelles émissions nettes à acheter sur le marché est un facteur qui a contribué à la reprise en cours. Pour nous, les achats d'obligations du Trésor à ce rythme élevé et quelque peu arbitraire sont un peu excessifs alors que nous sommes dans une phase de reprise de l'économie. Quant à la Fed, elle attend encore des progrès substantiels sur les marchés du travail. Même avec une barre placée relativement haut, nous nous attendons à ce que ceux-ci se produisent dans les prochains mois.

La Fed absorbe presque toutes les émissions nettes d'obligations

Emissions du Trésor nettes (moyenne mobile 3M) et achats par la Fed (moyenne mobile 3M)



FBN Économie et Stratégie (données de la Fed de New York, SIFMA)

Taux d'intérêt et marché obligataire

Tout cela pour dire qu'après un répit inattendu dans la liquidation de ces derniers mois, nous pensons que nous serons sur la voie d'une nouvelle augmentation des taux et d'un modeste redressement de leur courbe quand les discussions entourant la réduction de l'assouplissement quantitatif viendront petit à petit occuper le devant de la scène plus tard cet été. Nous pensons que l'économie américaine a une assise suffisamment solide pour pouvoir continuer de prospérer même avec une banque centrale moins accommodante. Il est toujours intimidant de prendre une position opposée à celle du marché obligataire et de sa prescience, mais nous sommes convaincus que (a) cette reprise a du champ devant elle et (b) que l'inflation sera en fait plus persistante que certains le prévoient, ce qui pourrait entraîner la réintégration d'une prime d'inflation croissante dans la courbe des taux nominaux.

Le marché obligataire adhère-t-il à la thèse de l'inflation transitoire ?
Taux des obligations du Canada et des États-Unis de 10 ans jusqu'en 2021

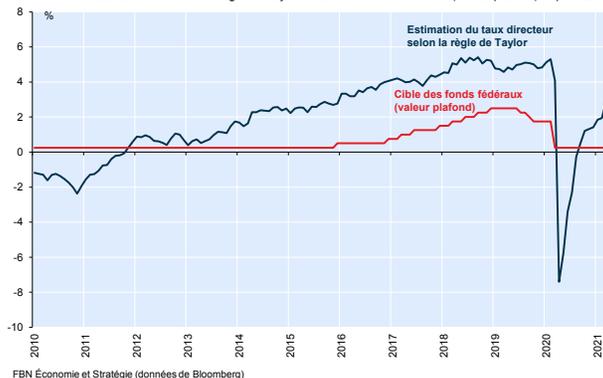


La BdC de son côté se range aussi très clairement dans le camp de l'inflation transitoire, bien qu'elle ait au moins été disposée à retirer une partie du soutien monétaire puisque la reprise a progressé. Cela s'est soldé par une contre-performance des taux, particulièrement dans le segment court terme de la courbe et avait aidé à renforcer le dollar canadien. Comme nous nous attendons à ce que la Fed se rapproche davantage de la politique menée par la BdC avec une progression des discussions sur la réduction progressive de ses achats, nous prévoyons que les taux canadiens se démarqueront

ces prochains mois. Mais il est certain que toute annonce d'une réduction des achats par la Fed aura un effet négatif sur les taux canadiens également.

Quant à la normalisation du taux directeur, nous avons laissé notre prévision inchangée, notre conviction ayant été renforcée par l'augmentation du nombre de participants du FOMC qui prônent maintenant un retrait progressif de la détente, en juin. Pour mémoire, le scénario de base de notre prévision implique une première intervention sur le taux directeur par la BdC en juillet 2022 et un premier tour de vis de la Fed au début de 2023. Étant donné le temps qu'il faut pour réduire complètement le programme d'achat d'obligations, nous voyons peu de possibilités d'une normalisation des taux bien avant ces dates. Enfin, soulignons que même selon notre échéancier de la normalisation (plus précoce que celui de certains prévisionnistes et assurément plus que celui implicite de la Fed et de la BdC), la politique monétaire restera beaucoup plus accommodante que ce que nous aurions vu dans un cycle plus typique. Prenez la règle de Taylor, par exemple. L'écart entre le taux directeur préconisé par ce modèle et la cible effective des fonds fédéraux continue de se creuser, croissant à des niveaux que nous n'avons pas vus depuis les années 1970. Même si l'inflation redescend de ces niveaux ultra-élevés et quand elle le fera, la politique monétaire continuera de paraître extrêmement accommodante dans un avenir prévisible.

Selon la règle de Taylor, la politique de la Fed est trop accommodante
Estimation du taux directeur selon la règle de Taylor et cible effective de la Fed (valeur plafond) depuis 2010



Plus grande divergence avec la règle de Taylor depuis les années 70
Écart entre le taux directeur selon Taylor et la cible effective de la Fed (valeur plafond) depuis 2010



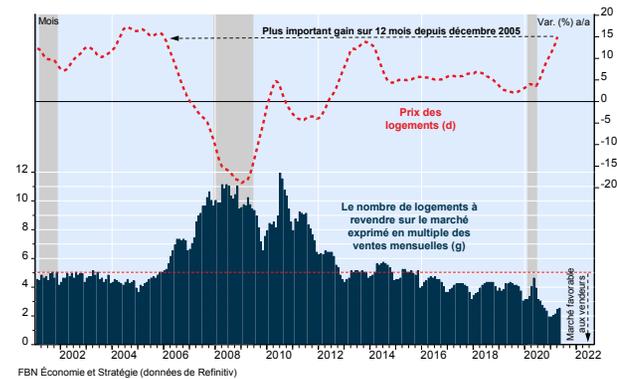
FOMC : L'emploi d'abord, mais l'immobilier devient préoccupant

La Fed a été parfaitement claire ces derniers mois : sa fonction de réaction dépendra presque entièrement des statistiques de l'emploi. Tant que le rétablissement de l'emploi demeure incomplet ou insuffisamment inclusif, elle préférera pécher par excès de prudence et maintenir la détente monétaire. Mais alors que l'économie américaine donne des signes de surchauffe, quelques participants du FOMC commencent à remettre en question la primauté de l'emploi dans le mandat de la banque centrale. En effet, il semble de plus en plus difficile d'ignorer les risques pour la stabilité financière engendrés par l'appréciation rapide de certains biens du point de vue de la politique monétaire. Plus précisément, l'explosion des prix immobiliers résidentiels semble avoir retenu l'attention de certains représentants de la Fed. À la réunion de la banque centrale des 15-16 juin plusieurs ont souligné que les faibles taux d'intérêt contribuent à la hausse des prix des maisons et que les pressions des valorisations sur le marché immobilier résidentiel pourraient entraîner des risques pour la stabilité financière. On se souvient que les prix des maisons avaient augmenté de 14,9% a/a en avril selon l'indice S&P CoreLogic Case-Shiller sur 20 villes, soit la plus forte augmentation en 12 mois depuis décembre.

Taux d'intérêt et marché obligataire

États-Unis : Plus forte hausse des prix des logements depuis 2005

Indice national des prix des logements S&P CoreLogic sur 20 villes et ratio des biens à revendre aux ventes



Dans ce contexte « plusieurs participants » à la réunion voyaient des avantages à réduire le rythme des achats de titres hypothécaires (MBS) plus rapidement ou plus tôt que celui des obligations du Trésor. Cette suggestion a en définitive été rejetée, une majorité de participants arguant qu'une telle approche ne serait pas en accord avec les communications antérieures de la Fed. Il semble quasiment certain que les membres du FOMC que la montée en flèche des prix immobiliers inquiète demanderont une fois de plus une réduction asymétrique des achats d'actifs à la prochaine réunion, mais nous continuons de nous attendre à ce que, une fois que la Fed commencera à réduire son programme d'AQ, elle ralentisse proportionnellement le rythme des achats d'obligations du Trésor et de MBS. Pour bon nombre des banquiers centraux, la relation extrêmement étroite entre les deux catégories d'actifs implique que réduire les achats de MBS plus vite ou plus tôt ne modifierait pas significativement les conditions sur le marché immobilier résidentiel. Qui plus est, la Fed voit les achats de MBS non pas comme un moyen de soutenir le marché immobilier résidentiel en particulier, mais plus comme un outil pour faciliter la détente par l'influence exercée sur les conditions financières plus larges. Comme la banque centrale est convaincue que ce degré d'accommodement reste nécessaire, une réduction précoce des achats de MBS semble peu probable.

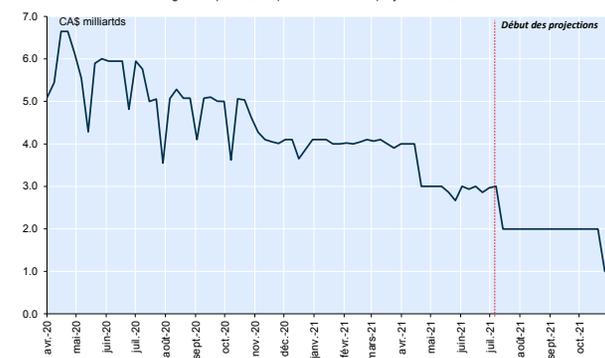
Plus généralement, cependant, le débat entourant les achats de MBS démontre des divisions grandissantes au sein du FOMC, le groupe minoritaire qui est enclin à réduire la détente monétaire plus vite se faisant entendre de plus en plus fortement. Que ce soit l'augmentation des prix des logements, la hausse de l'inflation ou la valorisation élevée du marché boursier, le camp des faucons ne manquera pas d'arguments au cours des prochaines semaines pour remettre en question la politique monétaire pleins gaz.

BdC : Réduction des achats massifs bien préannoncée

Contrairement à ce qui se produit au sud de la frontière, où la politique monétaire pleins gaz se poursuit sans relâche, la Banque du Canada a adopté une démarche relativement plus équilibrée. Bien que le programme d'assouplissement quantitatif de la BdC ait été engagé à un niveau relatif nettement plus élevé que le programme d'achat d'obligations de la Fed, Tiff Macklem et le Conseil de direction ont été disposés à réduire les achats à mesure que la reprise économique progressait. Cela a commencé avec une réduction de \$1 milliard des achats hebdomadaires en octobre, suivie par une autre réduction de \$1 milliard des achats hebdomadaires en avril et enfin une nouvelle réduction en juillet par laquelle la BdC a fait baisser ses achats d'obligations hebdomadaires à \$2 milliards.

BdC : Une réduction sans accroc et ordonnée des achats massifs

Achats hebdomadaires d'obligations par la Banque du Canada et projections FBN



La réduction de la dose de stimulation bien préannoncée par la BdC a donné aux observateurs du marché des perspectives très claires pour la politique, du moins à court terme. Tant que la reprise économique progressera comme la BdC le prévoit, elle continuera de réduire sa stimulation par l'assouplissement quantitatif. À nos yeux, cela signifiera sans doute une nouvelle réduction à la réunion d'octobre, qui accompagnera un nouveau RPM, après quelques mois de données quantifiant la progression de la reprise. Au-delà de ce point, les perspectives deviennent un peu plus embrouillées.

En mars, le sous-gouverneur Toni Gravelle a fait un discours dans lequel il expliquait, en termes généraux, comment la BdC mettra fin à son programme d'AQ. Plutôt que de ramener simplement les achats hebdomadaires à zéro, la Banque voudra laisser un peu de temps à ce qu'elle appelle la « phase de réinvestissement ». Cela consistera à maintenir le niveau de ses positions en OdC stable pendant une durée non définie. En effet, elle réinvestira le produit des obligations qui sortiront de son bilan. Le seul problème, c'est que nous ne savons pas quelle forme cela prendra ultimement.

À titre de rappel, en plus de ses achats hebdomadaires dans le cadre de l'AQ, la Banque participe régulièrement à toutes les adjudications d'obligations du Canada nominales, achetant 13% du montant total offert. Cette pratique était en place bien avant la pandémie, reflétant une gestion du bilan plutôt qu'une mesure de stimulation. Jusque-là en 2021, ces achats lors des adjudications ont sensiblement compensé les obligations qui étaient parvenues à échéance, sortant du bilan de la BdC. Si cela continuait, la phase de réinvestissement serait identique à l'activité de la Banque d'avant la pandémie. Cependant, à partir de 2022, les échéances commencent à s'accroître, reflétant les importants achats d'obligations entrepris quand la pandémie s'est déclarée au printemps dernier. Cela signifie que les achats réguliers lors des adjudications seront insuffisants pour maintenir la taille des positions de la Banque en obligations. Cela implique que soit (a) la Banque doit augmenter sa participation aux adjudications d'OdC soit, peut-être plus probablement, (b) la Banque devra poursuivre l'AQ à un rythme terminal pour éviter une

Taux d'intérêt et marché obligataire

contraction de son bilan. La BdC doit communiquer davantage d'informations avant que nous connaissions la tournure des achats d'obligations plus tard cette année et en 2022, mais à ce stade, nous estimons qu'un rythme d'AQ terminal de \$500 millions par semaine serait nécessaire.

Mais surtout, cette phase de réinvestissement jouera un rôle important dans la normalisation de la politique monétaire. Comme l'a fait remarquer M. Gravelle :

« La phase de réinvestissement devrait donc débuter un certain temps avant que nous commencions à augmenter le taux directeur. »

On ne saurait être plus vague qu'en évoquant « un certain temps », mais notre interprétation naïve traduit cela en une période d'au moins six mois. Sur la base des informations dont nous disposons actuellement, voici comment nous voyons évoluer les choses : La BdC réduit le rythme des achats au titre de l'AQ une fois de plus en octobre. De là à décembre ou janvier, nous ralentissons au rythme terminal de l'AQ, mieux connu sous le nom de phase de réinvestissement. Six mois plus tard, alors qu'on prévoit que l'écart de production sera résorbé (ou très près de l'être) et avec des marchés du travail entièrement rétablis, la BdC sera en mesure de commencer à hausser les taux d'intérêt en juillet, ce qui cadre avec la fenêtre fixée dans ses indications prospectives actuelles (c.-à-d. la deuxième moitié de 2022).

Certes, si la phase de réinvestissement doit persister pendant une période d'environ six mois, notre échéancier est relativement serré. Mais observez les prix sur le marché et vous constaterez un tableau encore plus ambitieux. D'ores et déjà, les cours tiennent entièrement compte d'une première hausse des taux avant juillet 2022. C'est avant le moment transpirant dans les indications prospectives actuelles et cela nécessiterait sans doute un rythme plus rapide de réduction des achats que celui que nous avons retenu dans nos hypothèses. Tout cela pour dire que nous tempérons le calendrier ultra ambitieux du marché en ce qui concerne la hausse des taux de la BdC. Non pas par pessimisme pour la reprise. Mais plutôt à cause de la course d'obstacles des conditions préalables posées par la BdC qui devront être réunies avant les hausses.

Les taux à court terme reflètent le rythme vif attendu de la BdC
Augmentations du taux directeur implicite dans les contrats à terme sur AB jusqu'en 2023



BCE : Un nouveau cadre... qui ne modifie pas fondamentalement la politique actuelle

Ayant réalisé son premier examen stratégique en près de vingt ans, la Banque centrale européenne a annoncé le 8 juillet qu'elle apporte quelques changements à son mandat de politique monétaire. Pour commencer, la cible d'inflation de la banque centrale a été modifiée, passant de « proche de, mais inférieure à 2% », à un objectif symétrique de 2%. Bien que la Banque ait dit qu'elle tolérerait des mouvements temporaires au-delà de ce niveau à court terme, elle a clairement établi que les « écarts négatifs et positifs de l'objectif seraient également indésirables » à long terme. Elle a ajouté que « lorsque les taux d'intérêt nominaux sont proches de leur niveau plancher, une politique monétaire particulièrement vigoureuse et créée dans la durée est nécessaire pour éviter la fixation des écarts négatifs par rapport à l'objectif d'inflation... Cela peut aussi se traduire par une période transitoire d'inflation légèrement au-dessus de l'objectif. » Pour ceux qui se demanderaient si cette stratégie équivaldrait à une version allégée du ciblage d'une inflation moyenne de la Fed, la présidente de la BCE, Christine Lagarde, a opposé un « non » catégorique.

En théorie, un objectif d'inflation légèrement plus élevé implique que la fonction de réaction de la BCE s'atténuera un peu. Le degré plus élevé de tolérance des écarts ne fait que renforcer cette idée générale,

particulièrement après des années d'inflation inférieure à la cible. Dans la pratique, cependant, le nouveau mandat ne modifiera pas spectaculairement la politique actuelle de la BCE, dont on s'attendait déjà à ce qu'elle maintienne les taux d'intérêt à la valeur plancher de zéro pendant longtemps.

Compensant partiellement ce penchant accommodant, la BCE a dit que, même si l'IPCH reste l'indicateur de prix approprié sur lequel est fondée la politique monétaire, des efforts seront déployés pour inclure le coût d'un logement occupé par son propriétaire dans son calcul. Selon la banque, une telle décision permettrait à l'indice de mieux refléter l'inflation pertinente pour les ménages (plus de la moitié des habitants de la zone euro sont propriétaires de leur logement). Il est important de garder l'esprit que le coût d'un logement occupé par son propriétaire n'est pas la même chose que les prix de l'immobilier résidentiel sur le marché. Il reflète les dépenses associées à l'achat, à l'entretien et à l'occupation d'une maison détenue en propre. Néanmoins, le coût d'un logement occupé par son propriétaire a augmenté beaucoup plus vite que l'inflation générale depuis 2014 selon Eurostat. Sous réserve que cette tendance se maintienne, l'inclusion de ces dépenses dans l'IPCH entraînerait probablement une augmentation des statistiques d'inflation.

Dans le cadre du réexamen de sa politique, la BCE a aussi affirmé ses intentions d'incorporer un peu plus les considérations de changement climatique dans son cadre de politique monétaire. Pour atteindre cet objectif, la banque prévoit d'améliorer sa modélisation et de procéder à une analyse théorique/empirique pour surveiller les implications du réchauffement de la planète pour l'économie. Dans la même veine, elle a dit que la divulgation des risques climatiques par les entreprises deviendrait un nouveau critère d'admissibilité à l'AQ. À l'avenir, le dispositif gouvernant la répartition des achats de titres tiendra compte de critères liés au changement climatique, notamment le respect par les émetteurs de « la législation européenne mettant en œuvre l'accord de Paris, grâce à des indicateurs liés au changement climatique ou à leur engagement vis-à-vis de ces objectifs ». Comme il faudra de nouvelles dispositions législatives pour permettre à la banque d'infléchir ses achats en fonction de ces critères, on s'attend à ce que ces changements entrent en vigueur en 2024.

Taux d'intérêt et marché obligataire

Marché obligataire canadien: Taux d'intérêt, écarts de crédit et devises

Fermeture:	15-Jul-21	15-Apr-21	14-Jan-21	15-Oct-20	16-Jul-20
<u>Taux d'intérêt</u>					
3 mois	0.165	0.087	0.061	0.095	0.177
2 ans	0.448	0.249	0.165	0.237	0.269
5 ans	0.885	0.918	0.456	0.344	0.338
10 ans	1.259	1.476	0.855	0.569	0.505
30 ans	1.782	1.913	1.481	1.154	0.996
<u>Écarts de crédit</u>					
3 mois - 2 ans	28.3	16.2	10.4	14.2	9.2
2 - 5 ans	43.7	66.9	29.1	10.7	6.9
5 - 10 ans	37.4	55.8	39.9	22.5	16.7
10 - 30 ans	52.3	43.7	62.6	58.5	49.1
<u>Devises</u>					
CAD/USD	1.2611	1.2543	1.264	1.3221	1.3574
EUR/CAD	0.6718	0.6662	0.6508	0.6459	0.6471

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

Les paris sur la reflation ne sont pas encore caducs

Après quelques jours de tumulte à la suite de la réunion du FOMC de juin, les places boursières mondiales ont épongé leurs pertes avant de terminer le mois à un nouveau sommet record (graphique).

Monde : Un nouveau record en juin

Indice MSCI Monde (tous pays)



FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Au moment de rédiger ces notes, l'indice MSCI Monde TP était en hausse de 12.5% depuis le début de l'année, entraîné par l'Amérique du Nord et l'Europe (tableau). Les marchés émergents, où la campagne de vaccination contre la COVID tarde alors que le nouveau variant Delta se propage, ont, la plupart, eu du mal à soutenir le rythme de l'indice mondial. Seul l'indice MÉ EMOA (+13.3% depuis le début de l'année) fait exception, grâce à ses composantes européennes.

Indice MSCI composé : Évolution des cours

	Depuis le début		
	du mois	du trimestre	de l'année
MSCI Monde (TP)	2.0	6.6	12.5
MSCI Monde	2.2	7.1	13.3
MSCI États-Unis	2.7	8.5	14.1
MSCI Canada	2.3	7.9	16.0
MSCI Europe	1.5	5.4	12.8
MSCI Pacifique sans le Japon	0.4	4.9	9.9
MSCI Japon	1.1	0.0	7.9
MSCI MÉ	0.5	3.2	7.0
MSCI MÉ EMOA	0.5	4.3	13.3
MSCI MÉ Amérique latine	-0.5	5.0	4.7
MSCI MÉ Asie	0.7	2.9	6.3

30/6/2021

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

L'essor des marchés boursiers continue d'être soutenu par une forte croissance des bénéfices. Les bénéfices par action (BPA) des douze derniers mois de l'indice MSCI Monde sont déjà de retour à leurs niveaux d'avant la pandémie 18 mois à peine après le début de la récession de 2020. Mais surtout, la révision à la hausse des prévisions de bénéfices continue et on s'attend à ce que ceux-ci se situent à 20% au-dessus de leur niveau d'avant la pandémie à pareille époque, l'an prochain. On remarquera qu'il a fallu près d'une décennie pour réaliser un rétablissement de cette ampleur après la récession de 2008-2009 (graphique).

Monde : Les BPA plus élevés qu'avant la pandémie et en hausse

Bénéfice des 12 derniers mois de l'indice MSCI Monde TP et prévision à 12 mois



FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Ces attentes semblent réalistes puisque l'élan économique mondial reste fort et que le pouvoir d'influence sur les prix augmente. L'indice PMI JP Morgan/Markit de la fabrication mondiale a fléchi. Il est passé du record des 11 dernières années de 56.0 en mai au niveau toujours élevé de 55.5 en juin, marquant un douzième mois de suite de croissance pour les usines du monde.

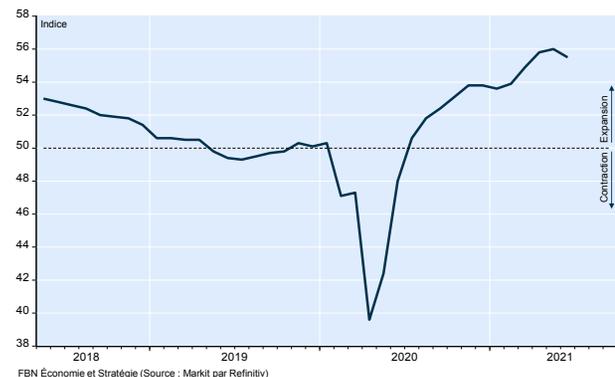
¹ Se reporter au [Point de mire Fed](#) du 16 juin pour plus de détails.

² La courbe des taux représente l'écart entre le taux des obligations du Trésor de 10 ans et celui des obligations du Trésor de 3 mois.

Marché boursier et stratégie de portefeuille

Monde : La fabrication poursuit une expansion rapide

Indice PMI de JPMorgan/Markit de la fabrication mondiale. Dernière observation : juin 2021



Alors que la forte demande et les chaînes d'approvisionnement mondiales sous tension font monter les prix des intrants, les usines ont pu augmenter les prix de vente. Nous avons expliqué le mois dernier que cette situation allait probablement durer jusqu'au deuxième semestre de 2021 alors que les entreprises ont du mal à regarnir leurs stocks épuisés (graphique). Ce contexte devrait permettre aux sociétés de rester en mesure de maintenir ou de relever leurs indications prospectives sur le respect ou le dépassement de leurs estimations de profit.

États-Unis : La nécessité de reconstituer les stocks

Ratio stocks/ventes des détaillants américains



Au cours du dernier mois, 59% des plus de 2,400 sociétés de l'indice MSCI Monde TP ont révisé leurs prévisions à la hausse (contre une moyenne historique de 49%) et ces révisions étaient largement répandues entre les diverses régions (tableau).

MSCI : change in 12-month forward earnings

	3-month change		1-month change		1-month diffusion (% up)	
	3-month change	10 year historical average	1-month change	10 year historical average	1 month diffusion	10 year historical average
MSCI ACWI	6.4	-0.6	0.8	-0.6	59%	43%
MSCI World	6.5	-0.6	0.8	-0.6	62%	45%
MSCI USA	6.9	-0.3	0.5	-0.3	65%	48%
MSCI Canada	7.6	-0.7	1.8	-0.7	55%	43%
MSCI Europe	5.8	-1.0	0.9	-1.0	64%	40%
MSCI Pacific ex Jp	5.9	-0.5	1.8	-0.5	50%	41%
MSCI Japan	5.3	-0.3	1.7	-0.3	60%	49%
MSCI EM	5.6	-0.6	0.7	-0.6	55%	40%
MSCI EM EMEA	7.7	-0.5	2.3	-0.5	67%	43%
MSCI EM Latin America	16.2	-1.0	0.5	-1.0	58%	40%
MSCI EM Asia	3.7	-0.5	0.4	-0.5	53%	40%

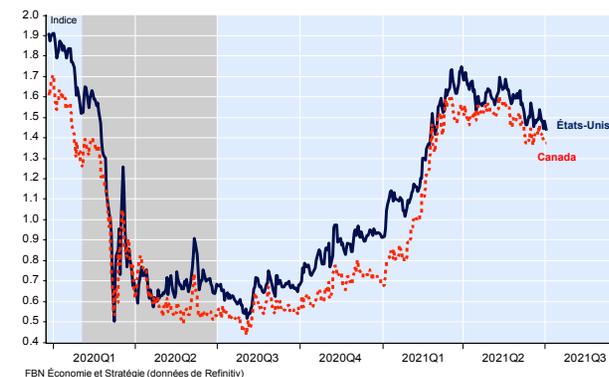
6/30/2021

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

À ce stade-ci, il semble que les conditions soient encore en place pour que les opérations boursières misant sur la reflation continuent. Mais, malgré la forte croissance, l'augmentation de l'inflation et l'engagement des banques centrales à maintenir la détente plus longtemps, la courbe des rendements obligataires s'est aplatie ces dernières semaines et les taux d'intérêt à long terme ont baissé (graphique). Les paris sur la reflation sont-ils déjà compromis et est-il temps de se montrer plus défensif puisque l'essentiel des bonnes nouvelles est déjà pris en compte dans les cours des actions? Nous ne le pensons pas, mais il y a quelques éléments qu'il faudra surveiller au cours des prochaines semaines à mesure que ce cycle économique très particulier continuera de se dérouler.

Amérique du Nord : Les taux d'intérêt à long terme ont baissé

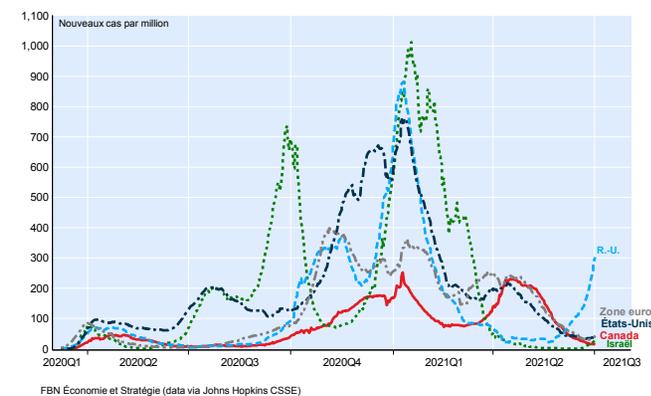
Taux des obligations du Trésor de 10 ans : États-Unis et Canada



Deux facteurs importants semblent avoir effarouché le marché obligataire. Premièrement, sur le front de la pandémie, l'inquiétude monte au sujet de la propagation du variant Delta qui pourrait sérieusement remettre en question la croissance économique au cours des prochains mois. L'augmentation du nombre de nouveaux cas est nette dans des pays tels que le Royaume-Uni et Israël, où plus de 50% de la population ont déjà été vaccinés deux fois (graphique).

Monde : Évolution de la pandémie

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

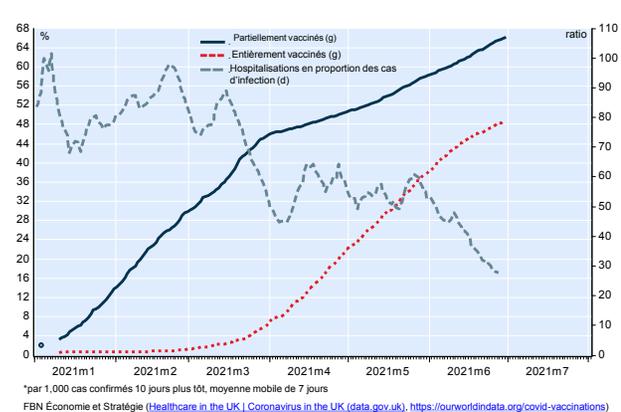


FBN Économie et Stratégie (data via Johns Hopkins CSSE)

Marché boursier et stratégie de portefeuille

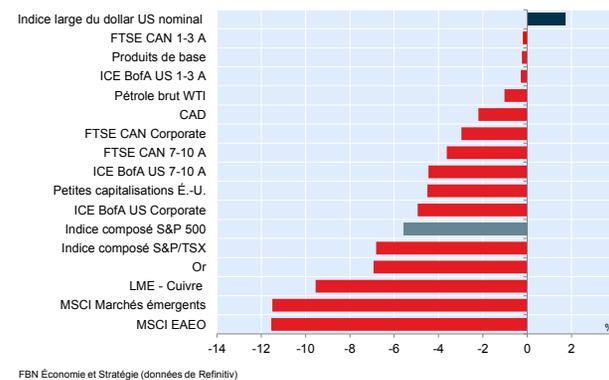
Malgré cela, le nombre de décès n'a pas augmenté et la pression sur le réseau de la santé – mesuré par le ratio des nouvelles hospitalisations aux nouveaux cas – est le plus bas depuis le début de la campagne de vaccination (graphique). Dans la mesure où les vaccins sont efficaces pour empêcher ce ratio d'augmenter à un niveau qui exercerait une pression excessive sur le système de santé, la reprise économique se poursuivra. Alors que la lutte contre la COVID continue, les prochaines semaines seront importantes pour indiquer si une victoire contre la pandémie est imminente.

Royaume-Uni : Vaccination et hospitalisations pour cause de COVID-19



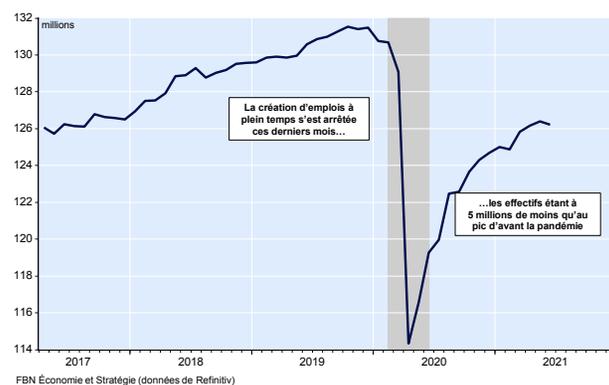
La Réserve fédérale américaine est une autre source de préoccupations pour les marchés. La banque centrale des États-Unis a surpris les investisseurs après la réunion du FOMC le 16 juin où le président Powell a dit que la réunion était une réunion pour « parler de parler de » la réduction à terme de l'assouplissement quantitatif.¹ Sa déclaration était certes justifiée dans le contexte actuel de la croissance et de l'inflation des États-Unis, mais certains investisseurs ont voulu y voir l'annonce du déclenchement potentiel d'une phase de désendettement similaire à l'épisode qui pendant un mois de panique en 2013 s'était soldé par une forte baisse des actifs à risque qui a été exacerbée par la hausse du dollar américain et la montée des taux obligataires (graphique). Nous ne nous attendons cette fois-ci pas à une chute induite par une crise d'angoisse devant un éventuel arrêt progressif des achats massifs.

États-Unis : Évolution des catégories d'actif en 2013 (taper tantrum)



D'une part, la Fed a désamorcé beaucoup plus rapidement la menace d'une modification importante de la politique monétaire cette fois-ci, évitant une augmentation des taux des obligations du Trésor à plus longue échéance et des TIPS. Comme l'explique notre plus récente édition du *Mensuel obligataire*, la réduction progressive de l'assouplissement quantitatif pourrait commencer plus tard cette année, mais il est peu probable que des augmentations du taux directeur aient lieu avant 2023 à cause de la lenteur de la reprise du marché du travail. En juin, les emplois à plein temps n'avaient virtuellement pas augmenté depuis trois mois et stagnaient à 5 millions en dessous du niveau d'avant la pandémie (graphique). Tout était donc en place pour que la Fed se montre très patiente.

États-Unis : La création d'emplois à plein temps en panne



Et étant donné le contexte actuel de l'inflation, dont nous ne prévoyons pas de diminution rapide, cela impliquerait une période prolongée de taux d'intérêt réels nets négatifs. Par conséquent, nous ne nous attendons pas à ce que les TIPS passent subitement en positif comme en 2013 et érodent la valorisation du marché boursier.

États-Unis : L'évolution des taux réels est déterminante

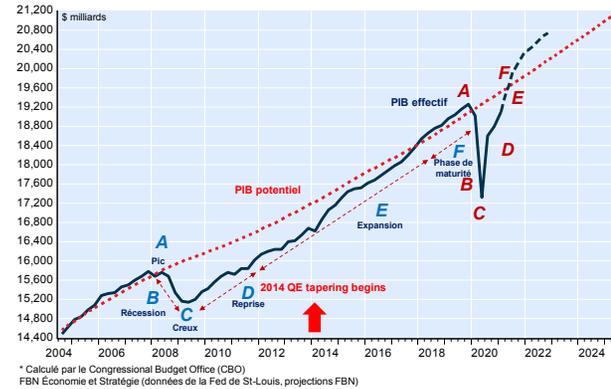


Où en sommes-nous dans ce cycle?

La position dans le cycle est déterminante pour établir la durabilité des opérations boursières misant sur la reflation. L'anatomie du cycle économique est schématisée dans le graphique ci-dessous : (A) Pic économique → (B) Récession → (C) Creux → (D) Reprise → (E) Expansion → (F) Maturité de l'expansion (où le PIB dépasse le potentiel estimé). Ce qu'il est essentiel de garder à l'esprit, c'est que la durée de ces phases peut varier d'un cycle économique à l'autre. Par exemple, il a fallu une décennie entière après la récession de 2008-2009 avant que l'économie atteigne la phase de maturité (lettre F), une période normalement associée à une inflation stable ou en accélération. Cette fois-ci, nous estimons que nous entrerons dans la phase de maturité du cycle économique moins de deux ans après le début de la récession provoquée par la pandémie. C'est rapide.

Marché boursier et stratégie de portefeuille

États-Unis : Sa situation évolue plus vite cette fois-ci PIB réel effectif comparativement au PIB réel potentiel*



L'économie américaine a connu huit phases de maturité depuis la fin des années 1950 avec une durée médiane de 29 mois (tableau). À la fois la plus courte (16 mois) et la plus longue (79 mois) des phases de maturité de l'histoire moderne des États-Unis se sont produites dans les années 1960.

États-Unis : Quelle est la durée des phases de maturité? Perspective historique des cycles économiques des États-Unis

Début de la récession	Creux du marché boursier	Début de l'expansion	Fin de l'expansion	Début de la phase de maturité	Fin de la phase de maturité	Durée (mois) de l'expansion	Durée (mois) de la phase de maturité	
09-01-1957		10-01-1958	12-31-1958	01-01-1959	04-30-1960	3.0	16.2	
05-01-1960		04-01-1961	06-30-1963	07-01-1963	12-31-1969	27.3	79.2	
01-01-1970	05-16-1970	01-01-1971	03-31-1972	04-01-1972	11-30-1973	15.2	20.3	
12-01-1973	10-03-1974	10-01-1975	06-30-1977	07-01-1977	01-31-1980	21.3	31.5	
02-01-1980	08-12-1982	04-01-1983	12-31-1988	01-01-1989	07-31-1990	70.0	19.2	
08-01-1990	10-11-1990	10-01-1991	09-30-1996	10-01-1996	03-31-2001	60.9	54.7	
04-01-2001	09-21-2001	01-01-2002	12-31-2004	01-01-2005	12-31-2007	36.5	36.5	
01-01-2008	03-09-2009	04-01-2011	12-31-2017	01-01-2018	02-28-2020	82.2	26.3	
03-01-2020	03-23-2020							
						Moyenne	39.6	35.5
						Médiane	31.9	28.9

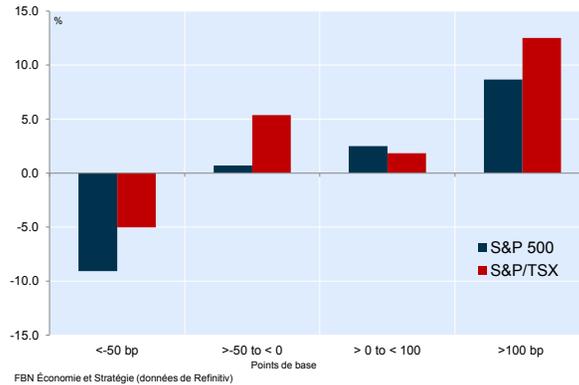
FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv et NBER)

C'est important pour les marchés boursiers en ce sens que la phase de maturité du cycle économique tend à offrir de bons rendements pour les indices boursiers. C'est-à-dire, tant que les banques centrales peuvent éviter une politique monétaire restrictive et un aplatissement indu de la courbe des taux. Comme le

graphique ci-dessous l'illustre, le rendement moyen sur 6 mois des actions américaines pendant la phase de maturité est de 8.7% quand la courbe des taux a une inclinaison de plus de 1% - ou 100 points de base.² Pour les actions canadiennes, la performance excède même 12% (graphique). Les rendements deviennent plus difficiles une fois que la courbe des taux s'aplatit à moins de 0.5% et carrément désastreux quand la courbe s'inverse.

Phase mure: Rendements dépendant de la courbe des taux

Courbe des taux américaine et performance du S&P 500 et du S&P/TSX dans les 6 mois subséquents



FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Nous notons aussi que les secteurs TI, Immobilier, Énergie et Finance ont tendance à dépasser le marché dans son ensemble quand la pente de la courbe demeure au-dessus de 100 points de base (tableau).

États-Unis: Rendements des actions selon la pente des taux

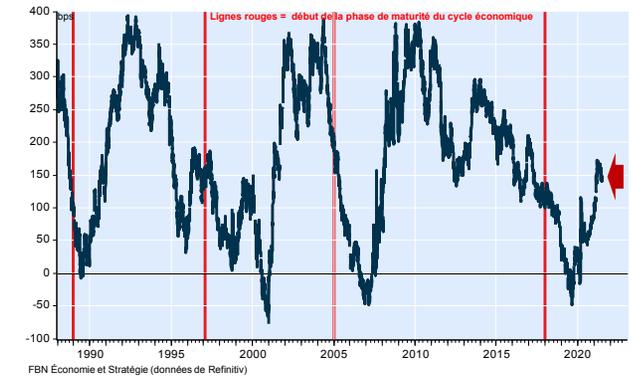
Pente des taux (10 ans – 3 ans) durant la phase mure et rendements des actions dans les 6 mois suivants

	<-50 pb	>-50 to <0	>0 to <100	>100 bp
Total	-9.1	0.7	2.5	8.7
Technologie de l'information	-16.7	-1.2	4.5	13.1
Immobilier	-14.7	6.2	-2.4	12.1
Santé	-11.5	2.0	4.3	10.1
Assurance	-13.9	0.3	3.8	9.9
Énergie	-1.7	5.6	3.5	9.7
Finance	-13.5	0.0	1.1	9.2
Consommation discrétionnaire	-9.9	-1.5	1.2	7.1
Banques	-12.2	0.5	-2.7	7.0
Industrie	-7.3	1.7	2.6	7.0
Services de telecommunication	-4.6	1.2	4.7	6.9
Services publics	-12.6	1.8	6.7	6.5
Consommation de base	-12.2	1.5	4.2	5.9
Matériaux	-2.7	8.1	2.0	1.0
Métaux et minerais	1.3	13.2	5.7	-1.5
Or	7.5	14.4	5.4	-5.2

FBN Économie et Stratégie (données via Refinitiv)

Au moment d'écrire ces lignes, la courbe des taux est encore relativement abrupte, c.-à-d. tout juste sous les 150 points de base. Ce niveau est comparable à celui observé au début des quatre phases de maturité précédentes (graphique).

États-Unis : La courbe des taux n'est pas inhabituellement plate Écart entre le taux des obligations du Trésor de 10 ans et les bons du Trésor de 3 mois



FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Répartition des actifs

Notre répartition des actifs est inchangée ce mois-ci – surpondération des actions et sous-pondération des titres à revenu fixe. Malgré la récente augmentation de l'inflation, nous continuons de penser que la Réserve fédérale se sent à l'aise de maintenir des taux d'intérêt réels négatifs afin de promouvoir l'investissement des entreprises et la création d'emplois à temps plein. Notre scénario présume que l'inflation commencera à refluer vers 3% d'ici la fin de l'année et que la situation de la pandémie ne s'aggravera pas. Si nous voyons juste, les opérations de bourse tablant sur la reflation devraient trouver un deuxième souffle alors que le dollar américain se dépréciera de nouveau.

Marché boursier et stratégie de portefeuille

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

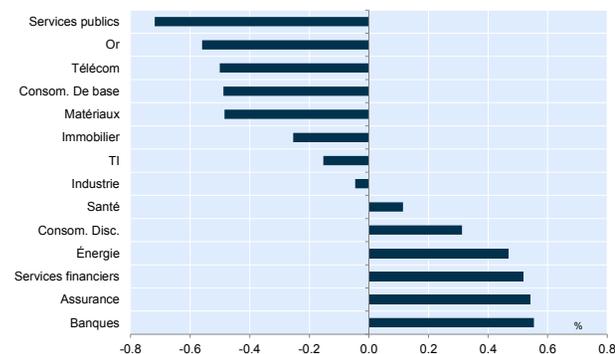
FBN Économie et Stratégie

Répartition sectorielle

Notre répartition sectorielle est inchangée ce mois-ci. Nous continuons de préférer les valeurs cycliques alors que nous sommes sur le point d'aborder la phase de maturité du cycle économique, avec une courbe des taux restant relativement abrupte avec un potentiel à la hausse sur les taux d'intérêt à long terme (graphe).

Canada: Corrélation entre les secteurs boursiers et le taux 10 ans

Corrélation entre la performance relative sur 6 mois par secteurs et la croissance du taux 10 ans, 2011-2021



FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Rotation sectorielle fondamentale FBN - Juillet 2021

Nom (secteur/industrie)	Recommandation	Pondération S&P/TSX
Énergie	Surpondérer	13.1%
Matériaux	Surpondérer	11.7%
Produits chimiques	Équipondérer	1.6%
Emballage et conditionnement	Surpondérer	0.5%
Métaux et minerais *	Surpondérer	2.5%
Or	Surpondérer	6.6%
Papier et industrie du bois	Équipondérer	0.5%
Industrie	Équipondérer	11.4%
Biens d'équipement	Surpondérer	2.1%
Services aux entreprises	Sous-pondérer	3.0%
Transports	Équipondérer	6.2%
Consommation discrétionnaire	Équipondérer	3.8%
Automobiles et composants automobiles	Sous-pondérer	1.2%
Biens de consommation durables et habillement	Surpondérer	0.6%
Services aux consommateurs	Équipondérer	0.9%
Distribution	Équipondérer	1.1%
Biens de consommation de base	Équipondérer	3.6%
Distribution alimentaire et pharmacie	Équipondérer	2.8%
Produits alimentaires, boisson et tabac	Équipondérer	0.7%
Santé	Équipondérer	1.3%
Équipements et services de santé	Équipondérer	0.1%
Produits pharmaceutiques et biotechnologie	Équipondérer	1.2%
Finance	Équipondérer	31.3%
Banques	Équipondérer	21.4%
Services financiers diversifiés	Équipondérer	4.2%
Assurance	Équipondérer	5.7%
Technologies de l'information	Sous-pondérer	11.2%
Télécommunications	Équipondérer	4.9%
Services aux collectivités	Sous-pondérer	4.5%
Immobilier	Sous-pondérer	3.2%

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

Marché boursier et stratégie de portefeuille

Prévisions FBN Canada		
	Actuel	Cible
Niveau de l'indice	2021-07-05	T4-2021 (est.)
S&P/TSX	20 281	20 600
Hypothèses		T4-2021 (est.)
Niveau: Bénéfices	955	1250
Dividendes	525	687
Ratio C/B passé	21.2	16.5
Obligations 10 ans	1.40	1.75

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

Prévisions FBN États-Unis		
	Actuel	Cible
Niveau de l'indice	2021-07-05	T4-2021 (est.)
S&P 500	4 352	4 300
Hypothèses		T4-2021 (est.)
Niveau: Bénéfices	164	190
Dividendes	59	68
Ratio C/B passé	26.5	22.6
Obligations 10 ans	1.43	1.85

* Bénéfices opérationnels du S&P, approche ascendante.

	En monnaie locale (Indices MSCI en \$ US)					En dollars canadiens			Corrélation * avec S&P 500
	Clôture 25/06/2021	Cumulatif juin-21	Cumulatif 2021	Δ 1 an	Δ 3 ans	Cumulatif 2021	Δ 1 an	Δ 3 ans	
	Amérique du Nord - Indice MSCI	4 365	2.2%	13.9%	40.8%	59.2%	9.8%	26.7%	
États-Unis - S&P 500	4 281	1.8%	14.0%	38.8%	57.6%	9.9%	24.9%	45.4%	1.00
Canada - S&P TSX	20 230	2.5%	16.0%	31.0%	25.0%	16.0%	31.0%	25.0%	0.90
Europe - Indice MSCI	2 065	0.4%	12.2%	35.0%	22.2%	8.2%	21.4%	12.8%	0.84
Royaume-Uni - FTSE 100	7 136	1.6%	10.5%	16.1%	-5.0%	8.4%	17.1%	-8.0%	-0.10
Allemagne - DAX 30	15 608	1.2%	13.8%	28.2%	27.2%	7.1%	22.9%	20.1%	0.93
France - CAC 40	6 623	2.7%	19.3%	34.7%	25.3%	12.3%	29.1%	18.3%	0.67
Suisse - SMI	12 000	5.6%	12.1%	18.9%	41.9%	4.3%	10.8%	41.2%	0.91
Italie - Milan Comit 30	259	0.0%	0.0%	0.0%	9.5%	-5.9%	-4.1%	3.4%	0.66
Pays-Bas - Amsterdam	733	3.4%	17.4%	30.8%	34.1%	10.5%	25.4%	26.6%	0.93
Zone Pacifique - Indice MSCI	3 220	0.3%	3.8%	25.9%	15.9%	0.1%	13.3%	7.0%	0.89
Japon - Nikkei 225	29 066	0.7%	5.9%	30.6%	30.1%	-4.8%	13.6%	18.9%	0.94
Australie - All ordinaries	7 579	2.3%	10.6%	27.8%	20.1%	5.1%	27.5%	13.9%	0.76
Hong Kong - Hang Seng	29 288	0.5%	7.6%	18.2%	1.1%	3.6%	6.2%	-5.6%	0.39
MSCI - Monde	3 025	1.7%	12.4%	37.9%	45.0%	8.4%	24.0%	33.9%	0.99
MSCI - Monde ex. É.-U.	2 358	0.4%	10.2%	32.8%	21.1%	6.2%	19.5%	11.8%	0.87
MSCI - EAEO	2 342	0.4%	9.1%	31.5%	19.9%	5.1%	18.3%	10.7%	0.87
MSCI - Marchés émergents (indice libre)	1 380	0.2%	6.8%	37.3%	28.8%	3.0%	23.5%	18.9%	0.92

* Corrélation des rendements mensuels sur 3 ans

Marché boursier et stratégie de portefeuille

Bénéfices sectoriels du S&P 500 - Consensus* 2021-06-25

	Pond. S&P 500	niveau	Variation		Croissance - BPA			C/B			Croissance prévue sur 5 ans	Ratio PEG	Indice de révision**
			3-m Δ	12-m Δ	2021	2022	à 12 mois	2021	2022	à 12 mois			
S&P 500	100	280	14.71	31.13	37.19	11.65	21.25	22.58	20.22	21.20	19.29	1.00	6.88
Énergie	2.94	418.03	12.55	45.46	0.00	27.08	156.28	20.38	16.03	17.95	14.41	0.11	22.09
Matériaux	2.61	516.09	5.68	48.26	64.39	2.65	26.05	18.42	17.94	18.10	15.23	0.69	16.30
Industrie	8.57	865.68	5.95	51.95	82.97	36.59	52.04	27.74	20.31	23.39	15.45	0.45	5.01
Consommation discrétionnaire	12.26	1424.04	8.31	36.35	70.16	32.43	46.84	35.34	26.68	30.41	39.91	0.65	9.79
Consommation de base	5.86	719.22	4.03	20.26	7.72	7.86	7.96	21.35	19.79	20.32	9.18	2.55	1.43
Santé	13.01	1466.12	9.50	27.33	15.84	5.87	10.59	17.09	16.14	16.63	10.39	1.57	0.95
Finance	11.40	614.75	9.28	56.48	45.57	-0.34	18.30	14.28	14.33	14.30	18.05	0.78	11.30
Technologie de l'information	27.07	2550.53	12.21	39.96	29.67	10.95	14.20	27.17	24.49	25.23	18.21	1.78	6.53
Services de télécommunications	11.18	264.16	11.46	45.03	23.43	13.32	18.35	23.53	20.76	21.92	23.45	1.19	8.39
Services publics	2.49	325.54	1.26	14.84	1.24	8.27	4.78	20.19	18.65	19.38	5.77	4.06	-2.41
Immobilier	2.61	279.71	14.71	31.13	5.63	4.54	5.07	54.04	51.70	52.84	30.02	10.42	9.96

* Source I/B/E/S

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

Analyse technique



Dennis Mark, CFA
Analyste
416 869-7427

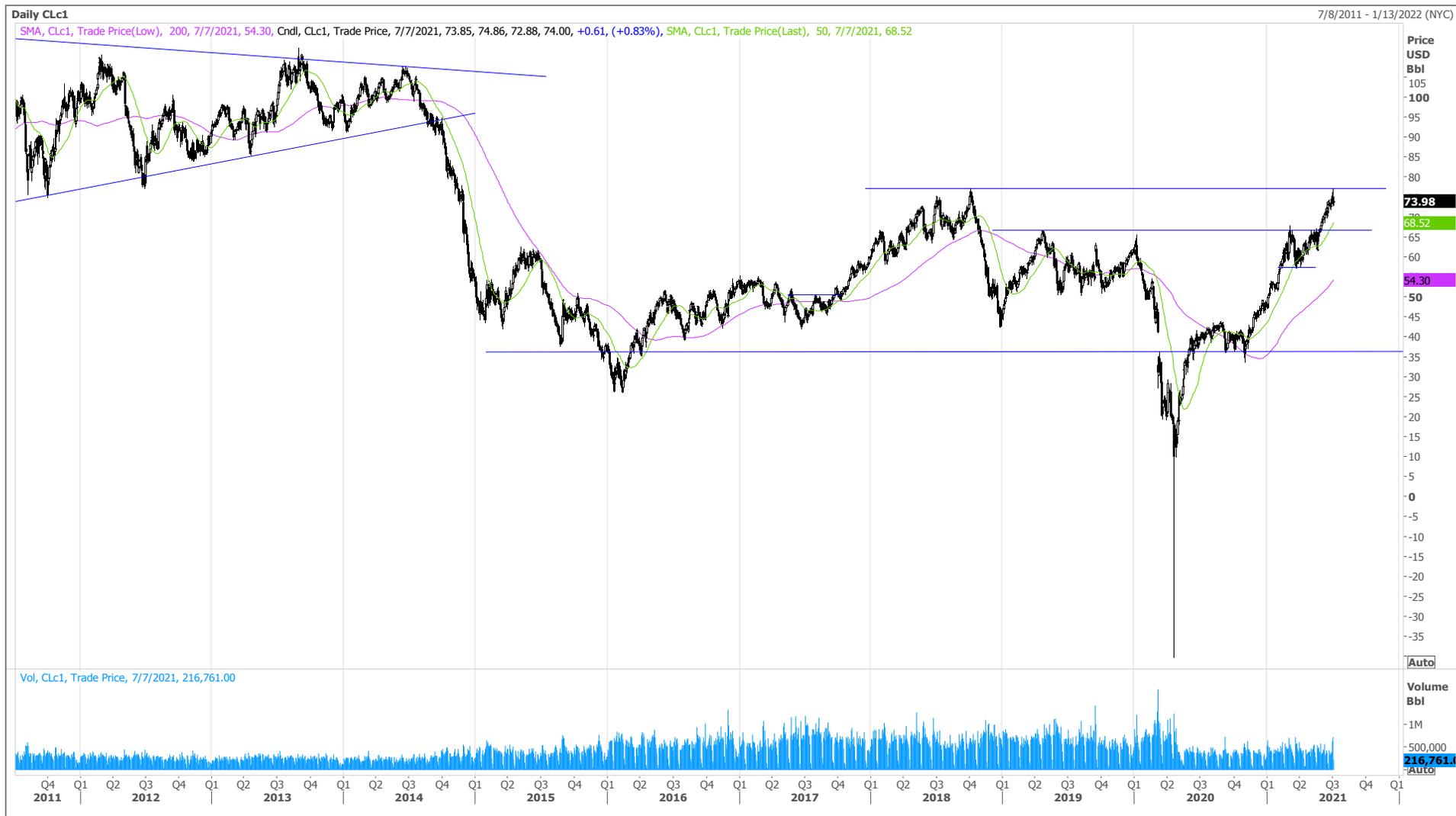
Perspectives techniques du marché de l'énergie

Le secteur du pétrole est devenu un des secteurs les plus performants en 2021. Pas mal pour un secteur si déprisé face à la concurrence des sources d'énergie nouvelles. Les prix ont beaucoup monté, ce qui incite les investisseurs à s'interroger sur le potentiel qu'il leur reste. Une mise en perspective à long terme de ce secteur laisse penser qu'une reprise continue est en cours avec un potentiel de hausse supplémentaire. Les investisseurs devraient profiter de tout accès de faiblesse pour ajouter des positions en actions du secteur de l'énergie à leurs portefeuilles.

Analyse technique

WTI

Le graphique du brut WTI à long terme représente une bonne mise en perspective technique des prix. Une forte reprise du brut WTI a fait remonter les prix à leurs sommets de 2018 près de US\$75. Une percée précédente autour de US\$66.00 a été un signal haussier puisqu'elle a dépassé un important plafond de résistance du graphique datant de deux ans. Un solide élan à la hausse devrait continuer de soutenir les prix du brut WTI en remettant en question la résistance près de son plafond de 2018 à US\$76.00 à US\$77.00. Le franchissement du plafond de 2018 sera le prochain signal technique positif avec une montée vers un sommet inégalé depuis sept ans commençant à ramener les prix vers le point culminant de 2014 à US\$100.00.



Analyse technique

S&P/TSX Énergie/Brent

Les actions du secteur de l'énergie ont commencé à présenter une meilleure performance relative par rapport au prix du pétrole. L'indice S&P/TSX Énergie a établi une tendance ascendante qui essaie de s'arracher à sa base et de faire monter la tendance beaucoup plus haut. Cette action sera de plus en plus haussière à mesure que les actions du secteur de l'énergie gagneront la confiance des investisseurs.



Analyse technique

S&P/TSX Énergie/S&P/TSX

La performance relative est un concept très important dans l'analyse technique puisqu'elle sert de base à la gestion de portefeuille institutionnelle dont le but principal est de dépasser les indices de référence du marché. Comme le graphique ci-joint l'illustre, la performance relative du secteur de l'énergie par rapport à l'indice S&P/TSX a laissé à désirer pendant plusieurs années. Des indices d'amélioration commencent à apparaître alors que la courbe décolle de sa base d'un an. La tendance à court et moyen terme est une tendance à la hausse. Une ligne de tendance à long terme à la baisse reste en vigueur et sera remise en question dans les prochains mois.



Analyse technique

Precision Drilling Corp. (PD)

Le graphique de PD a bien amorcé une reprise ayant échappé à sa base par le haut. Une ligne de tendance à la baisse de cinq ans a récemment été franchie et l'action poursuit son rétablissement. Les percées à \$36.00 et \$41.00 sont techniquement positives puisque la formation d'une base est achevée et que l'action entre dans une phase haussière. Le profil de volume solide depuis la fin de 2020 reflète l'intérêt amélioré pour l'achat de ce titre. On profitera de tout repli pour augmenter la position près de \$40.00. Le cours cible est de \$80.00.



Analyse technique

Secure Energy Services Inc. (SES)

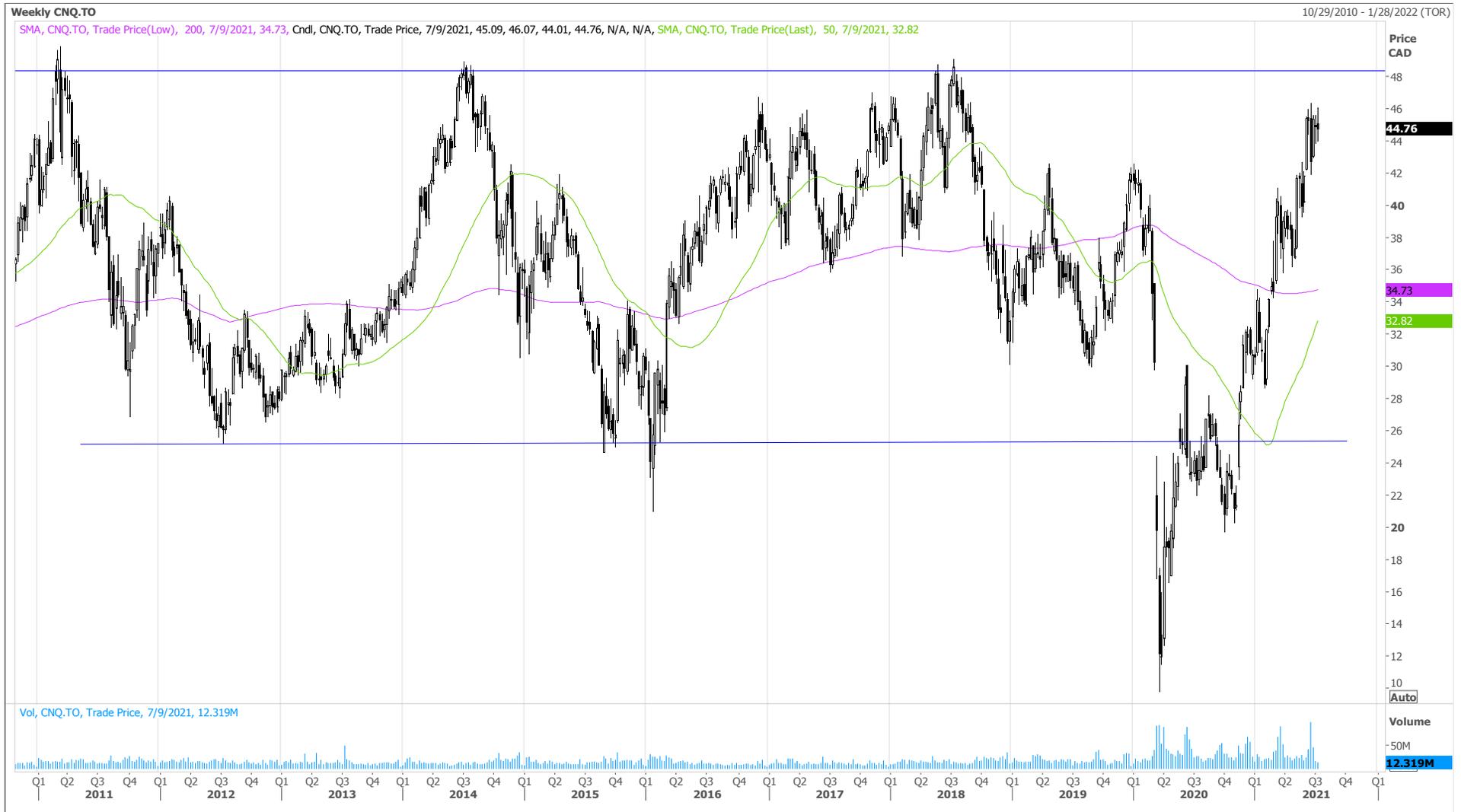
Le graphique SES a marqué une première percée à \$2.40 et a bien évolué pour atteindre notre cible initiale de \$5.00. La résistance entrée en jeu à \$5.13 limitera tout mouvement pour le moment. Une tendance ascendante reste intacte et soutiendra l'action dans une tendance positive. Une pause à court terme sera probablement suivie d'une nouvelle hausse. Surveillez une nouvelle percée à \$5.13 pour un cours cible de \$7.00 à \$8.00 à mesure que l'action continue de se rétablir.



Analyse technique

Canadian Natural Resources Limited (CNQ)

Un graphique à long terme de CNQ est instructif pour les investisseurs, car il montre que l'action est bloquée dans une fourchette de négociation entre environ \$48.00 et autour de \$25. La reprise de CNQ a fait remonter l'action vers les \$40 où elle s'approche d'un important niveau de résistance. Aux niveaux actuels, le profil risque-rendement est devenu défavorable alors que le potentiel de hausse paraît limité. Le risque de baisse est maintenant plus grand que le potentiel de rendement ce qui laisse penser que les investisseurs devraient se délester et recherche de meilleurs débouchés ailleurs.



Analyse sectorielle



Dans cette section,
les tableaux et graphiques
sont basés sur les informations
disponibles au **8 juillet 2021**.

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

Secteur	Titre	Symbole	Prix	Cours Cible	Rend. Div.	Rend. Est.	Industrie	
Énergie	Cenovus Energy Inc.	CVE	\$11.25	\$19.50	0.62%	73.96%	Pétrole, gaz et combustibles	
	Enerflex Ltd.	EFX	\$7.80	\$10.50	1.03%	35.64%	Équipements et services pour l'énergie	
	Keyera Corp.	KEY	\$32.63	\$35.00	5.88%	13.15%	Pétrole, gaz et combustibles	
	Tourmaline Oil Corp.	TOU	\$34.18	\$40.00	1.87%	18.90%	Pétrole, gaz et combustibles	
Matériaux	Capstone Mining Corp.	CS	\$5.25	\$7.75	0.00%	47.62%	Métaux et minerais	
	Copper Mountain Mining Corp.	CMC	\$3.54	\$5.50	0.00%	55.37%	Métaux et minerais	
	Dundee Precious Metals Inc.	DPM	\$7.42	\$13.50	2.01%	83.95%	Or	
	Endeavour Mining Corp.	EDV	\$27.55	\$57.00	0.00%	106.90%	Or	
	First Quantum Minerals Ltd.	FM	\$28.19	\$40.00	0.04%	41.94%	Métaux et minerais	
	K92 Mining Inc.	KNT	\$8.60	\$11.25	0.00%	30.81%	Or	
	Newmont Corp.	NGT	\$78.67	\$108.00	3.46%	40.74%	Or	
	SSR Mining Inc.	SSRM	\$19.77	\$36.00	1.23%	83.32%	Or	
	Wesdome Gold Mines Ltd.	WDO	\$12.09	\$14.00	0.00%	15.80%	Or	
	Industrie	ATS Automation Tooling Systems Inc.	ATA	\$35.97	\$38.00	0.00%	5.64%	Biens d'équipement
CAE Inc.		CAE	\$38.68	\$43.00	0.00%	11.17%	Services aux entreprises	
Dexterra Group Inc.		DXT	\$6.65	\$8.50	4.51%	32.33%	Biens d'équipement	
Dorman Building Materials Group Ltd.		DBM	\$8.04	\$13.50	5.97%	73.88%	Biens d'équipement	
Finning International Inc.		FTT	\$32.21	\$44.00	2.55%	39.15%	Biens d'équipement	
Hardwoods Distribution Inc.		HDI	\$35.81	\$57.00	1.12%	60.29%	Biens d'équipement	
Mullen Group Ltd.		MTL	\$12.78	\$15.50	3.76%	25.04%	Transport	
NFI Group Inc.		NFI	\$27.89	\$32.00	3.05%	17.78%	Biens d'équipement	
Stantec Inc.		STN	\$55.96	\$60.00	1.18%	8.40%	Services aux entreprises	
TFI International Inc.		TFII	\$113.81	\$129.00	1.00%	14.35%	Transport	
Transcontinental Inc.		TCL.a	\$23.14	\$28.00	3.89%	24.89%	Services aux entreprises	
Consommation discrétionnaire		Gildan Activewear Inc.	GIL	\$43.07	\$50.00	1.77%	17.86%	Biens de consommation durables et habillement
Biens de consommation de base		Chartwell Retirement Residences	CSH.un	\$13.35	\$14.50	4.58%	13.20%	Équipements et services de santé
	Dialogue Health Technologies Inc.	CARE	\$10.60	\$20.50	0.00%	93.40%	Équipements et services de santé	
	Knight Therapeutics Inc.	GUD	\$5.21	\$7.75	0.00%	48.75%	Produits pharmaceutiques et biotechnologie	
	Medical Facilities Corporation	DR	\$7.06	\$9.75	3.97%	42.07%	Équipements et services de santé	
Finance	Canadian Imperial Bank of Commerce	CM	\$140.43	\$159.00	4.16%	17.38%	Banques	
	Element Fleet Management Corp.	EFN	\$14.38	\$19.00	1.81%	33.94%	Services financiers diversifiés	
	iA Financial Corporation Inc.	IAG	\$66.03	\$76.00	2.94%	18.04%	Assurances	
	Sun Life Financial	SLF	\$62.40	\$71.00	3.53%	17.31%	Assurances	
	Trisura Group Ltd.	TSU	\$42.05	\$55.00	0.00%	30.80%	Assurances	
Technologies de l'information	Farmers Edge Inc.	FDGE	\$12.05	\$20.00	0.00%	65.98%	Logiciels et services	
	Kinaxis Inc.	KXS	\$166.05	\$225.00	0.00%	35.50%	Logiciels et services	
	Real Matters Inc.	REAL	\$16.33	\$35.00	0.00%	114.33%	Logiciels et services	
Communications	Cogeco Communications Inc.	CCA	\$118.85	\$143.00	2.15%	22.47%	Services de Télécommunication	
	Quebecor Inc.	QBR.b	\$33.35	\$40.00	3.30%	23.24%	Services de Télécommunication	
Services aux collectivités	AltaGas Ltd.	ALA	\$26.46	\$26.00	3.78%	2.04%	Services aux collectivités	
	Boralex Inc.	BLX	\$38.54	\$50.00	1.71%	31.45%	Services aux collectivités	
	Capital Power Corp.	CPX	\$41.61	\$45.00	4.93%	13.07%	Services aux collectivités	
	Innervex Renewable Energy Inc.	INE	\$22.51	\$26.00	3.20%	18.70%	Services aux collectivités	
	Northland Power Inc.	NPI	\$42.96	\$50.00	2.79%	19.18%	Services aux collectivités	
Immobilier	Boardwalk REIT	BEI.un	\$42.85	\$46.50	2.34%	10.85%	Immobilier	
	European Residential REIT	ERE.un	\$4.60	\$5.25	3.51%	17.64%	Immobilier	
	Flagship Communities REIT	MHC.un	US\$17.80	US\$21.00	2.87%	20.84%	Immobilier	
	H&R REIT	HR.un	\$16.86	\$18.00	4.09%	10.85%	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 8 juillet 2021

Source: Recherche FBN, Refinitiv

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

RS = Rendement supérieur

RM = Rendement moyen

RI = Rendement inférieur

AO = Recommandation d'accepter l'offre

ER = Recommandation en révision

R = Restriction

 Δ = Changement de recommandation par rapport au mois précédent.

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

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

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

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

**Gabriel Dechaine**Analyste
416 869-7442**Adjoints :**Will Flanigan : 416 507-8006
Pranoy Kurian : 416 507-9568**Sélections**

- › *iA Société financière*
- › *Banque Canadienne Impériale de Commerce*
- › *Financière Sun Life*

Banques et compagnies d'assurance vie canadiennes**Banque Canadienne Impériale de Commerce (TSX : CM) – Le potentiel de révision de la cote devient plus tangible.**

Le potentiel de révision de la cote devient plus tangible. Les résultats de CM au T2 2021 comprennent une combinaison bien équilibrée de rendement supérieur des revenus et du crédit. À notre avis, il n'y avait rien dans ces résultats qui pouvait prêter à la controverse, sauf certaines indications prospectives sur les charges qui impliquent une accélération des dépenses au deuxième semestre. Nous croyons que les perspectives à long terme centrées sur les avantages de l'investissement interne sont plus importantes que les perspectives à court terme insistant sur le levier opérationnel négatif (potentiellement). C'est-à-dire que par moments, CM a été perçue comme une banque ayant investi insuffisamment dans ses activités de base, et la correction de cette perception est une composante importante de son potentiel de réévaluation à long terme. Les indicateurs récents, en particulier dans le segment Particuliers et entreprises canadien, sont révélateurs des progrès accomplis sur ce front. Cote Rendement supérieur, cours cible de \$159.

iA Société financière inc. (TSX : IAG) – Une croissance de plus de 10% et un RCP potentiel de l'ordre de 15% à prix réduit. Qu'y a-t-il à redire?

Bien que le format virtuel ait été une nouveauté, le contenu de la présentation était très cohérent avec les événements précédents. Il convient de noter qu'IAG a réitéré son objectif de croissance du BPA de plus de 10% et a ajouté une bonification du RCP, la société visant un RCP de l'ordre de 13% à 15% d'ici 2023, contre 12.5% à 14% actuellement. Cette fourchette accrue reflète les changements qui ont eu lieu dans l'entreprise au cours des dernières années et qui l'ont rendue moins capitalistique (p. ex., la refonte du produit canadien, l'expansion aux États-Unis). Elle indique également qu'aucun impact négatif n'est attendu de l'IFRS 17, dont l'adoption est prévue en 2023. Compte tenu des perspectives haussières, nous relevons nos ratios de valorisation cibles, ce qui entraîne une augmentation de notre cours cible, qui passe de \$70 à \$76. Cote Rendement supérieur.

Symb.	Cote du titre	Cote du titre Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 7/8	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B		VCPA			C/VC		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	82,059	647	126.84	10/2020	7.71	11.91	12.08	10.7	10.5	76.72	79.51	85.72	1.6	1.5	3.3%	139.00	↑
Banque Scotia	BNS	RM	95,731	1,211	79.02	10/2020	5.36	7.40	8.04	10.7	9.8	52.27	54.31	59.05	1.5	1.3	4.6%	84.00	↑
CIBC	CM	RS	63,070	445	141.68	10/2020	9.69	13.85	14.50	10.2	9.8	86.70	90.38	98.90	1.6	1.4	4.1%	159.00	↑
Banque Nationale	NA	PN	31,459	337	93.25	10/2020	6.06	8.48	8.85	11.0	10.5	43.59	46.02	51.59	2.0	1.8	3.0%	PN	
Banque Royale du Canada	RY	RS	179,491	1,425	125.95	10/2020	7.97	11.14	11.63	11.3	10.8	60.04	63.52	70.78	2.0	1.8	3.4%	140.00	↑
Banque Toronto-Dominion	TD	RM	158,097	1,818	86.94	10/2020	5.35	7.99	7.94	10.9	11.0	49.25	51.86	56.61	1.7	1.5	3.6%	91.00	↑
Banque Canadienne de l'Ouest	CWB	RM	2,972	87	34.11	10/2020	2.93	3.57	3.94	9.6	8.7	32.26	33.35	36.39	1.0	0.9	3.4%	40.00	↑
Banque Laurentienne	LB	RM	1,865	43	42.95	10/2020	2.92	4.55	4.19	9.4	10.3	55.73	57.05	59.12	0.8	0.7	3.7%	46.00	↑
Assurances																			
Great-West Lifeco	GWO	RM	34,074	929	36.69	12/2020	2.67	3.25	3.55	11.3	10.3	23.36	24.28	26.08	1.5	1.4	4.8%	36.00	
iA Groupe Financier	IAG	RS	7,242	107	67.39	12/2020	4.87	7.79	8.45	8.6	8.0	56.95	60.25	66.08	1.1	1.0	2.9%	76.00	
Financière Manuvie	MFC	RM	46,805	1,942	24.10	12/2020	2.22	3.14	3.40	7.7	7.1	23.40	24.25	26.19	1.0	0.9	4.6%	27.00	
Financière Sun Life	SLF	RS	37,015	586	63.22	12/2020	4.14	5.85	6.33	10.8	10.0	37.61	40.74	45.64	1.6	1.4	3.5%	71.00	

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

**Vishal Shreedhar**Analyste
416 869-7930Ajoins :
Paul Hyung : 416 507-9009
Ryan Li : 416 869-6767**Sélection**› *Gildan***Empire Company Ltd (EMP.A: TSX)****Résultats du T4 2021 largement conformes aux attentes et commentaires sur les prévisions****Au T4 2021, le BPA s'est établi à \$0.64 (est. FBN \$0.63, consensus \$0.60), comparativement à \$0.66 il y a douze mois**

Nous considérons que les résultats sont largement conformes aux attentes. Le BPA d'ensemble, supérieur aux prévisions, a été principalement soutenu par une incidence fiscale positive et une rentabilité légèrement meilleure que prévu du poste Investissements/Autres. Les ventes de produits alimentaires étaient meilleures que prévu, mais avec un BAIIA inférieur. La croissance des ventes à établissements identiques hors carburant était de -6.1%, alors que FBN l'avait estimée à -7.3%; elle était de 18.0% un an auparavant. Les ventes de produits alimentaires au détail se sont élevées à \$6,920 millions (est. FBN \$6,816 millions; T4 2020 \$7,012 millions), pour un BAIIA de \$499 millions (est. FBN \$512 millions; T4 2020 \$520 millions). La direction a indiqué que les coûts liés à la COVID-19 s'élevaient à près de \$24 millions, alors que nous les avions chiffrés à \$20 millions. Le dividende annuel a été accru de 15.3%.

Prévisions largement conformes à nos attentes

EMP a présenté des commentaires sur ses prévisions qui recoupent largement notre avis. À l'horizon de l'exercice 2022, EMP anticipe une certaine normalisation des activités tout au long de l'année, à mesure que les restrictions liées à la COVID-19 sont assouplies. En particulier, la direction s'attend : (a) à ce que la croissance des ventes à établissements identiques baisse (-3.4% selon nous) et (b) à ce que les marges soient soutenues par les initiatives du projet Horizon et l'acquisition de Longo's, en partie contrebalancées par une répartition des ventes peu favorable a/a. EMP ne s'attend pas à ce que le comportement des consommateurs revienne complètement à ce qu'il était avant la pandémie dans un avenir prévisible, mais la direction pense que les enseignes à escompte connaîtront une hausse relative des ventes. Elle table sur une dilution du BPA de l'ordre de \$0.25 à \$0.30 (elle était de \$0.18 en 2021) liée au commerce en ligne et due à une hausse des coûts (centre de traitement des demandes des clients - CFC - de Montréal et nouveaux emplacements de cueillette des commandes en ligne).

Les objectifs du Projet Horizon en vue

La direction a indiqué que la société était en bonne voie d'atteindre les objectifs du Projet Horizon. Notons les faits saillants suivants : (a) Empire a désormais confirmé 44 emplacements Farm Boy en Ontario, avec 39 établissements actuellement ouverts; 5 magasins doivent ouvrir leurs portes en 2022 (chiffre tenant compte d'une fermeture); (b) Empire a confirmé 40 des 65 (chiffre approximatif) emplacements FreshCo dans l'Ouest canadien et devrait ouvrir 12 supermarchés FreshCo en 2022. (c) Le centre de traitement des demandes des clients de Vaughan dépasse toutes les cibles du secteur de la vente au détail de produits alimentaires (livraisons dans les délais impartis, exécution et satisfaction des clients).

Maintien de la cote Rendement supérieur; cours cible de \$46

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

Distribution et produits de consommation

Symb.	Cote du titre	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 07/08	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	11,784	61.4	191.81	12/2020	12.95	16.71	16.81	11.5	11.4	2,181	2,542	2,509	5.9	6.0	74.74	0.42	219.00	
Dollarama	DOL	RS	17,757	312.3	56.86	02/2021	1.81	2.25	2.58	25.3	22.1	1,131	1,311	1,442	13.5	12.3	0.83	1.58	65.00	↑
Magasins spécialisés																				
Couche Tard	ATD.b	RS	49,653	1,086.5	45.70	04/2021	2.45	2.34	2.54	15.6	14.4	5,005	4,800	5,009	9.4	9.0	11.21	0.35	53.00	↑
Parkland Fuel Corporation	PKI	RS	5,929	153.5	38.63	12/2020	0.54	1.60	1.88	24.1	20.6	967	1,236	1,334	7.8	7.2	14.76	0.62	45.00	↑
Habillement																				
Gildan	GIL	RS	8,553	198.6	43.07	12/2020	(0.18)	1.97	2.15	17.4	16.0	165	605	645	12.0	11.3	8.38	0.25	50.00	↑
Roots Corporation	ROOT	RM	160	42.4	3.78	02/2021	0.35	0.52	0.64	7.3	5.9	64	72	79	4.5	4.1	3.87	0.50	6.00	↑
Épiceries																				
Empire Company	EMP.a	RS	10,744	267.6	40.15	05/2021	2.61	2.67	2.93	15.0	13.7	2,144	2,273	2,385	7.5	7.1	16.34	0.59	46.00	↑
Loblaw	L	RS	27,295	348.2	78.39	12/2020	4.19	4.82	5.67	16.3	13.8	5,006	5,197	5,451	6.4	6.1	31.69	0.35	77.00	↑
Metro	MRU	RM	15,167	250.9	60.45	09/2020	3.27	3.48	3.71	17.4	16.3	1,091	1,104	1,072	15.8	16.3	24.77	0.27	65.00	↑
Transformation des aliments																				
Saputo	SAP	RM	15,390	411.4	37.41	03/2021	1.56	1.72	1.90	21.8	19.7	1,471	1,577	1,674	12.2	11.4	15.7	0.37	41.00	↑
Lassonde	LAS.a	RS	1,202	6.9	173.39	12/2020	14.11	13.39	14.12	12.9	12.3	217	208	212	6.9	6.8	116.9	0.22	202.00	↑
Premium Brands Holdings	PBH	RS	5,188	41.4	125.31	12/2020	3.04	4.59	5.29	27.3	23.7	313	431	487	14.3	12.6	38.6	0.38	134.00	↑
Vente au détail de matelas																				
Sleep Country Canada	ZZZ	RM	1,056	37.4	28.28	12/2020	1.95	2.08	2.32	13.6	12.2	171	179	189	8.1	7.7	9.71	0.52	38.00	↑
Beauté et soins personnels																				
MAV Beauty Brands	MAV	RM	193	42.4	4.55	12/2020	0.34	0.45	0.56	10.2	8.2	28	33	37	9.9	8.8	5.60	0.36	6.00	↑
Restauration																				
MTY Food Group	MTY	RM	1,341	24.7	54.26	11/2020	(1.51)	2.52	3.40	21.5	16.0	138	146	175	11.9	10.0	23.51	0.41	58.00	↑
Épicerie en ligne																				
Goodfood Market	FOOD	RS	611	66.8	9.15	08/2020	(0.07)	(0.08)	(0.01)	NA	NA	5	9	16	NA	NA	0.90	(3.26)	12.00	↓

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

u= dollars US

Source: Refinitiv, Rapports des sociétés, FBN

Note: Lassonde et Goodfood couverts par Ryan Li.



Amber Brown, MBA
Analyste
403 813-1646

—
Adjoint :
Josh Turanich : 403 290-5625

Vue d'ensemble

Jadis considérés comme un créneau spécialisé, les actifs ESG attirent désormais l'attention des investisseurs. Le total des actifs ESG sous gestion dans le monde a atteint environ US\$36,000 milliards au début de 2020, soit environ US\$1,00 investi sur US\$3,00, et a augmenté effectivement suivant un TCAC d'environ 11,7% au cours des quatre dernières années. Si le rythme de croissance des investissements dans les actifs ESG n'était que de la moitié de ce taux, la valeur des actifs ESG sous gestion atteindrait environ US\$47,000 milliards d'ici 2025. Nous pensons que l'intégration des facteurs ESG et l'engagement ou l'appui des actionnaires à leur égard seront le principal style d'investissement dans les actifs ESG, surtout à mesure que l'information sur ces questions et leur transparence s'amélioreront au niveau des entreprises et que les investisseurs institutionnels seront mieux informés des enjeux ESG. Selon nous, l'intégration des facteurs ESG, qui nécessite la prise en compte de paramètres non financiers dans l'analyse fondamentale, est le meilleur moyen pour les investisseurs de mettre en œuvre les facteurs ESG tout en générant des rendements adéquats, car elle permet à un investisseur de comprendre et, espérons-le, d'éviter les risques propres aux facteurs ESG, sans pour autant imposer de restrictions strictes à des secteurs particuliers.

Initiatives récentes en matière d'ESG – actualités concernant les organismes de réglementation

Le G7 soutient le cadre d'information obligatoire du TCFD

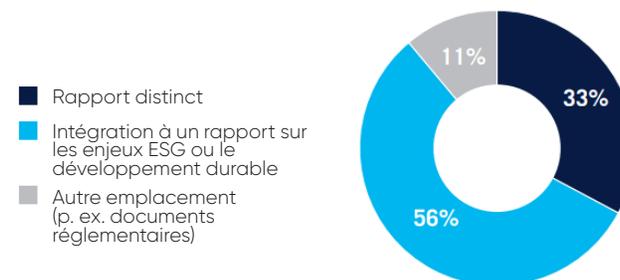
À la suite de la réunion virtuelle entre les ministres des Finances et les gouverneurs de banques centrales du G7, le 28 mai, et de la réunion en personne des ministres des Finances du G7 à Londres, en Angleterre, les 4 et 5 juin, à laquelle participaient également les dirigeants du Fonds monétaire international (FMI), du Groupe de la Banque mondiale, de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), de l'Eurogroupe et du Conseil de stabilité financière (CSF), toutes les parties ont convenu de soutenir l'adoption du cadre d'information obligatoire préconisé par le Groupe de travail sur l'information financière relative aux changements climatiques (*Task Force on Climate-related Financial Disclosures* ou TCFD) pour les émetteurs et les institutions financières. Bien que certains pays aient déjà rendu obligatoire le cadre d'information du TCFD (la France et le Royaume-Uni, par exemple), le passage à ce cadre d'information dans l'ensemble du Groupe de Sept fournirait aux acteurs du marché des informations utiles à la prise de décision, dans le but de mobiliser des fonds pour la décarbonisation. Le G7 estime qu'une meilleure coordination entre les pays sur les mesures obligatoires pour calculer les impacts climatiques et environnementaux sur les sociétés contribuerait à mobiliser les milliers de milliards de dollars de fonds du secteur privé nécessaires pour « verdir » le système financier afin d'atteindre la carboneutralité d'ici 2050. Cela dit, nous continuons à voir de plus en plus de sociétés adopter volontairement les normes d'information préconisées par le TCFD. Nous notons que Millani (société privée, non cotée), société spécialisée dans les facteurs

Tableau 1 : Adoption du cadre d'information du TCFD

Adoption des recommandations du TCFD par les sociétés de l'Indice composé S&P/TSX



Emplacement de la divulgation TCFD



ESG intégrés, a réalisé une étude sur l'adoption des recommandations du TCFD auprès des sociétés faisant partie de l'Indice composé S&P/TSX, en examinant les rapports financiers de 228 sociétés en date du 20 avril 2021. Comme le montre le graphique ci-dessous, Millani a constaté qu'environ 23% des sociétés produisaient des rapports alignés aux recommandations du TCFD, tandis que 14% prévoyaient de le faire.

Les membres du G7 ont également officiellement salué le programme de la Fondation des normes internationales d'information financière (IFRS) en tant que groupe de premier plan chargé d'élaborer la base de référence des normes mondiales d'information sur la durabilité, en s'appuyant à la fois sur le cadre d'information du TCFD et sur les travaux d'autres organismes de normalisation en matière de durabilité (c'est-à-dire la GRI, le SASB, le CDP). Le Groupe des Sept a également encouragé la présentation d'une proposition finale des IFRS sur la création d'un conseil des normes internationales sur la durabilité (*International Sustainability Standards Board* ou ISSB) avant la COP 26 en novembre 2021. Parallèlement, les ministres des Finances et les représentants de banques centrales du G7 ont convenu que les banques centrales commenceraient à évaluer les risques pour la stabilité financière posés par les changements climatiques à l'avenir, l'objectif étant que les banques centrales fournissent des informations sur la base des recommandations du TCFD à l'avenir. Enfin, nous soulignons que le G7 a soutenu la création du groupe de travail sur l'information financière relative à la nature (*Taskforce on Nature-related Financial Disclosures* ou *TNFD*), reconnaissant que les changements climatiques ont un impact grave sur la biodiversité, exigeant ainsi que les sociétés et les pays s'attaquent aux changements climatiques parallèlement à la perte de biodiversité. *Pour plus d'informations, veuillez consulter le communiqué des ministres des Finances et des gouverneurs de banques centrales du G7.*

Le FMI va lancer une proposition de prix plancher international pour le carbone

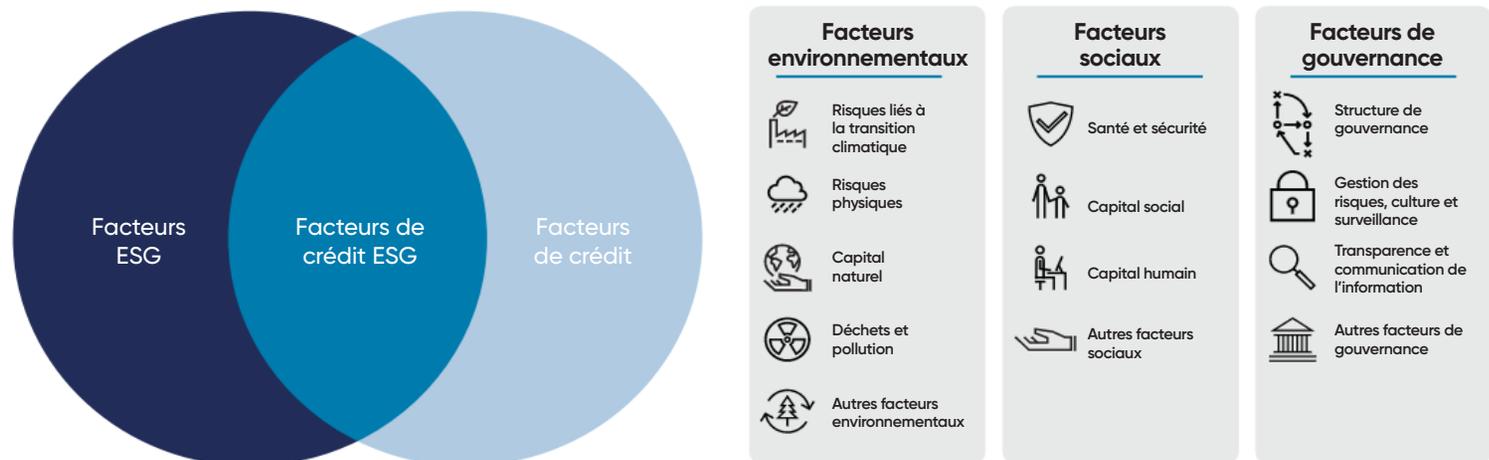
Le Fonds monétaire international (FMI) a lancé une proposition pour un prix plancher international pour le carbone, étant donné que les recherches ont montré que la tarification du carbone était la mesure incitative la plus efficace pour progresser vers la décarbonisation à l'échelle. Pour réduire les émissions de 25 à 50% d'ici à 2030, le FMI a souligné qu'un prix du carbone d'environ US\$75 la tonne serait nécessaire d'ici 2030, alors que le prix moyen actuel du carbone dans le monde est d'environ US\$3 la tonne. Le FMI a également souligné qu'environ 80% des émissions mondiales n'étaient toujours pas tarifées, malgré l'émergence de plus de 60 systèmes nationaux et infranationaux de tarification du carbone dans le monde. Par conséquent, le FMI estime qu'une action plus vigoureuse et mieux coordonnée est nécessaire pour accélérer la transition vers une croissance à faible émission de carbone au cours de la prochaine décennie, un prix plancher international pour le carbone étant essentiel pour atteindre cet objectif. Dans l'ensemble, la proposition du FMI pour un prix plancher international pour le carbone comprend trois éléments essentiels : (1) l'application à un certain nombre de grands émetteurs dans certains pays ou tous les pays du G20; (2) un prix minimum qui serait coordonné entre les différents pays; et (3) un prix plancher

flexible entre les différents pays en fonction des niveaux de développement et des émissions historiques. Enfin, le FMI a précisé qu'un prix plancher pour le carbone ne signifierait pas nécessairement une taxe sur le carbone en soi, mais pourrait également inclure un mécanisme efficace tel qu'une réglementation ou un système d'échange de droits d'émission.

S&P propose d'ajouter des facteurs de crédit ESG à ses notations

Le 17 juin, la période de consultation d'un mois entourant la méthode proposée par S&P Global Ratings pour intégrer les facteurs de crédit ESG dans son analyse des notes de crédit a pris fin. Si la méthode proposée devait être adoptée, S&P incorporerait des facteurs de crédit ESG propres à un secteur dans ses notations, ce qui pourrait avoir un effet positif, neutre ou négatif sur la solvabilité d'une société ou d'un gouvernement. S&P a décrit les facteurs de crédit ESG comme étant [TRADUCTION] « des facteurs ESG qui peuvent influencer de manière significative sur la solvabilité d'une entité ou d'une émission notée et pour lesquels [S&P] a suffisamment de visibilité et de certitude pour les inclure dans [son] analyse des notes de crédit ». À l'issue de la période de consultation, S&P prévoit de publier une méthode définitive d'établissement des critères.

Tableau 2 : Intersection des facteurs ESG et des facteurs de crédit selon S&P



Source : S&P, FBN



Matt Kornack
Analyste
416 507-8104

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



Tal Woolley
Analyste
416 507-8009

—
Adjoint :
Eric Kim : 416 869-7566

Sélections

- › ERES
- › Boardwalk
- › CAP REIT
- › Killam
- › Dream Industrial
- › Flagship
- › H&R
- › BSR
- › Summit Industrial
- › Chartwell

Immobilier industriel – Un regard vers le sud pour se rassurer sur les valorisations des FPI industrielles cotées à la TSX

Les FPI industrielles au Canada ont bénéficié d'une importante expansion des ratios, mais une analyse des FPI comparables aux États-Unis apporte un certain réconfort en matière de valorisation.

Malgré de solides résultats ces derniers temps, les FPI industrielles cotées à la TSX se négocient à un prix inférieur à celui de leurs homologues cotées à la NYSE. Nous avons examiné les raisons de cet écart et conclu qu'une nouvelle expansion des ratios était possible en ce qui concerne les FPI canadiennes et pourrait être aggravée par une accélération de la croissance des bénéfices.

Les niveaux d'endettement sont plus élevés ici, mais cela ne suffit pas à justifier l'écart de valorisation.

Les ratios d'endettement des FPI canadiennes dépassent ceux de leurs homologues américains d'un montant significatif si l'on considère le ratio dette nette/VE, qui est une approche comparable pour mesurer le niveau d'endettement à la lumière des différentes méthodes comptables permettant d'établir la valeur comptable des actifs. Cela dit, l'ajustement arithmétique des niveaux d'endettement tout en tenant compte des différents coûts du capital ne réduit pas sensiblement l'écart des cours.

L'échelle, la structure et la croissance des bénéfices favorisent les homologues américains.

Les arguments les plus convaincants pour des ratios divergents seraient la taille relative, le niveau des ratios de distribution et un historique de production d'un taux de croissance des FPE par part supérieur. Cela dit, cette situation est en partie liée au stade de progression du cycle de vie de ces entités, les FPI cotées à la TSX ayant tendance à être plus jeunes et toujours axées sur la croissance. Elles approchent d'un point d'inflexion où le portefeuille existant sera probablement un plus grand moteur de bénéfices. Cela dit, la poursuite de l'expansion sera limitée par l'effondrement des taux de capitalisation des marchés privés.

Les fondamentaux du marché canadien s'améliorent, combinés à une institutionnalisation de la propriété et à une plus grande attention portée à l'augmentation des loyers.

Les FPI industrielles cotées à la TSX ont vu les écarts de loyer converger avec ceux de leurs homologues américains, en particulier sur les marchés principaux. Entre-temps, les fondamentaux de soutien du marché laissent présager une période de croissance prolongée, Toronto et Montréal affichant deux des taux de disponibilité les plus bas pour les immeubles industriels en Amérique du Nord.

Summit Industrial :

Une comparaison avec les FPI américaines est constructive pour Summit étant donné que son principal portefeuille est composé d'immeubles situés à Toronto et à Montréal, lesquels se comparent avantageusement sur le plan des caractéristiques fondamentales et de la croissance des loyers à l'exposition géographique de Rexford et Terreno. Ces FPI se négocient à près de 40x les FPE DPM. Nous prévoyons une accélération de la croissance des bénéfices de SMU, l'activité de location permettant de réaliser des gains liés au prix du marché, ainsi qu'un changement d'orientation de la croissance externe vers des possibilités d'aménagement à rendement supérieur.

FPI industriel Dream :

Bien que DIR se négocie à escompte et présente des concentrations d'actifs similaires dans la région du Grand Toronto et à Montréal, son empreinte mondiale et sa plus petite taille rendent la comparaison difficile. Cela ne veut pas dire que nous ne pensons pas qu'il y ait place pour une hausse des multiples de négociation actuels.

Granite:

L'empreinte géographique de Granite présente des problèmes similaires à ceux de DIR, et sa propriété de Magna / immeuble à vocation particulière complique encore les choses; cependant, la FPI ressemble beaucoup plus à ses homologues américains en ce qui concerne l'échelle du portefeuille et les attributs structurels, mais elle se négocie à un multiple ajusté de l'effet de levier le moins cher dans le groupe des FPI industrielles cotées à la TSX.

WPT Industrial:

La comparaison de WPT avec les FPI industrielles américaines est instructive étant donné qu'elle possède un portefeuille d'immeubles situés exclusivement aux États-Unis. De plus, sur une base ajustée de l'effet de levier, elle se négocie à escompte par rapport à toutes les FPI industrielles, à l'exception de STAG, tout en possédant un portefeuille hybride d'actifs du marché principal et secondaire (et un accès à une solide réserve de projets d'aménagement). Si, sur la base d'un multiple relatif, l'écart de valorisation n'est pas énorme, l'ensemble des homologues soutient au moins les niveaux de négociation actuels.

Matt Kornack, Tal Woolley	Cote du titre	Cap. bours.	Cours	Distributions par part			Rend. des distributions				FPE dilués			C/FPE			12 mois						
				Symb.	titre	Analyste	(A)	(A)	est.	2020A	2021E	2022E	courant	(A)	est.	est.	(A)	est.	est.	VAN	Cible	Rend.	
							7-8	2020	2021	2022	annualisé	2020	2021	2022	2020A	2021E	2022E						
Détail																							
RioCan REIT	REI.un	RS	↔	\$7,150	Woolley	\$22.50	\$1.44	\$0.96	\$0.96	6.4%	4.3%	4.3%	4.3%	\$1.60	\$1.49	\$1.59	14.1x	15.1x	14.2x	\$24.60	\$23.00	6.5%	↔
Choice Properties REIT	CHP.un	RM	↔	\$10,639	Woolley	\$14.72	\$0.74	\$0.74	\$0.74	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	\$0.92	\$0.97	\$0.98	15.9x	15.2x	15.1x	\$12.80	\$14.50	3.5%	↔
First Capital REIT	FCR.un	RM	↔	\$3,954	Woolley	\$17.91	\$0.86	\$0.43	\$0.43	4.8%	2.4%	2.4%	2.4%	\$1.01	\$1.04	\$1.08	17.8x	17.2x	16.5x	\$20.60	\$18.50	5.7%	↔
SmartCentres REIT	SRU.un	RM	↔	\$5,193	Woolley	\$30.14	\$1.76	\$1.85	\$1.85	5.8%	6.1%	6.1%	6.1%	\$2.20	\$2.12	\$2.12	13.7x	14.2x	14.2x	\$31.20	\$30.00	5.7%	↔
CT REIT	CRT.un	RS	↔	\$3,878	Woolley	\$16.79	\$0.73	\$0.80	\$0.80	4.3%	4.8%	4.8%	4.8%	\$1.18	\$1.23	\$1.28	14.3x	13.6x	13.1x	\$16.40	\$18.00	12.0%	↔
Crombie REIT	CRR.un	RS	↔	\$2,962	Woolley	\$18.06	\$0.89	\$0.89	\$0.89	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	\$1.05	\$1.16	\$1.21	17.1x	15.5x	14.9x	\$17.06	\$18.50	7.4%	↔
Automotive Properties REIT	APR.un	RS	↔	\$615	Woolley	\$12.55	\$0.80	\$0.80	\$0.80	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	\$0.91	\$0.99	\$1.02	13.8x	12.7x	12.3x	\$11.80	\$13.00	10.0%	↔
Bureau & Diversifié																							
Allied Properties REIT	AP.un	RS	↔	\$5,772	Kornack	\$45.06	\$1.65	\$1.70	\$1.73	3.7%	3.8%	3.8%	3.8%	\$2.29	\$2.39	\$2.60	19.7x	18.8x	17.4x	\$46.00	\$44.50	2.5%	↔
DREAM Office REIT	D.un	RS	↔	\$1,276	Kornack	\$22.83	\$1.00	\$1.00	\$1.00	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	\$1.52	\$1.52	\$1.60	15.0x	15.0x	14.3x	\$24.65	\$23.00	5.1%	↔
Slate Office REIT	SOT.un	RM	↔	\$391	Kornack	\$5.35	\$0.40	\$0.40	\$0.40	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	\$0.68	\$0.59	\$0.63	7.9x	9.1x	8.4x	\$5.85	\$4.50	-8.4%	↔
True North Commercial REIT	TNT.un	RM	↔	\$675	Kornack	\$7.37	\$0.59	\$0.59	\$0.59	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	\$0.59	\$0.60	\$0.61	12.4x	12.3x	12.0x	\$7.00	\$7.25	6.4%	↔
NorthWest H.P. REIT	NWH.un	RM	↔	\$2,818	Woolley	\$12.92	\$0.80	\$0.80	\$0.80	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	\$0.83	\$0.85	\$0.88	15.5x	15.2x	14.7x	\$12.50	\$13.50	10.7%	↔
H&R REIT	HR.un	RS	↔	\$5,088	Kornack	\$16.86	\$0.92	\$0.69	\$0.69	5.5%	4.1%	4.1%	4.1%	\$1.67	\$1.59	\$1.73	10.1x	10.6x	9.7x	\$20.20	\$18.00	10.9%	↔
Cominar REIT	CUF.un	RES		\$2,029	Kornack	\$11.12	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	
Artis REIT	AX.un	RM	↔	\$1,547	Kornack	\$11.75	\$0.54	\$0.54	\$0.60	4.6%	4.6%	5.1%	4.6%	\$1.40	\$1.34	\$1.36	8.4x	8.7x	8.7x	\$13.60	\$11.50	5.7%	↔
BTB REIT	BTB.un	RM	↔	\$299	Kornack	\$4.10	\$0.36	\$0.30	\$0.30	8.8%	7.3%	7.3%	7.3%	\$0.38	\$0.41	\$0.43	10.7x	9.9x	9.6x	\$4.45	\$4.35	0.0%	↔
Industriel																							
Granite REIT	GRT.un	OP	↔	\$5,269	Kornack	\$85.39	\$2.92	\$3.00	\$3.00	3.4%	3.5%	3.5%	3.5%	\$4.04	\$4.07	\$4.28	21.1x	21.0x	20.0x	\$74.50	\$90.00	8.9%	↔
DREAM Industrial REIT	DIR.un	RS	↔	\$3,618	Kornack	\$15.88	\$0.70	\$0.70	\$0.70	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	\$0.71	\$0.78	\$0.87	22.4x	20.5x	18.2x	\$14.30	\$15.50	2.0%	↔
WPT Industrial REIT	WIR'U-T	RS	↔	\$1,601u	Kornack	\$18.38u	\$0.76u	\$0.76u	\$0.76u	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	\$0.94u	\$0.98u	\$1.04u	19.6x	18.7x	17.7x	\$17.25u	\$19.00u	7.5%	↔
Summit Industrial	SMU.un	RS	↔	\$3,062	Kornack	\$18.23	\$0.54	\$0.56	\$0.58	3.0%	3.1%	3.2%	3.1%	\$0.65	\$0.68	\$0.72	28.0x	26.9x	25.2x	\$15.75	\$18.00	1.8%	↔
Hôtels																							
American Hotel Income Properties	HOT.un	RM	↔	\$441	Woolley	\$4.41	\$0.00u	\$0.00u	\$0.00u	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	(0.12)u	\$0.27u	\$0.51u	-36.2x	16.2x	8.6x	\$4.90	\$4.75	7.7%	↔
Appartements																							
CAP REIT	CAR.un	RS	↔	\$10,447	Kornack	\$60.44	\$1.37	\$1.38	\$1.43	2.3%	2.3%	2.4%	2.3%	\$2.27	\$2.34	\$2.46	26.7x	25.8x	24.6x	\$57.05	\$65.50	10.7%	↔
Boardwalk REIT	BEI.un	RS	↔	\$2,186	Kornack	\$42.85	\$1.00	\$1.00	\$1.00	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	\$2.81	\$2.79	\$2.90	15.3x	15.4x	14.8x	\$47.05	\$46.50	10.9%	↔
Killam Apartment REIT	KMP.un	RS	↔	\$2,370	Kornack	\$20.86	\$0.68	\$0.70	\$0.72	3.2%	3.3%	3.4%	3.3%	\$1.00	\$1.01	\$1.08	20.8x	20.7x	19.4x	\$20.45	\$22.00	8.8%	↔
InterRent REIT	IIP.un	RS	↔	\$2,548	Kornack	\$17.83	\$0.31	\$0.32	\$0.32	1.7%	1.8%	1.8%	1.8%	\$0.47	\$0.52	\$0.60	37.9x	34.2x	29.9x	\$15.85	\$17.50	-0.1%	↔
Minto Apartment REIT	MI.un	RM	↔	\$1,454	Kornack	\$24.63	\$0.44	\$0.45	\$0.46	1.8%	1.8%	1.9%	1.8%	\$0.85	\$0.83	\$0.94	29.1x	29.8x	26.2x	\$21.70	\$23.00	-4.8%	↔
BSR REIT	HOM.un	RS	↔	\$684u	Kornack	\$13.18u	\$0.50u	\$0.50u	\$0.50u	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	\$0.64u	\$0.60u	\$0.70u	20.7x	22.1x	18.8x	\$13.65u	\$14.00u	10.0%	↔
ERES REIT	ERE.un	RS	↔	\$1,062	Kornack	\$4.60	\$0.16	\$0.16	\$0.17	3.4%	3.5%	3.6%	3.5%	\$0.20	\$0.22	\$0.22	22.6x	21.4x	20.5x	\$4.87	\$5.25	17.7%	↔
International																							
Inovalis REIT	INO.un	RM	↔	\$323	Kornack	\$9.65	\$0.83	\$0.83	\$0.83	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	\$0.65	\$0.61	\$0.69	14.8x	15.8x	14.1x	\$10.95	\$10.00	12.2%	↔
Résidences pour personnes âgées																							
Chartwell Retirement Residences	CSH.un	RS	↔	\$2,917	Woolley	\$13.35	0.59	0.60	0.60	4.4%	4.5%	4.5%	4.5%	0.76	0.73	0.86	17.6x	18.2x	15.6x	\$12.10	\$14.50	13.1%	↔
Sienna Senior Living	SIA	RS	↔	\$1,116	Woolley	\$16.65	0.90	0.92	0.94	5.4%	5.5%	5.6%	5.5%	1.03	1.19	1.32	16.2x	14.0x	12.6x	\$15.80	\$16.50	4.6%	↔
Extendicare	EXE	RM	↔	\$753	Woolley	\$8.40	0.48	0.48	0.48	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	0.79	0.41	0.60	10.7x	20.4x	13.9x	\$9.30	\$8.50	6.9%	↔
Invesque	IVQu	RM	↔	\$155u	Woolley	\$2.76u	\$0.00u	\$0.00u	\$0.00u	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	\$0.73u	\$0.57u	\$0.66u	3.8x	4.8x	4.2x	\$3.90u	\$3.00u	8.7%	↔
Entreposage libre-service																							
StorageVault Canada	SVL.V	RS	↔	\$1,807	Woolley	\$4.90	\$0.01	\$0.01	\$0.01	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	\$0.10	\$0.12	\$0.13	50.3x	41.1x	36.8x	\$4.00	\$5.25	7.4%	↔
MHC																							
Flagship Communities REIT	MHCu	RS	↔	\$305u	Woolley	\$17.80u	n/a	\$0.51u	\$0.51u	n/a	2.9%	2.9%	2.9%	n/a	\$0.98u	\$1.05u	n/a	18.1x	17.0x	\$19.40u	\$21.00u	20.9%	↑
Gestion d'actifs																							
Tricon Capital Group	TCN	RS		\$3,020u	Woolley	\$14.45	\$0.28	\$0.28	\$0.28	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	\$0.49u	\$0.42u	\$0.46u	29.5x	34.4x	31.6x	\$16.00	\$16.00	12.7%	

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

Source: Rapports des sociétés, FBN, Refinitiv

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

u = dollars US

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

- › First Quantum
- › Copper Mountain Mining
- › Capstone Mining

La volatilité des prix devrait persister en 2021

La hausse actuelle des prix du cuivre a été en grande partie influencée par les campagnes de vaccination en cours contre la COVID-19, les politiques accommodantes des gouvernements, leurs dépenses de stimulation et la réouverture de l'économie mondiale, mais l'augmentation des derniers mois reste principalement attribuable à l'intérêt accru des investisseurs qui spéculent. 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.

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 :

▣ First Quantum Minerals Ltd. (FM: TSX)

La base d'actifs de grande qualité de la société, son profil de croissance endogène et son exposition aux prix du cuivre à long terme en font toujours un titre prisé parmi les producteurs de cuivre. FM est le plus susceptible de fournir un flux d'informations significatives au cours des 12 prochains mois avec la vente potentielle d'actifs non essentiels, qui pourrait inclure une participation minoritaire dans ses activités en Zambie. La société a récemment annoncé la vente d'une participation de 30% dans son projet Ravensthorpe, dont le produit sera utilisé pour rembourser sa facilité de crédit renouvelable. Ces cessions stratégiques permettraient de réduire l'endettement ainsi que l'exposition globale de la société aux futures augmentations de coûts en Zambie. Tout nouvel éclaircissement concernant la structure des impôts/redevances à long terme au Panama et en Zambie améliorerait les perspectives de la société.

▣ 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 2021-2022, l'expansion des installations de traitement vers une capacité de 45,000 t/j (auparavant 40,000 t/j) est attendue d'ici le T3 2021, et l'amélioration récente du bilan après l'émission d'obligations de US\$260 millions a libéré des flux de trésorerie que la société pourra utiliser pour les occasions de croissance future. À proximité de la mine Copper Mountain se situe le projet de mise en valeur Eva de CMMC, avec une décision sur la mise en valeur attendue d'ici la fin de l'année 2021.

▣ Capstone Mining Corp. (CS: TSX)

Capstone devrait produire plusieurs éléments catalyseurs qui entraîneront de meilleures perspectives de croissance à court terme, avec notamment des initiatives visant à atteindre un débit durable des installations de traitement de Pinto Valley de 57,000 t/j d'ici le milieu de l'année et une extension de la durée de vie de la mine de Cozamin en y intégrant une nouvelle usine de remblai à pâte. Pinto Valley/Cozamin devraient connaître une croissance de la production d'environ 30% et une baisse des coûts d'environ 10% d'ici 2023. En outre, avec les ventes de flux d'argent de Cozamin et de flux d'or de Santo Domingo, la société n'a plus de dette nette et continue de faire progresser ses ententes de partenariat/financement pour libérer une croissance qui transformera la société à Santo Domingo.

Symbole	Cote du Titre	Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 7/8	12 mois		Δ	Analyste	BPA			C/B		FTPA			C/F/T		Valeur Actif	
						Cours	Cible			(A) Dern.Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	(A) Dern.Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex.1	Ex.2	Net	C/VAN
Production																					
Capstone Mining	CS	RS	-	2,153	410.0	5.25	7.75	-	Nagle	0.07u	0.77u	0.79u	5.2x	6.6x	0.34u	1.08u	1.00u	3.6x	3.9x	7.03	0.7x
Copper Mountain Mining	CMMC	RS	-	739	208.8	3.54	5.50	-	Nagle	0.11u	0.76u	0.78u	4.7x	4.6x	0.61u	1.55u	1.35u	2.3x	2.6x	5.45	0.6x
Ero Copper	ERO	RM	-	2,233	88.2	25.33	30.00	-	Nagle	1.34u	2.68u	2.91u	7.1x	8.7x	2.02u	3.45u	3.69u	5.5x	5.2x	32.35	0.8x
First Quantum Minerals	FM	RS	-	19,463	690.4	28.19	40.00	-	Nagle	(0.07)u	2.10u	4.25u	10.1x	6.6x	2.64u	5.05u	7.11u	4.2x	3.0x	29.03	1.0x
Hudbay Minerals	HBM	RM	-	2,158	261.3	8.26	13.00	-	Nagle	(0.44)u	0.49u	1.25u	12.8x	6.6x	0.93u	2.19u	3.15u	2.8x	2.0x	9.23	0.9x
Lundin Mining	LUN	RM	-	8,372	738.3	11.34	17.00	-	Nagle	0.31u	1.52u	1.81u	5.6x	6.3x	1.00u	2.61u	2.71u	3.3x	3.2x	12.65	0.9x
Nexa Resources	NEXA	RM	-	1,425	132.4	10.76	17.00	-	Nagle	(0.82)u	1.73u	1.67u	4.7x	6.4x	1.44u	3.66u	4.53u	2.2x	1.8x	28.85	0.4x
Sherritt International	S	RM	-	199	397.3	0.50	0.60	-	DeMarco	(0.34)c	(0.23)c	0.01c	n/a	49.4x	0.03c	0.03c	0.09c	17.2x	5.6x	0.81	0.6x
Taseko Mines	TKO	RM	-	665	283.1	2.35	3.50	-	Nagle	(0.11)c	0.28c	0.32c	8.4x	7.3x	0.44c	0.81c	0.78c	2.9x	3.0x	4.52	0.5x
Teck Resources	TECKb	RS	-	15,070	539.4	27.94	36.00	-	Nagle	1.05c	3.19c	3.64c	8.8x	7.7x	3.38c	6.72c	7.01c	4.2x	4.0x	27.37	1.0x
Trevali Mining	TV	RM	-	213	989.1	0.22	0.35	-	Nagle	(0.03)c	0.04c	0.07c	4.3x	3.0x	0.01c	0.12c	0.13c	1.4x	1.3x	0.44	0.5x
Sociétés de mise en valeur																					
Adventus Mining	ADZN	RS	-	136	131.1	1.04	1.70	-	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	2.19	0.5x
Filo Mining	FIL	RS	-	1,117	110.9	10.07	13.00	-	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	18.96	0.5x
Nevada Copper	NCU	RM	-	347	1,825.0	0.19	0.30	-	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.45	0.4x
Josemaria Resources	JOSE	RM	-	323	379.8	0.85	1.35	-	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	1.95	-
Trilogy Metals	TMQ	RS	-	415	144.2	2.88	4.75	-	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	5.48	0.5x
Sigma Lithium	SGMA	RS	-	594	87.3	6.80	7.50	↑	Aganga	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	10.12	0.7x
Lithium Americas	LAC	RS	-	2,001	119.9	16.69u	18.65u	↓	Aganga	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	25.23	0.7x

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
Jonathan Ejilo : 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 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 et des mesures de soutien sans précédent ont été approuvées. Le rendement des obligations du Trésor de 10 ans a commencé l'année en force, mais a diminué récemment, si bien que les taux d'intérêt réels sont rapidement devenus négatifs, ce qui a fait monter l'or du niveau de moins de US\$1,700 l'once où il se trouvait à la fin de mars. La Fed américaine continue de plaider pour maintenir les taux d'intérêt faibles, n'attendant aucune hausse en 2021, et poursuit son programme d'assouplissement quantitatif, se concentrant sur la création d'emplois par tous les moyens tout en acceptant de voir monter l'inflation au-delà du taux cible de la Fed pour un certain temps. Nous pensons que la hausse de l'inflation aux États-Unis sera le principal facteur de la montée des prix de l'or au comptant, et donc aussi des actions aurifères.

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

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

Sélections

Producteurs d'or/d'argent :

- › **Dundee Precious Metals Inc.**
(DPM : TSX; cours cible de CA\$13,50)
- › **Endeavour Mining Corp.** (EDV : TSX; cours cible de CA\$5700)
- › **K92 Mining Corp.** (KNT : TSX; cours cible de CA\$11,25)
- › **Newmont Corp.** (NGT : TSX; cours cible de CA\$108,00)
- › **SSR Mining Inc.** (SSRM : TSX; cours cible de CA\$36,00)
- › **Wesdome** (WDO : TSX; cours cible de CA\$14,00)

Sociétés de redevances :

- › **Sandstorm Gold Ltd.**
(SSL : TSX; cours cible de CA\$13,00)

Métaux et minerais : métaux précieux

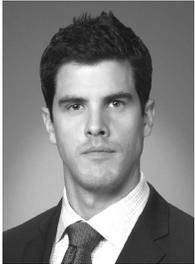
Symbole	Cote du Titre	Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	12 mois			Analyste	BPA			C/B		FTPA			Valeur Actif Net	C/VAN		
					Cours 7/8	Cours Cible	Δ		(A) Dern.Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	(A) Dern.Ex.	est. Ex1	est. Ex2			Ex1	Ex2
Grands producteurs (production >1 Moz)																				
Agnico-Eagle Mines Ltd	AEM	RS	18,780	243.04	77.27	108.00		Parkin	0.96u	1.86u	2.98u	33.2x	20.8x	3.64u	4.99u	4.99u	12.4x	12.4x	47.91	1.61x
Barrick Gold	ABX	RS	47,073	1,778.37	26.47	39.00		Parkin	0.51u	1.15u	1.35u	18.4x	15.7x	1.81u	3.22u	3.22u	6.6x	6.6x	22.50	1.18x
Kinross Gold Corp	K	RM	9,912	1,261.07	7.86	10.00	↓	Parkin	0.31u	0.73u	0.32u	8.6x	19.6x	0.80u	1.37u	1.37u	4.6x	4.6x	12.37	0.64x
Kirkland Lake Gold Corp	KL	RM	13,560	265.06	51.16	57.00		Parkin	2.74u	3.37u	3.01u	12.2x	13.6x	4.46u	4.75u	4.75u	8.6x	8.6x	28.23	1.81x
Newmont	NGT	RS	62,723	790.76	79.32	108.00		Parkin	1.32u	2.66u	3.44u	23.9x	18.4x	4.31u	5.69u	5.69u	11.1x	11.1x	58.75	1.35x
Sociétés de redevances																				
Franco-Nevada Corp	FNV	RM	34,738	191.0	181.85	200.00	-	Nagle	2.72u	3.25u	3.71u	42.1x	49.0x	4.22u	4.72u	5.28u	29.0x	25.9x	77.85	2.34x
Maverix Metals Inc	MMX	RM	920	141.2	6.52	8.00	-	Nagle	0.12u	0.07u	0.18u	n/a	37.3x	0.29u	0.26u	0.30u	25.3x	22.1x	5.15	1.27x
Osisko Gold Royalties Ltd	OR	RS	2,768	167.1	16.57	21.50	-	Nagle	0.26u	0.40u	0.53u	n/a	31.6x	0.65u	0.97u	1.15u	17.0x	14.4x	18.00	0.92x
Royal Gold Inc	RGLD	RM	7,495	65.2	114.89u	155.00u	-	Nagle	2.91u	3.60u	3.86u	31.9x	29.8x	6.28u	6.41u	6.93u	13.5x	12.5x	76.88	1.49x
Sandstorm Gold Ltd	SSL	RS	1,863	194.5	9.58	13.00	-	Nagle	0.11u	0.18u	0.25u	40.0x	38.3x	0.36u	0.41u	0.48u	17.6x	15.0x	8.72	1.10x
Triple Flag Precious Metals Corp	TFPM	RM	2,405	156.2	15.40	21.00	-	Nagle	0.20u	0.45u	0.58u	25.7x	26.6x	0.78u	0.88u	1.03u	13.2x	11.2x	12.44	1.24x
Wheaton Precious Metals Corp	WPM	RS	24,588	449.8	54.66	75.00	-	Nagle	1.10u	1.50u	1.57u	27.4x	34.8x	1.71u	2.09u	2.18u	19.7x	18.9x	27.88	1.96x
Producteurs intermédiaires (production >250 Koz)																				
Alamos Gold Inc	AGI	RS	3,874	392.50	9.87	14.25		Parkin	0.21u	0.42u	1.03u	18.9x	7.6x	0.75u	0.97u	0.97u	8.1x	8.1x	10.99	0.90x
B2Gold	BTO	RS	5,152	1,030.4	5.00	10.00		DeMarco	0.25u	0.49u	0.46u	10.2x	10.8x	0.51u	0.83u	0.78u	6.0x	6.4x	5.57	0.90x
Centerra Gold Inc	CG	RS	2,704	296.51	9.12	11.25		Parkin	0.76u	1.23u	0.59u	5.9x	12.4x	1.36u	2.87u	1.45u	2.5x	5.0x	12.10	0.75x
Dundee Precious Metals	DPM	RS	1,345	181.3	7.42	13.50		DeMarco	0.26u	1.02u	0.91u	7.3x	8.2x	0.62u	1.35u	1.71u	5.5x	4.3x	10.94	0.68x
Eldorado Gold Corp	ELD	RS	2,226	182.31	12.21	20.00		Parkin	(0.02)u	0.97u	0.48u	12.5x	25.3x	0.93u	2.23u	2.23u	4.4x	4.4x	22.30	0.55x
Endeavour Mining	EDV	RS	4,492	163.1	27.55	57.00		DeMarco	0.68u	2.24u	2.27u	12.3x	12.2x	2.68u	5.13u	5.24u	5.4x	5.3x	36.61	0.75x
Equinox Gold Corp	EQX	RS	2,964	351.1	8.44	16.75		Parkin	0.33u	0.37u	0.40u	22.7x	21.3x	0.68u	1.06u	1.04u	8.0x	8.0x	17.67	0.48x
IAMGOLD Corp	IMG	RS	1,711	476.50	3.59	6.25		Parkin	(0.03)u	0.14u	0.21u	20.3x	13.6x	0.75u	0.77u	0.77u	3.7x	3.7x	8.58	0.42x
Lundin Gold Inc.	LUG	RS	2,413	231.8	10.41	14.75		Egilo	0.47u	0.75u	0.62u	13.9x	16.9x	0.61u	1.15u	1.11u	9.1x	9.4x	11.15	0.93x
New Gold Inc	NGD	RS	1,457	680.70	2.14	4.00		Parkin	(0.08)u	0.03u	0.20u	75.4x	11.0x	0.39u	0.41u	0.41u	4.2x	4.2x	3.90	0.55x
OceanaGold Corp	OGC	RS	1,598	703.99	2.27	3.50		Parkin	0.06u	(0.11)u	0.15u	n/a	14.9x	0.33u	0.33u	0.33u	5.4x	5.4x	3.34	0.68x
Pretium Resources	PVG	RM	2,183	188.0	11.61	16.50		DeMarco	0.54u	0.99u	0.58u	11.8x	20.1x	1.13u	1.43u	1.43u	8.1x	8.1x	14.08	0.82x
SSR Mining Inc	SSRM	RS	4,283	210.06	20.39	36.00		Parkin	0.74u	1.43u	1.61u	11.4x	10.1x	1.59u	1.65u	1.65u	9.9x	9.9x	30.82	0.66x
Yamana Gold Inc	YRI	RM	5,021	965.55	5.20	8.00		Parkin	0.10u	0.32u	0.29u	13.1x	14.2x	0.51u	0.66u	0.66u	6.3x	6.3x	4.78	1.09x
Producteurs d'argent																				
Aya Gold and Silver	AYA	RS	895	92.2	9.71	9.50		DeMarco	(0.05)u	0.01u	0.07u	n/a	136.4x	1.18u	0.00u	0.10u	n/a	100.4x	5.39	1.80x
First Majestic Silver Corp	FR	RM	3,864	214.9	17.98	21.00		DeMarco	0.03u	0.24u	0.33u	74.9x	54.1x	0.53u	0.57u	0.71u	31.5x	25.2x	6.92	2.60x
Fortuna Silver Mines Inc	FVI	RM	1,187	184.0	6.45	12.00		DeMarco	0.18u	0.21u	0.94u	31.0x	6.9x	0.45u	0.44u	1.46u	14.6x	4.4x	6.22	1.04x
Pan American Silver	PAAS	RS	7,263	210.1	34.57	55.00		DeMarco	0.60u	0.94u	1.38u	36.8x	25.1x	1.60u	1.73u	2.37u	20.0x	14.6x	21.81	1.58x
Petits producteurs (production <250 Koz)																				
Argonaut Gold Inc.	AR	ER	-	-	-	-		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Golden Star Resources	GSC	RS	362	109.6	3.30	6.50		DeMarco	0.21u	0.31u	0.49u	10.6x	6.8x	0.40u	0.74u	0.66u	4.5x	5.0x	7.55	0.44x
K92 Mining Inc.	KNT	RS	2,006	219.2	9.15	11.25		Egilo	0.20u	0.25u	0.34u	37.2x	26.8x	0.34u	0.34u	0.42u	27.3x	21.9x	9.38	0.98x
Minera Alamos Inc.	MAI	RS	274	441.9	0.62	1.15		Egilo	0.01u	(0.01)u	0.06u	n/a	10.4x	0.00u	(0.00)u	0.07u	n/a	8.4x	0.97	0.64x
Wesdome Corp.	WDO	RS	1,673	138.4	12.09	14.00		DeMarco	0.32u	0.41u	0.58u	29.5x	21.0x	0.56u	0.64u	0.90u	19.0x	13.5x	11.19	1.08x
Sociétés de mise en valeur																				
Artemis Gold Inc.	ARTG	RS	822	122.7	6.70	10.00		DeMarco	0.00u	(0.07)u	(0.05)u	-	-	0.00u	(0.15)u	(0.08)u	-	-	9.87	9.87x
Barsele Minerals Corp.	BME	ER	-	-	-	-		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Bluestone Resources Inc.	BSR	ER	-	-	-	-		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Falco Resources Ltd.	FPC	ER	-	-	-	-		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Gold Standard Ventures Corp.	GSV	RS	243	357.5	0.68	1.50		Egilo	(0.04)u	(0.03)u	(0.03)u	-	-	(0.03)u	(0.02)u	(0.02)u	-	-	1.34	0.51x
Integra Resources Corp.	ITR	RS	192	54.8	3.51	6.50		Nizami	(0.54)u	(0.54)u	(0.47)u	-	-	(0.50)u	(0.51)u	(0.45)u	-	-	6.53	0.54x
Liberty Gold Corp	LGD	RS	392	262.9	1.49	2.50		Egilo	0.03u	(0.07)u	(0.06)u	-	-	(0.05)u	(0.06)u	(0.06)u	-	-	2.39	0.62x
MAG Silver Corp	MAG	RS	2,313	91.2	25.36	28.25		DeMarco	(0.06)u	(0.18)u	(0.07)u	-	-	(0.04)u	(0.04)u	(0.06)u	-	-	18.76	1.35x
Marathon Gold Corp.	MOZ	RS	0	0.0	3.15	4.00		DeMarco	0.00u	(0.00)u	(0.01)u	-	-	(0.02)u	0.53u	(0.01)u	6.0x	-	3.87	0.81x
O3 Mining Inc.	OIII	RS	132	60.2	2.19	4.25		DeMarco	(0.09)u	(0.20)u	(0.16)u	-	-	(0.09)u	(0.20)u	(0.16)u	-	-	5.46	0.40x
Osisko Development	ODV	RS	853	128.3	6.65	10.25		DeMarco	-	-	0.27u	-	24.4x	(0.02)u	-	0.28u	-	24.1x	10.20	0.65x
Osisko Mining	OSK	RS	1,053	340.7	3.09	5.00		DeMarco	(0.16)u	(0.03)u	(0.03)u	-	-	(0.00)u	(0.02)u	(0.02)u	-	-	4.98	0.62x
Pure Gold Mining Inc.	PGM	ER	-	-	-	-		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Sabina Gold and Silver Corp.	SBB	RS	588	347.9	1.69	3.50		Egilo	(0.01)u	(0.01)u	0.00u	-	-	(0.01)u	(0.01)u	0.00u	-	-	3.65	0.46x
SilverCrest Metals	SIL	RS	1,321	128.5	10.28	15.00		DeMarco	(0.22)u	(0.22)u	(0.35)u	-	-	(0.19)u	(0.21)u	(0.31)u	-	-	9.99	1.03x

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

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

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

Après cinq semaines consécutives de gains, le WTI s'est stabilisé juste en dessous d'un pic inégalé depuis 5 ans de US\$76.00 le baril. Le WTI a affiché une moyenne de près de US\$71.00 en juin grâce à un scénario plus solide de l'offre et de la demande et à la poursuite de la reprise mondiale après la pandémie de COVID-19. Le marché attend nerveusement la réunion à venir de l'OPEP+, au cours de laquelle seront transmises des informations sur les prochaines hausses de production en août et potentiellement au-delà. Rappelons que l'OPEP+ et l'Arabie saoudite doivent assouplir leurs réductions de production de 441,000 b/j et 400,000 b/j en juillet, respectivement. Notons que juillet est le dernier mois où l'Arabie saoudite prévoit d'alléger sa réduction de production volontaire de 1 Mb/j qui a permis d'équilibrer le marché en fin d'année dernière. Avant la réunion de juillet, le ministre de l'Énergie d'Arabie saoudite a adopté un ton prudent pour évoquer les hausses de production et le rôle de l'OPEP+ dans la maîtrise de l'inflation. Mais le ministre a été éclipsé par les commentaires relatifs aux incertitudes qui entourent les répercussions potentielles futures de la COVID-19 sur la demande (variant Delta) et le risque d'un retour de la production iranienne et vénézuélienne. Avant la réunion de l'OPEP du 1er juillet, S&P Platts prévoyait une augmentation de la production de l'OPEP+ de 500,000 b/j au mois d'août, mais cette hausse a été retardée en raison d'un désaccord sur le niveau de production de base entre l'Arabie saoudite et les ÉAU. L'Arabie saoudite voudrait augmenter sa production de base de 600,000 b/j, à 3.8 Mb/j, et les discussions, actuellement dans l'impasse, devraient se poursuivre jusqu'à la mi-juillet. Pour l'avenir, nous nous attendons à ce que l'OPEP+ continue de s'engager à équilibrer le marché en gardant ses capacités de production inutilisées à environ 6.1 Mb/j après la hausse de la production qui a été annoncée pour le mois de juillet.

On ne sait toujours pas avec certitude quand la production iranienne fera son retour sur le marché. Un catalyseur à court terme maintenant écarté est le résultat de l'élection en Iran, Ebrahim Raisi s'étant imposé à la tête des conservateurs. Parmi les sujets de discord persistants entre les deux parties figure la volonté de limiter le programme nucléaire iranien.

D'après Bloomberg, les délibérations se poursuivront probablement à un stade avancé de l'été avant que les deux pays ne mènent à bien leurs négociations. Aux États-Unis, la production américaine a légèrement augmenté pour terminer le mois de juin à 11.1 Mb/j, comparativement à 10.8 Mb/j à la fin du mois de mai. Cependant, l'augmentation de la production est principalement attribuable à des ponctions dans les stocks de production des puits forés mais non complétés plutôt qu'aux activités de forage. Nous nous attendons à ce que le nombre d'appareils de forage augmente et à ce que le baril de WTI se maintienne au-dessus de US\$70.

Après réflexion sur les conditions actuelles du marché, nous avons récemment revu nos hypothèses de prix pour les matières premières. Nos prévisions de prix pour le pétrole WTI passent de US\$59.50/b à US\$65.50/b pour 2021 et de US\$55.00/b à US\$65.00/b pour 2022, ce qui est légèrement inférieur au prix à terme de US\$71.80/b pour le reste de 2021.

Perspectives dans le secteur du gaz naturel

Les prix du gaz naturel étaient solides pour les principaux produits de référence en Amérique du Nord pendant la saison intermédiaire, les prix au comptant étant en moyenne de US\$3.20/MBTU et de CA\$3.10/GJ pour le NYMEX et l'AECO en juin, soit une hausse de 8% et 6% par rapport au mois précédent, respectivement. Nous constatons le retour d'une stabilité notable sur le marché, et les fluctuations des produits de base semblent relativement limitées (variations de moins de 10% entre l'été et l'hiver), si bien que les prix du gaz naturel rendent le secteur plus attrayant pour les investisseurs. L'activité des puits en Amérique du Nord a commencé à s'intensifier, mais l'activité de forage aux États-Unis reste relativement faible, la nouvelle production étant principalement attribuable à des ponctions dans les stocks des puits forés mais non complétés, et non à l'activité de forage. L'activité de forage a été principalement concentrée au Canada ce mois-ci, et concerne en majorité l'extraction pétrolière. En juin, les États-Unis ont ajouté 13 puits au total (pétrole 13), contre 64 au Canada (pétrole 54, gaz naturel 10), portant les hausses mensuelles à 3% et 103%, respectivement.

Aux États-Unis, on estime que la production a légèrement augmenté, de 90.6 Gpi³/j en mai à 91.0 Gpi³/j en juin. Les exportations de GNL et du Mexique restent élevées, à 10 Gpi³/j et 6.8 Gpi³/j, respectivement. La demande globale reste élevée aux États-Unis et en Alberta, où elle est estimée à environ 69.8 Gpi³/j et 5.1 Gpi³/j à cause des températures élevées observées à la fin du mois de juin, qui ont soutenu la demande de refroidissement.

Dans l'ensemble, nous restons constructifs pour le complexe gazier. Nous avons relevé notre prévision pour le NYMEX de US\$2.75/kpi³ à US\$2.90/kpi³ pour 2021 et maintenons notre prévision de US\$2.75/kpi³ pour 2022. En outre, nous avons relevé notre prévision pour le gaz AECO en 2021 de CA\$2.70/kpi³ à CA\$2.85/kpi³ et abaissé notre estimation pour 2022 de \$2.50/kpi³ à \$2.40/kpi³. Nous continuons de surveiller les critères fondamentaux du gaz naturel ainsi que l'évolution par rapport à nos prévisions, attendant la validation de notre thèse optimiste selon laquelle un contexte de prix plus résilients est en train d'émerger à moyen terme.

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 récemment clôturé l'acquisition de Husky, avec pour objectif de réaliser des économies annuelles de \$1.2 milliard. Nous considérons cette transaction comme nécessaire et stratégique compte tenu du fait que la société est très confiante de pouvoir réaliser les économies qu'elle s'est fixées. En outre, l'intégration en aval et les capacités de transport accrues contribueront à réduire l'exposition de la société au différentiel du WCS, de sorte que nous considérons Cenovus comme un titre de prédilection.

Tourmaline Oil Corp. (TOU: TSX)

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

Symb.	Cote du titre	Δ	Analyste	Actions e.c. (M)	Cours 7/8	Cap. bours. (M)	Rend. (%)	VE/FTCD					FTPA dilués			12 mois					
								est.			Dette nette/FT		est.			C/FTPA		Cible		Rend.	Δ
								2018A	2019E	2020E	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	Cible	Rend.
Grandes sociétés/Intégrées																					
Canadian Natural Resources	CNQ	RS	Wood	1185.7	\$44.13	\$52,324	4%	8.9x	4.8x	4.1x	1.0x	0.4x	\$4.40	\$10.86	\$11.19	4.1x	3.9x	\$66.00	54%	↑	
Cenovus Energy	CVE	RS	Wood	2017.5	\$11.25	\$22,697	1%	28.3x	4.7x	3.8x	1.4x	0.7x	\$0.12	\$3.11	\$3.48	3.6x	3.2x	\$19.50	74%	↑	
Ovintiv Inc (US\$)	OVV	RS	Wood	261.0	\$29.76	\$7,768	1%	4.4x	3.7x	3.6x	1.7x	1.3x	\$7.42	\$12.29	\$11.76	2.4x	2.5x	\$41.00	39%	↑	
Imperial Oil	IMO	RM	Wood	735.7	\$35.59	\$26,183	3%	36.8x	5.8x	5.1x	0.2x	-0.3x	\$1.20	\$6.30	\$6.51	5.6x	5.5x	\$45.00	29%	↑	
Suncor Energy	SU	RM	Wood	1514.7	\$28.86	\$43,715	3%	10.1x	4.7x	4.2x	0.8x	0.4x	\$2.66	\$6.87	\$7.05	4.2x	4.1x	\$42.00	48%	↑	
Grandes cap./Cap. Moyennes																					
Advantage Oil & Gas	AAV	RS	Payne	193.3	\$4.91	\$949	0%	5.1x	5.1x	5.4x	0.8x	0.7x	\$0.56	\$1.10	\$1.02	4.5x	4.8x	\$5.50	12%	↑	
ARC Resources Ltd.	ARX	RS	Wood	722.7	\$10.06	\$7,270	2%	3.9x	4.2x	3.4x	0.8x	0.2x	\$1.89	\$3.22	\$3.09	3.6x	3.3x	\$15.00	51%	↑	
Baytex Energy	BTE	RM	Payne	573.3	\$2.31	\$1,324	0%	5.4x	4.0x	3.2x	2.5x	1.7x	\$0.56	\$1.09	\$1.25	2.1x	1.9x	\$3.00	30%	↑	
Birchcliff Energy	BIR	RS	Payne	258.0	\$5.03	\$1,298	0%	6.0x	4.3x	4.0x	1.4x	0.9x	\$0.69	\$1.59	\$1.57	3.2x	3.2x	\$6.25	25%	↑	
Crescent Point Energy Corp.	CPG	RS	Wood	581.1	\$4.94	\$2,870	0%	3.9x	3.2x	2.4x	1.4x	0.8x	\$1.65	\$2.52	\$2.78	2.0x	1.8x	\$11.00	123%	↑	
Enerplus Corporation	ERF	RS	Wood	256.8	\$8.42	\$2,162	2%	3.5x	3.7x	2.8x	1.3x	0.6x	\$1.61	\$3.10	\$3.66	2.7x	2.3x	\$14.00	68%	↑	
Freehold Royalties	FRU	RS	Wood	131.5	\$9.58	\$1,260	5%	7.8x	8.6x	8.2x	0.0x	-0.6x	\$0.61	\$1.10	\$1.09	8.7x	8.8x	\$11.50	25%	↑	
Headwater Exploration	HWX	RS	Payne	222.4	\$4.00	\$890	0%	25.1x	8.7x	5.6x	-0.7x	-0.8x	\$0.06	\$0.43	\$0.62	9.4x	6.4x	\$6.25	56%	↑	
Kelt Exploration	KEL	RS	Payne	188.6	\$3.22	\$607	0%	4.9x	4.9x	3.9x	0.0x	0.0x	\$0.31	\$0.66	\$0.82	4.9x	3.9x	\$5.00	55%	↑	
MEG Energy	MEG	RM	Wood	304.5	\$8.56	\$2,607	0%	7.7x	5.4x	3.6x	3.2x	1.6x	\$0.92	\$2.13	\$2.94	4.0x	2.9x	\$13.50	58%	↑	
NuVista Energy	NVA	RM	Payne	223.1	\$3.92	\$875	0%	4.2x	4.9x	3.3x	2.1x	1.3x	\$0.70	\$1.06	\$1.63	3.7x	2.4x	\$4.25	8%	↑	
Paramount Resources	POU	RM	Payne	139.2	\$16.84	\$2,345	1%	6.1x	5.9x	4.2x	1.1x	0.5x	\$1.12	\$3.23	\$4.42	5.2x	3.8x	\$18.00	8%	↑	
Parex Resources	PXT	RS	Wood	119.2	\$21.80	\$2,598	3%	6.1x	2.6x	2.0x	-0.7x	-1.2x	\$2.96	\$6.42	\$7.00	3.4x	3.1x	\$36.00	68%	↑	
Peyto Exploration & Development	PEY	RS	Wood	165.0	\$7.91	\$1,305	1%	5.9x	4.7x	4.8x	2.4x	2.3x	\$1.29	\$2.70	\$2.60	2.9x	3.0x	\$8.50	8%	↑	
PrairieSky Royalty	PSK	RM	Wood	223.3	\$14.53	\$3,245	2%	15.4x	14.6x	15.8x	-0.3x	-1.1x	\$0.64	\$0.97	\$0.86	14.9x	16.8x	\$16.50	15%	↑	
Spartan Delta	SDE	RS	Payne	128.1	\$5.64	\$722	0%	6.9x	3.6x	3.1x	-0.7x	-0.9x	\$0.67	\$1.47	\$1.44	0.0x	0.0x	\$8.00	42%	↑	
Storm Resources	SRX	RM	Payne	123.8	\$3.81	\$472	0%	5.2x	4.0x	2.9x	0.6x	0.1x	\$0.47	\$1.08	\$1.34	0.0x	0.0x	\$5.00	31%	↑	
Tamarack Valley Energy	TVE	RS	Payne	411.1	\$2.57	\$1,057	0%	3.6x	4.1x	2.6x	1.1x	0.3x	\$0.55	\$0.89	\$1.06	2.9x	2.4x	\$4.50	75%	↑	
Topaz Energy	TPZ	RS	Payne	129.3	\$16.41	\$2,122	5%	14.7x	14.0x	12.5x	0.3x	-0.1x	\$0.98	\$1.26	\$1.31	13.0x	12.6x	\$18.00	15%	↑	
Tourmaline Oil	TOU	RS	Payne	322.9	\$34.18	\$11,036	2%	4.9x	5.4x	5.0x	0.7x	0.3x	\$4.36	\$7.59	\$7.18	4.5x	4.8x	\$40.00	19%	↑	
Vermilion Energy Inc.	VET	RM	Wood	159.3	\$9.98	\$1,590	0%	5.6x	4.1x	3.5x	2.2x	1.7x	\$3.18	\$4.48	\$4.89	2.2x	2.0x	\$14.00	40%	↑	
Whitecap Resources	WCP	RS	Wood	633.9	\$6.16	\$3,905	3%	4.8x	4.5x	3.4x	1.0x	0.5x	\$1.07	\$1.74	\$2.04	3.7x	3.0x	\$10.00	66%	↑	
Petites capitalisations																					
Crew Energy	CR	RM	Payne	158.2	\$2.35	\$372	0%	6.5x	5.1x	3.8x	3.0x	1.9x	\$0.27	\$0.82	\$1.05	2.9x	2.2x	\$2.00	-15%	↑	
Pipestone Energy	PIPE	RM	Payne	279.7	\$2.10	\$587	0%	6.8x	4.1x	2.4x	0.9x	0.3x	\$0.15	\$0.62	\$0.98	3.4x	2.1x	\$3.25	55%	↑	
Surge Energy	SGY	R	Payne	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	↑	
Yangarra Resources	YGR	RM	Payne	87.7	\$1.52	\$133	0%	4.5x	2.7x	1.9x	1.7x	1.0x	\$0.53	\$1.13	\$1.48	1.3x	1.0x	\$2.00	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 7/8	BAIIA (M)			VE/BAIIA			Dette nette / BAIIA			12 mois cours			
							2019			2019			2019			Cible		Rend.	Δ
							2019	2020e	2021e	2019	2020e	2021e	2019	2020e	2021e	2019	2020e	2021e	2019
Services pétroliers																			
CES Energy Solutions Corp.	CES	RM	Payne	\$ 512.01	262.6	\$1.95	\$ 83.3	\$ 124.4	\$ 133.2	6.7x	6.7x	4.8x	4.6x	2.2x	1.7x	\$2.50	28%	↑	
National Energy Services Reunited	NESR	RS	Payne	US\$1,303.21	89.9	US\$14.50	US\$213.2	US\$238.5	US\$290.2	7.9x	6.9x	5.3x	1.5x	1.2x	0.6x	US\$17.50	21%	↑	
Precision Drilling Corp.	PD	RS	Payne	\$ 696.18	13.3	\$52.29	\$ 285.2	\$ 258.4	\$ 310.3	6.7x	6.7x	4.8x	4.7x	3.8x	2.6x	\$55.00	5%	↑	
Trican Well Services	TCW	RM	Payne	\$ 688.66	258.9	\$2.66	\$ 30.6	\$ 69.1	\$ 91.0	21.9x	9.3x	6.1x	1.3x	-0.3x	-0.8x	\$3.25	22%	↑	

*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
- › Keyera

Aperçu

En 2021, le marché a gardé son goût insatiable pour la décarbonation, et le contexte macroéconomique devrait rester positif à court terme, les sociétés que nous couvrons cherchant à déployer la somme faramineuse de \$120 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. L'indice S&P TSX était en hausse d'environ 2% en juin, alors que notre indice de référence pour le secteur des intermédiaires a augmenté de près de 4% et celui des services publics, d'environ 3%.

Mise à jour sur les produits de base

Avec l'apaisement des craintes liées à la COVID-19 et un contexte fondamental positif, les prix des produits de base ont continué d'augmenter, le WTI affichant une moyenne de US\$71 le baril, soit une hausse d'environ 9% par rapport aux niveaux de mai de près de US\$65/b, et maintenant plus de 75% au-dessus du prix moyen de 2020 d'environ US\$40/b. Pendant ce temps, les prix continuent de monter, le WTI se situant maintenant à environ US\$72 le baril. Du côté du gaz naturel, les prix de l'AECO ont eux aussi progressé, affichant en moyenne \$3.39/kpi³, soit une augmentation d'environ 10% par rapport à la moyenne de mai de \$3.08/kpi³. En ce qui a trait aux perspectives de marketing, le différentiel du pétrole lourd WCS a commencé à donner des signes de faiblesse, affichant une moyenne d'environ US\$14/b, légèrement supérieure à celle de mai d'environ US\$13.50/b, même si la faible volatilité donne toujours à croire que le contexte est difficile pour les résultats du marketing de pétrole brut.

Mise à jour sur le transport par pipeline

Les travaux de construction du projet de remplacement de la Ligne 3 pour la portion américaine progressent correctement vers une date de mise en service au T4 2021, les travaux étant terminés au Wisconsin et au Dakota du Nord et l'installation des tuyaux étant achevée à plus de 60% dans le Minnesota. La Cour d'appel du Minnesota a rendu une décision positive permettant la poursuite du projet, citant des preuves tangibles à l'appui du

certificat de nécessité émis par la Commission des services publics du Minnesota (MPUC), et réaffirmé aussi que le tracé ne posait pas de problème de respect de la souveraineté tribale, tout en minimisant son impact environnemental. Pour ce qui est de la Ligne 5, un juge fédéral a récemment nommé un médiateur pour tenter de faire progresser les discussions entre l'État du Michigan et Enbridge, qui ont commencé le 16 avril, afin de trouver une issue amiable au litige. Sur une note positive, un comité spécial multipartite de la Chambre des communes canadienne a publié un rapport soulignant l'importance économique de la Ligne 5 à la fois pour le Canada et les États-Unis, tout en recommandant que soient prises des mesures urgentes par des responsables des deux pays afin de résoudre le différend qui oppose l'État du Michigan à Enbridge. Rappelons que la Ligne 5 représente un BAIIA annuel d'environ \$500 millions (près de 5% des FPER) et que nous la valorisons à près de \$3 par action dans le calcul de notre cours cible.

Pendant ce temps, dans le secteur intermédiaire, Inter Pipeline a conclu une transaction en actions seulement en vertu de laquelle Pembina acquerra toutes les actions ordinaires émises et en circulation d'Inter Pipeline à un ratio d'échange de 0.5 action ordinaire de PPL pour chaque action en circulation d'IPL, reflétant une offre actuellement évaluée à environ \$19.50 par action. Brookfield Infrastructure Partners L.P. (BIP : NYSE; Rendement supérieur; cours cible de US\$60; analyste Merer) a également publié une offre révisée pour acquérir IPL, qui inclut une option de contrepartie au comptant seulement (100%) à \$19.50/action ou 0.225 action de catégorie A de Brookfield Infrastructure Corp. échangeable, pour un maximum de 23 millions d'actions ordinaires de BIPC (26% de l'offre totale), avec accès à 8 millions d'actions supplémentaires de BIPC pour les actionnaires d'IPL qui choisissent de recevoir 100% de leur contrepartie en actions de BIPC sur une base d'imposition différée. En outre, Brookfield a également mentionné que toutes les autorisations réglementaires et antimonopolistiques avaient été reçues, si bien que les actionnaires d'IPL pourraient recevoir leur contrepartie trois jours ouvrables après la date d'expiration de l'offre fixée au 13 juillet.

Suite à la conclusion de l'entente de fusion entre IPL et PPL, Pembina a publié une mise à jour de ses activités, qui fait état de possibilités de croissance pléthoriques et annonce la réactivation du projet d'expansion de la phase IX du pipeline Peace pour répondre à une intensification de l'activité dans la formation Montney dans le nord-est de la Colombie-Britannique, soutenant une demande à long terme d'acheminement d'un bassin à un autre. Pembina a aussi annoncé qu'elle avait formé un partenariat avec la Première nation Haisla pour la mise en valeur du projet de GNL Cedar, une installation de traitement du GNL flottant d'environ 0.4 Gpi3/j et de \$3.0 milliards qui sera situé à Kitimat, en Colombie-Britannique, sur un territoire propriété de la Première nation Haisla dans le chenal marin de Douglas. Conformément à l'accord, PPL acquerra une participation de 50% dans le projet Cedar GNL et en assumera l'exploitation à partir de ce moment. En outre, PPL a été choisie par Western Indigenous Pipeline Group pour devenir le partenaire du secteur en vue de la constitution de Chinook Pathways Partnership, un partenariat sous l'impulsion de populations autochtones qui œuvrent pour obtenir la propriété du pipeline Trans Mountain après la fin des travaux d'expansion de celui-ci. En outre, PPL continue de signaler qu'elle pourra mener à bien promptement des projets représentant environ \$450 millions dès la clôture de la transaction Inter Pipeline, notamment le projet de l'usine de chevauchement de Cochrane, qui reliera cette usine d'IPL au réseau pipelinier de GNL Brazeau de PPL, permettant à Pembina d'acheminer et de traiter son propane-plus liquide au sein de ses propres infrastructures. Globalement, nous situons le potentiel de hausse du cours de l'action non corrigé du risque à environ \$7.00 par action du fait des nombreuses occasions de croissance de la société, avec une part de près de \$4.00 par action liée aux potentiels nouveaux projets de croissance résultant d'une fusion réussie entre IPL et PPL et excluant une valeur accrue qui émergerait d'une acquisition menée à bien de TMX dans le cadre du partenariat Chinook Pathways Partnership.

Mise à jour – Électricité et services publics

Au début du mois de juin, Capital Power a émis des actions pour un produit net d'environ \$275 millions, qui sera affecté aux projets de croissance garantis en construction (\$1.9 million) devant assurer le

réalignement de la société avec sa stratégie de carboneutralité. Ces projets comprennent la transformation de Genesee 1 et 2 destinée à supprimer leur exposition aux exigences en termes de carboneutralité, la transition vers l'abandon complet du charbon d'ici 2023 ainsi que la croissance de sa plateforme d'énergies renouvelables grâce à son objectif de dépenses en immobilisations d'environ \$500 millions par année.

Pendant ce temps, pour couronner le deuxième trimestre, les prix de l'électricité en Alberta sont restés élevés en juin, où ils étaient en moyenne de \$140/MWh, dépassant le prix moyen de mai de \$86/MWh de plus de 60%. Pendant le mois, les prix de l'électricité ont atteint un pic d'environ \$465/MWh et un creux de près de \$30/MWh.

Mise à jour – Durabilité

Pembina et TC Énergie ont annoncé un projet de développement conjoint de l'Alberta Carbon Grid (ACG) de plusieurs milliards de dollars, un réseau de transport et de séquestration du carbone capable d'acheminer plus de 20 millions de tonnes de CO₂ par année (60,000 tCO₂ par jour). Le système en libre accès à plusieurs étapes constituera un réseau de soutien à l'industrie du captage, de l'utilisation et du stockage du carbone (CUSC), émergente en Alberta, et qui reliera la région de Fort McMurray, le cœur industriel de l'Alberta et la région de Drayton Valley à plusieurs emplacements de stockage du carbone et points de livraison dans toute la province pour soutenir les efforts de décarbonation de divers secteurs. L'Alberta Carbon Grid sera conçu pour connecter les plus grandes sources industrielles d'émission de la province à un pôle de captage au nord-est de Redwater grâce au redéploiement, à des modernisations utilisant des technologies éprouvées et à l'optimisation des capacités excédentaires dans les réseaux pipeliniers collectifs du partenariat, incluant ceux qui seront acquis après l'éventuelle clôture du projet d'acquisition d'Inter Pipeline par Pembina.

D'après la feuille de route actuelle du projet, l'ACG reposera sur un cadre commercial composé de contrats à long terme basés sur les frais de service, avec un système de marketing et de commercialisation destiné à faciliter les transactions

de compensation CO₂ et carbone. Vu l'ampleur du projet et la reconversion des pipelines existants, les droits de péage de l'ACG seront nettement inférieurs au prix actuel du carbone en Alberta (\$40/tonne). Le partenariat vise un début d'exploitation commerciale pour la première phase de l'ACG dès 2025, le réseau complet devant être opérationnel en 2027, sous réserve des autorisations réglementaires et environnementales.

Titres favoris

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

	Symb.	Cote du titre	Parts		Cap. bours.	Distributions par part			Rendement des distr.		FTPA distr. Dilués			C/FT distr.		Dettes/ Enc. distr. 20e	12 mois		Rendement Δ combiné
			e.c. (M)	Cours 07-08		est. 2020e	est. 2021e	est. 2022e	2021e	2022e	est. 2020e	est. 2021e	est. 2022e	2021e	2022e		Cible	Rend.	
Pipelines et divers																			
AltaGas	ALA	RS	279.7	\$26.46	\$7,400	\$0.96	\$1.00	\$1.04	3.8%	3.9%	\$2.08	\$2.69	\$2.93	9.8x	9.0x	5.2x	26.00	-1.7%	2.0%
Enbridge Inc.	ENB	RS	2020.5	\$49.93	\$100,883	\$3.24	\$3.34	\$3.51	6.7%	7.0%	\$4.67	\$4.87	\$5.33	10.2x	9.4x	4.6x	51.00	2.1%	8.8%
Gibson Energy	GEI	RM	149.2	\$23.07	\$3,443	\$1.36	\$1.40	\$1.40	6.1%	6.1%	\$2.01	\$1.91	\$2.16	12.1x	10.7x	3.1x	23.00	-0.3%	5.8%
Inter Pipeline	IPL	RM	429.2	\$20.10	\$8,627	\$0.48	\$0.48	\$0.48	2.4%	2.4%	\$1.75	\$1.70	\$2.00	11.8x	10.1x	5.0x	20.00	-0.5%	1.9%
Keyera	KEY	RS	221.0	\$32.63	\$7,212	\$1.92	\$1.92	\$1.92	5.9%	5.9%	\$3.26	\$3.12	\$2.97	10.4x	11.0x	3.4x	35.00	7.3%	13.1%
Pembina Pipelines	PPL	RM	764.6	\$39.02	\$29,835	\$2.52	\$2.52	\$2.64	6.5%	6.8%	\$3.91	\$3.94	\$4.33	9.9x	9.0x	4.3x	40.00	2.5%	9.0%
Secure Energy	SES	RS	178.6	\$4.38	\$782	\$0.03	\$0.03	\$0.03	0.7%	0.7%	\$0.53	\$0.54	\$0.81	8.2x	5.4x	2.3x	5.50	25.6%	26.3%
Superior Plus	SPB	RM	176.0	\$15.45	\$2,719	\$0.72	\$0.72	\$0.72	4.7%	4.7%	\$1.37	\$1.12	\$1.56	13.8x	9.9x	3.7x	15.00	-2.9%	1.7%
Tidewater Midstream	TWM	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R
TC Energy Corp.	TRP	RS	979.0	\$61.92	\$60,620	\$3.24	\$3.48	\$3.69	5.6%	6.0%	\$6.13	\$5.57	\$5.94	11.1x	10.4x	5.1x	67.00	8.2%	13.8%
Producteurs d'électricité et services publics																			
ATCO Ltd.	ACO	RM	114.7	\$43.87	\$5,030	\$1.74	\$1.79	\$1.81	4.1%	4.1%	\$2.08	\$2.42	\$2.32	18.1x	18.9x	4.5x	44.00	0.3%	4.4%
Canadian Utilities	CU	RM	273.1	\$34.85	\$9,517	\$1.74	\$1.76	\$1.78	5.0%	5.1%	\$2.69	\$2.87	\$2.94	12.2x	11.9x	5.3x	35.00	0.4%	5.5%
Capital Power	CPX	RS	114.4	\$41.61	\$4,761	\$1.99	\$2.12	\$2.25	5.1%	5.4%	\$4.96	\$5.17	\$4.49	8.0x	9.3x	4.2x	45.00	8.1%	13.2%
Emera Inc.	EMA	RM	255.1	\$57.24	\$14,603	\$2.48	\$2.58	\$2.68	4.5%	4.7%	\$1.99	\$3.81	\$4.37	15.0x	13.1x	6.2x	59.00	3.1%	7.6%
Fortis Inc.	FTS	RM	472.6	\$55.89	\$26,412	\$1.94	\$2.05	\$2.17	3.7%	3.9%	\$3.92	\$3.94	\$4.62	14.2x	12.1x	6.1x	60.00	7.4%	11.0%
Hydro One Ltd.	H	RM	596.9	\$30.46	\$18,182	\$1.01	\$1.07	\$1.12	3.5%	3.7%	\$1.76	\$1.72	\$1.94	17.7x	15.7x	5.4x	31.00	1.8%	5.3%
TransAlta	TA	RM	269.9	\$12.26	\$3,309	\$0.17	\$0.18	\$0.18	1.5%	1.5%	\$1.30	\$1.48	\$1.55	8.3x	7.9x	3.8x	12.00	-2.1%	-0.7%

Source: Rapports des sociétés, Estimations FBN, Refinitiv

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



Maxim Sytchev
Analyste
416 869-6517

—
Adjointe :
Alizeh Haider : 416 869-7937

Sélections

- › Stantec
- › Finning International
- › ATS Automation

WSP Global Inc. : Réfléchir sérieusement aux possibilités de déploiement du capital

Est-il concevable d'envisager de nouvelles fusions-acquisitions ?

Nous le pensons bien. Le bilan reste sous-endetté (1.2) après l'acquisition de Golder. Vu les spéculations suscitées par le projet de fusion avorté avec Aecom, les investisseurs sont en mesure d'apprécier les ambitions de la société (en particulier du fait qu'il y a deux nouveaux investisseurs fondamentaux). C'est pourquoi nous ne pensons pas que les investisseurs doivent écarter la possibilité d'une transaction à venir, surtout avec le nouveau cycle stratégique de 3 ans. Dans cette analyse, nous reprenons les calculs de sensibilité aux fusions-acquisitions en utilisant (encore) Arcadis comme référence.

Supposons un ratio VE/BAIIA de 11.0 après gains de synergie (prime de 30% par rapport au cours de l'action ARCAD), pour une transaction de \$6.4 milliards et une hausse du BPA de 20%

Une transaction hypothétique pourrait pousser le ratio d'endettement à 2.75 (WSP est bien plus équilibrée et diversifiée aujourd'hui), le reste du montant de l'opération étant financé par une émission de \$3.2 milliards. Le BPA augmenterait de 20%, incluant les gains de synergie. Avec une approche mathématique, nous pensons que, au cours actuel de l'action de WSP, la probabilité d'une transaction importante est de 29%.

Conclusion – Le cycle vertueux des fusions-acquisitions (quand les antécédents sont excellents)

Quand une société qui se négocie à prime opère sur un secteur fragmenté avec de nombreux actifs, les fusions-acquisitions sont sa meilleure stratégie pour dégager un maximum de valeur. Avec un groupe d'investisseurs fidèles aux coffres bien remplis, un accès aux financements à des conditions intéressantes et d'excellents antécédents en matière d'intégration, WSP est un titre attrayant. Historiquement, la direction a su cibler les bons actifs au bon moment, ce qui a permis à la société de faire croître sa capitalisation boursière de \$4.0 milliards en 2016 à \$16.0 milliards aujourd'hui... en l'espace de cinq ans seulement. Chose intéressante, rien n'indique du côté de la direction (ou de la structure du secteur) que

WSP soit sur le point de lâcher la bride. Comme un cycle stratégique de trois ans s'annonce plus tard cette année (rappelons que les dernières mises à jour stratégiques contenaient des objectifs explicites en matière d'effectifs), nous gardons toujours un œil positif sur les perspectives de croissance de la société. De ce fait, nous maintenons notre cote Rendement supérieur pour WSP et relevons notre cours cible de \$143.00 à \$160.00, car nous passons de nouveau à une méthodologie de valorisation pondérée en fonction des probabilités de fusions-acquisitions.



Symb.	Cote du titre	Capitalisation boursière (M)	Actions e.c. (M)	Cours 7/8	Dernier quartier déclaré	Rendement actuel	FTDPAD			C/FTDA		BAIIA (M)			VE/BAIIA		Dette Nette (M)	Dette nette/ BAIIA Ex1	Cours cible 12 mois	Δ			
							(A)	est.	est.	Ex1	Ex2	Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Dern. Ex.	Ex1					Ex2	Ex1	Ex2
Santé et biotechnologie																							
Akumin	AKU.u	RM	290.08	87.9	3.30u	1/2021	0.0%	0.01u	0.18u	0.22u	18.0	14.9	53.7u	88.6u	197.1u	16.3	7.3	1,156.1u	5.9	3.50u	↑		
Andlauer Healthcare Group	AND	RM	1,442.56	38.5	37.51	1/2021	0.5%	0.81	1.09	1.30	34.3	28.8	78.9	98.4	106.5	16.7	15.2	224.7	2.1	38.00			
Dialogue Health Technologies	CARE	RS	689.64	65.1	10.60	1/2021	0.0%	0.42	(0.26)	(0.07)	nmf	nmf	(16.9)	(15.2)	(2.5)	nmf	nmf	-	-	20.50			
IMV Inc.	IMV	RM	178.76	67.7	2.64	1/2021	0.0%	(0.49)	(0.38)	(0.55)	nmf	nmf	(27.3)	(29.9)	(42.9)	nmf	nmf	-	-	4.25			
Jamieson Wellness	JWEL	RS	1,350.62	40.0	33.78	1/2021	1.5%	1.17	1.28	1.32	26.3	25.6	88.0	100.1	105.4	15.2	14.4	160.3	1.5	42.75			
Knight Therapeutics	GUD	RS	671.26	128.8	5.21	1/2021	0.0%	0.09	0.20	0.33	26.5	15.7	16.8	34.5	56.2	15.6	9.5	-	-	7.75			
Medical Facilities Corp.	DR	RS	219.61	31.1	7.06	1/2021	4.0%	0.96u	0.99u	0.98u	5.9	6.0	57.3u	57.2u	57.9u	5.2	5.2	79.8u	1.8	9.75			
Theratechnologies	TH	RM	451.38	93.8	4.81	1/2021	0.0%	(0.15)u	0.06u	0.09u	57.0	41.7	(7.1)u	10.4u	13.0u	32.9	26.5	-	-	3.75			
Situations spéciales																							
K-Bro Linen	KBL	RM	462.05	10.6	43.60	1/2021	2.8%	2.49	2.31	2.81	18.8	15.5	43.8	44.4	54.0	12.2	10.1	81.1	1.5	46.00			
Rogers Sugar	RSI	RM	598.44	103.5	5.78	2/2021	6.2%	0.37	0.43	0.44	13.3	13.2	92.3	101.9	106.1	9.3	9.0	370.3	3.5	5.25			
Chemtrade Logistics Income Fund	CHE.UN	RS	687.56	103.2	6.66	1/2021	9.0%	0.52	0.70	1.04	9.5	6.4	265.3	307.6	339.2	6.8	6.1	1,393.3	4.1	10.50			

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

u = dollars US

Source: Rapports des sociétés, FBN, Refinitiv



Jaeme Gloyn, CFA
Analyste
416 869-8042

—
Adjointe :
Julia Gul : 416 869-7495

Bataille de sociétés de portefeuille

Brookfield Business Partners (TSX : BBU) - BBU annonce deux acquisitions à effet relatif

BBU a annoncé l'acquisition de Modulaire – important fournisseur d'infrastructures et de services modulaires en Europe et en Asie-Pacifique – le 28 juin 2021, et de DexKo – fabricant et distributeur mondial de composants hautement personnalisés pour les fournisseurs de remorques, de véhicules récréatifs et d'équipements tractables – le 5 juillet 2021. Nous nous attendons à ce que Modulaire fasse augmenter le BAIIA d'environ 9% et les FPE d'environ 4%. Nous estimons que DexKo pourrait avoir un effet relatif d'environ 6% sur le BAIIA et d'environ 4% sur les FPE (effet non encore intégré dans nos estimations). Au total, nous estimons l'effet relatif sur le BAIIA à 15% et celui sur les FPE à 8%. BBU a déployé environ \$900 millions dans ces transactions, ce qui laisse plus de \$1.1 milliard de liquidités générales pour tirer parti d'une réserve d'occasions d'environ \$20 milliards. Les acquisitions viennent confirmer notre opinion favorable selon laquelle BBU est une entreprise riche en catalyseurs, dotée d'un potentiel de croissance important grâce à des fusions et acquisitions (comme DexKo), à des transactions porteuses de valeur (p. ex., Clarios, Westinghouse, Graftech, Greenergy) et au rebond de performance des sociétés du portefeuille qui se libèrent des effets de la pandémie. Notre cours cible de US\$60 repose sur l'application d'un ratio VE/BAIIA de 8.8 sur nos estimations pour 2022E.

Fairfax Financial Holdings (TSX : FFH) - La valeur émergente de Digit Insurance conduit à des gains massifs et confirme notre thèse

Le 5 juillet 2021, Fairfax a annoncé que Go Digit General Insurance Limited (« Digit ») avait conclu une convention prévoyant l'émission d'actions ordinaires qui générera en fin de compte des gains d'environ US\$1.8 milliard pour Fairfax. Cela représente une augmentation de la valeur comptable de Fairfax d'environ US\$61 par action, ou environ 12% de la valeur comptable du T1 2021. De plus, nous estimons que FFH délivrera désormais un RCP d'environ 19% en 2021 (compte tenu de la transaction avec Digit sur une base pro forma). Dans l'ensemble, la transaction confirme la cote Rendement supérieur que nous avons attribuée à FFH, étant donné que i) nous pensons que FFH fournira aux actionnaires un RCP annuel à long terme d'environ 10%, et ii) cette perspective mérite une valorisation bien supérieure au ratio C/B actuel de 0.88x. Nous appliquons un ratio C/B de 1.0x à notre estimation pour le T1 2022 (ajustée en fonction du taux de change \$CA/\$US) pour arriver à notre cours cible de \$CA700.

Symb.	Cote du titre	Δ	Cap. bours. (Md)	Actions e.c. (M)	Cours 7/8	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B FE1	FE2	VCPA			C/VC FE1	FE2	Div. %	Cours cible 12 mois	Δ
							dernier exerc.	est. FE1	est. FE2			dernier trimest.	est. FE1	est. FE2					
Financement hypothécaire																			
Equitable Group	EQB	RS	2.34	17.0	138.18	12/2020	12.61	15.07	16.21	9.2	8.5	97.86	108.48	123.12	1.3	1.1	1.1%	174.00	
First National Financial	FN	RM	2.96	60.0	49.36	12/2020	3.95	4.11	4.27	12.0	11.6	8.51	10.08	11.88	4.9	4.2	4.8%	55.00	
Home Capital Group	HCG	RS	1.86	50.8	36.55	12/2020	3.55	4.72	5.36	7.7	6.8	33.85	37.31	42.38	1.0	0.9		46.00	
Timbercreek Financial	TF	RM	0.76	80.9	9.45	12/2020	0.67	0.70	0.72	13.4	13.2	8.48	8.49	8.52	1.1	1.1	7.3%	9.75	↑
Financement spécialisé																			
ECN Capital	ECN	RS	2.26	244.5	9.26	12/2020	0.13	0.38	0.48	19.4	15.4	2.79	2.94	3.11	2.5	2.4	1.3%	10.50	
Element Fleet Management	EFN	RS	6.31	438.5	14.38	12/2020	0.77	0.79	0.91	18.1	15.8	7.32	7.38	7.87	1.9	1.8	1.8%	19.00	
goeasy	GSY	RS	2.37	14.9	158.85	12/2020	7.57	9.87	11.18	16.1	14.2	36.88	49.58	57.92	3.2	2.7	1.7%	167.00	
Brookfield Business Partners	BBU	RS	6.93	148.4	46.68	12/2020	-1.13	4.41	2.10	10.6	22.2	27.32	32.68	40.89	1.4	1.1	0.5%	60.00	↑
Power Corporation of Canada	POW	RM	26.12	676.7	38.60	12/2020	3.00	3.92	3.82	9.8	10.1	31.17	32.55	34.50	1.2	1.1	4.6%	41.00	
Entreprises de RH																			
LifeWorks Inc.	LWRK	RS	2.4	70.1	33.64	12/2020	0.80	0.65	1.02	51.6	33.1	9.30	9.31	9.68	3.6	3.5	2.3%	39.00	
Bourses des valeurs																			
TMX Group	X	RM	7.26	56.2	129.16	12/2020	5.88	6.63	6.83	19.5	18.9	64.92	66.88	69.80	1.9	1.9	2.4%	147.00	
Assurance																			
Intact Financial Corp.	IFC	RS	24.41	143.0	170.68	12/2020	9.92	10.2	10.61	16.8	16.1	62.19	80.78	86.13	2.1	2.0	1.9%	205.00	
Trisura Group Ltd.	TSU	RS	1.73	10.3	168.20	12/2020	3.68	5.33	6.03	31.6	27.9	30.04	33.59	39.42	5.0	4.3		218.00	
Fairfax Financial Holdings	FFH	RS	14.27	26.0	547.73	12/2020	6.29	59.75	53.79	7.3	8.1	497.23	529.39	575.74	0.8	0.8	2.3%	700.00	
Gestion d'actifs																			
Fiera Capital Corp.	FSZ	RM	1.12	103.7	10.77	12/2020	1.38	1.21	1.29	8.9	8.4	4.15	4.13	4.20	2.6	2.6	7.8%	12.00	
IGM Financial Inc.	IGM	RS	10.34	238.4	43.39	12/2020	3.20	3.90	4.35	11.1	10.0	25.11	27.59	29.72	1.6	1.5	5.2%	56.00	↑

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

Source: Refinitiv, Rapports des sociétés, FBN

Note : 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.



Michael Storry-Robertson
Adjoint
416 507-8007

Sélections

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

MTL met ses liquidités à contribution pour acquérir à tour de bras; l'activité s'intensifie au large des côtes pour SCL

Mullen annonce la clôture de plusieurs acquisitions, ayant mis à profit ses réserves liquides au premier semestre de 2021.

À la fin du mois de juin, Mullen a annoncé la clôture de l'acquisition de QuadExpress, fournisseur américain de solutions logistiques tiers, pour US\$40 millions, représentant une nouvelle plateforme de croissance aux États-Unis. Nous avons un avis positif pour cette opération, car nous considérons que l'acquisition de la plateforme logistique à actifs allégés de QuadExpress est une étape stratégique pour l'expansion du réseau T&L existant de Mullen, qui lui ouvre des perspectives par-delà les frontières et lui donne accès à un marché américain notablement plus vaste (QuadExpress a enregistré un chiffre d'affaires brut total de US\$135 millions en 2020). Quelques jours plus tard, Mullen a annoncé la clôture de l'acquisition de R.S. Harris Transport Ltd., société de Winnipeg chef de file dans le camionnage et le courtage, spécialisée dans le transport à pont découvert (avec un chiffre d'affaires annualisé supérieur à \$25.0 millions). Mullen a entamé 2021 avec des liquidités considérables (dont plus de \$100 millions de trésorerie au bilan et une facilité de crédit non utilisée de \$150 millions), et ces annonces complètent une impressionnante succession d'acquisitions au premier semestre de l'année (avec la clôture récente des acquisitions stratégiques d'APPS Transport Group, de Bandstra Group et de Tri Point Intermodal Services), qui représentent (au total) une augmentation d'environ 20% du BAIIA d'après les estimations par rapport aux prévisions de la direction pour 2021 (sur une base annualisée). Malgré ces nombreuses acquisitions, nous pensons que le bilan de Mullen reste solide, nos prévisions pointant vers une grande flexibilité des clauses restrictives et une amélioration à venir du profil d'endettement, les FTD étant affectés au bilan (nos estimations tablent sur un ratio dette nette/BAIIA DDM inférieur à 3.0 à la fin du T2 2021, nettement inférieur à la limite de la clause restrictive de 3.5. **Nous maintenons notre cote Rendement supérieur et notre cours cible de \$15.50, correspondant à un ratio VE/BAIIA 2022e de 7.6 (inchangé), conforme à la moyenne actuelle du groupe des sociétés comparables au sens large.**

Alors que la demande de pétrole et de gaz continue de s'améliorer après le ralentissement, nous constatons une accélération des travaux de construction pour plusieurs projets au large des côtes qui intéressent Shawcor, ce qui accroît notre confiance dans nos prévisions à plus long terme.

Alors que la demande de pétrole et de gaz continue de s'améliorer après le ralentissement, nous avons constaté récemment une accélération des travaux de construction pour plusieurs projets au large des côtes qui intéressent Shawcor, ce qui accroît notre confiance dans nos prévisions à plus long terme, notamment l'aménagement des projets Bacalhau, Mero-3 et Dalma. À cela s'ajoutent les attentes d'une intensification des activités au large des côtes australiennes dans le cadre des engagements existants dans le secteur du GNL ainsi que les investissements réguliers au large des côtes norvégiennes, si bien que nous entrevoyons un soutien croissant pour nos prévisions d'activité au large des côtes pour 2022 et au-delà (la direction avait déjà prévu une accumulation de commandes à la fin de 2021 et au début de 2022, à mesure que les projets pétroliers et gaziers en mer seraient autorisés). Si la dynamique des projets en elle-même n'est pas une garantie des contrats qui seront peut-être remportés par Shawcor dans le revêtement de tuyaux, vu la présence importante de SCL sur ce marché pour des projets en mer, nous sommes satisfaits des annonces positives qui nous parviennent, car nous continuons d'entrevoir un panel étonnant d'options stratégiques pour Shawcor à l'avenir (dont des ventes d'actifs ou de divisions afin d'accélérer l'assainissement du bilan ou des fusions-acquisitions dans d'autres divisions essentielles). **Avec nos perspectives positives et nos prévisions inchangées à ce stade, nous maintenons notre cours cible de \$8.75, correspondant à un ratio VE/BAIIA 2022e de 6.7 – inchangé – (décote de plus d'un point par rapport à la moyenne historique du ratio VE/BAIIA à un an de SCL et nettement inférieur à la moyenne du groupe au sens large).** Nous maintenons notre cote Rendement supérieur, car SCL opère une transition pour devenir une entreprise plus légère, avec une rentabilité accrue et un profil d'endettement réduit.

	Symb.	Cote du titre		Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 7/8	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		664.70	18.8	35.44	149.3	166.1	192.1	9.7	9.0	7.0	5.0	54.00	54%	
Enerflex Ltd.	EFX	RS		700.14	89.8	7.80	191.3	141.7	189.5	5.5	7.1	5.1	2.2	10.50	36%	
Mullen Group Ltd.	MTL	RS		1263.40	96.8	12.78	191.5	226.5	253.5	8.5	7.9	6.7	2.3	15.50	22%	↑
Pason Systems Corp.	PSI	RM	↓	678.84	83.1	8.17	39.5	51.8	71.0	13.4	10.2	7.4	-2.9	11.00	37%	
Shawcor Ltd.	SCL	RS		393.03	70.4	5.58	43.8	101.6	127.0	15.6	6.6	4.9	2.7	8.75	57%	

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

US = dollars US

Source: Rapports des sociétés, Refinitiv, FBN



Zachary Evershed, CFA
Analyste
514 412-0021

Adjoint :
Thomas Bolland : 514 871-5013

Sélections

- › DBM
- › DXT
- › HDI

Investir de manière rentable dans des fusions-acquisitions (TSX : DBM, HDI)

Après un mois de juin trépidant pour les titres que nous couvrons, nous présentons une analyse des dernières acquisitions de Hardwoods Distribution et Doman Building Materials.

Les ventes aux États-Unis appelées à tripler grâce à Hixson – Doman Building Materials (auparavant CanWel)

Le 4 juin 2021, Doman Building Materials a annoncé l'acquisition de Hixson Lumber Sales, entreprise texane, pour environ US\$375 millions au comptant, incluant les stocks, opération financée par la trésorerie disponible de DBM et sa facilité de crédit renouvelable. Nous estimons que, dans le contexte actuel des prix, Hixson fera monter le chiffre d'affaires d'environ \$1 million, et que ses marges sont supérieures à celles de DBM. Hixson est un fabricant et grossiste de bois d'œuvre et de bois traité qui dessert actuellement 25 États grâce à ses 19 usines de traitement du bois, ses cinq scieries spécialisées et sa flotte captive de camions. Nous estimons que l'acquisition est hautement complémentaire vu l'implantation qui était déjà celle de DBM aux États-Unis, car les usines acquises ne se trouvent pas sur les zones géographiques déjà occupées par DBM à Hawaï, en Californie et dans l'Oregon, même si les deux entreprises partagent en partie les mêmes grands fournisseurs et clients. L'entité fusionnée de DBM et Hixson entraînera la réalisation de gains de synergie, principalement dans l'approvisionnement en produits chimiques de traitement. Suite à la transaction, le ratio dette nette/BAIIA se situe à 3,6, et il tombera rapidement à 2,1 d'ici la fin de l'année, alors que le fonds de roulement diminue habituellement à cette période, et nous pensons que DBM pourrait réaliser des acquisitions complémentaires de façon opportuniste tout en intégrant Hixson. Notre cours cible de \$13,50 correspond à 14,5 fois notre estimation de BPA 2022e, et nous attribuons à DBM la cote Rendement supérieur.

Entering new markets via Novo – Hardwoods Distribution

Le 23 juin, HDI a annoncé qu'elle avait conclu un accord en vue d'acquérir Novo Building Products pour US\$303 millions. Novo est un distributeur de produits de construction de qualité architecturale pour des centres de rénovation et des gares de répartition destinées aux constructeurs résidentiels qui occupe une position de chef de file sur les marchés aux États-Unis, au Canada et au Mexique. Les marchés des magasins de grande surface et de la vente aux revendeurs professionnels sont une nouveauté pour HDI. Le portefeuille de produits de la société inclut des moulures et des articles de menuiserie, des escaliers, des panneaux décoratifs ainsi que des portes, qui complètent idéalement l'offre de produits de HDI. Novo exploite 14 usines, situées essentiellement dans l'est et le Midwest des États-Unis, en Floride et au Texas, et devrait dégager environ \$640 millions de chiffre d'affaires et près de \$55 millions de BAIIA en 2021, ce qui représente un ratio d'acquisition de 6,2 fois le BAIIA environ avant gains de synergie. Pour les besoins de l'acquisition, HDI a annoncé qu'elle avait contracté une nouvelle facilité de crédit renouvelable de US\$525 millions, qui remplace ses facilités existantes. L'accord inclut une facilité de crédit renouvelable de \$225 millions, qui peut être utilisée en US\$ ou en CA\$, et deux emprunts à terme de montants maximaux de US\$225 millions et US\$75 millions. Comme nous situons l'endettement pro forma à 2,9 (avant IRS 16) à la fin de l'année, juste au-dessus de la zone de confort de la direction, nous pensons que HDI devrait se concentrer sur l'intégration de Novo avant de réaliser d'autres fusions-acquisitions importantes, même si nous pensons que les acquisitions complémentaires et opportunistes restent sur la table, car HDI devrait disposer encore d'environ \$90 millions après l'acquisition. Notre cours cible de CA\$57 correspond à 16 fois le BPA 2022e, et nous attribuons au titre la cote Rendement supérieur.

	Symb.	Cote du titre	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 7/8	Dernier exerc. déclaré	BPA dilué			C/B		BAIIA (M)			VE/BAIIA		Div. %	Dette nette/ BAIIA Ex2	12 mois Cours cible	Δ
							(A)	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	(A)	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2				
							Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2						
Alaris Equity Partners Income Trust	AD	RS	778.3	45.0	17.31	12/2020	0.51	1.78	1.81	9.7	9.6	85.6	121.8	131.9	9.5	8.8	7.2%	2.9	23.50	↑
Boyd Group Services Inc.	BYD	RS	4,874.2	21.5	227.00	12/2020	2.57	3.66	6.22	62.1	36.5	293.6	342.9	453.3	15.9	12.0	0.3%	1.5	260.00	
Doman Building Materials	CWX	RS	627.0	78.0	8.04	12/2020	0.78	2.14	0.94	3.8	8.6	143.1	338.4	216.9	3.6	5.3	6.0%	1.8	13.50	↑
Cascades	CAS	RS	1,611.6	103.4	15.58	12/2020	1.95	1.29	2.11	12.1	7.4	671.0	603.6	767.4	6.1	4.5	2.1%	2.2	20.50	↑
Dexterra Group Inc.	DXT	RS	431.7	64.9	6.65	12/2020	1.24	0.25	0.51	26.8	13.0	31.9	64.6	83.5	7.9	5.6	4.5%	0.0	8.50	
GDI Integrated Facility Services	GDI	RS	1,257.5	22.8	55.20	12/2020	2.11	2.19	2.15	25.2	25.7	104.9	133.6	129.2	10.5	10.3	0.0%	1.2	65.00	
Hardwoods Distribution	HDI	RS	768.5	21.5	35.81	12/2020	1.53	2.65	2.93	13.5	12.2	72.7	119.5	150.6	9.7	7.3	1.1%	1.3	57.00	↑
Intertape Polymer Group Inc.	ITP	RS	1,696.7	60.4	28.11	12/2020	1.51	1.80	2.04	15.6	13.8	210.6	239.3	257.4	7.6	6.8	2.8%	2.0	38.50	
KP Tissue	KPT	RM	98.5	9.6	10.29	12/2020	0.53	0.31	0.77	33.7	13.3	197.8	166.5	225.8	7.6	7.3	7.0%	4.1	11.00	
Park Lawn Corporation	PLC	RS	982.3	30.1	32.61	12/2020	1.16	1.35	1.55	24.2	21.0	79.9	91.7	96.6	12.7	10.9	1.4%	2.0	43.00	
Richelieu Hardware	RCH	RM	2,296.5	56.3	40.79	11/2020	1.50	2.07	1.98	19.7	20.6	154.5	197.6	189.5	10.9	10.9	0.7%	-0.1	44.50	↑
Savaria Corporation	SIS	RS	1,079.9	54.9	19.66	12/2020	0.52	0.74	1.03	26.5	19.0	59.8	106.4	133.1	13.5	11.6	2.4%	5.1	20.50	
Uni-Sélect	UNS	RS	602.3	42.4	14.21	12/2020	(0.18)	0.61	1.00	23.2	14.3	88.8	124.6	141.5	7.6	6.5	0.0%	2.7	17.00	

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

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

Source: Rapports des sociétés, FBN, Refinitiv



Richard Tse
Analyste
416 869-6690

Adjoints :
James Burns : 416 869-8808
Mihir Raul : 416 869-8049
John Shao : 416 869-7938

Sélections

- › Docebo
- › Kinaxis
- › Lightspeed
- › Nuvei
- › Real Matters
- › Farmers Edge
- › Shopify
- › TELUS International
- › Thinkific

De retour en forme

Depuis le début de l'année, l'indice S&P de la technologie est en hausse de 15.4%, comparativement à 16.5% pour l'indice S&P 500. Au Canada, l'indice TSX de la technologie a monté de 26.7%, contre 18.1% pour l'indice TSX. Cette supériorité au Canada est attribuable à certains de nos titres de croissance favorisés – Shopify, Lightspeed et Nuvei, tous proches de records absolus. Cependant, nous pensons que la quête constante d'innovation et l'accélération de la transformation numérique continueront d'offrir au groupe dans son ensemble un potentiel de croissance démesuré à l'avenir, ce qui nous pousse à rester optimistes pour le secteur – en particulier à plus long terme. Selon nous, les résultats du T2 (qui pourront être comparés à ceux d'un trimestre complet en temps de pandémie au T2 2020) pourraient être moins bons pour certains titres qui ont enregistré des performances exceptionnelles en tirant parti des confinements de l'année dernière. Nous nous attendons aussi à ce que le taux de change influe sur les résultats du T2, négativement ou positivement, en fonction de la devise dans laquelle chaque société déclare ses résultats et de la répartition du chiffre d'affaires de chacune. Comme beaucoup des titres que nous suivons sont proches de leurs records historiques, nous conseillons d'agir avec prudence avant d'étoffer des positions à court terme à l'approche de la saison de publication des résultats. En même temps, nous continuons de croire que les titres traditionnels tels qu'OpenText et CGI restent fondamentalement sous-évalués vu leurs caractéristiques fondamentales sous-jacentes solides telles que des flux de trésorerie disponibles considérables. En ce qui concerne la sélection des titres, nous continuerions d'accumuler de façon opportuniste des actions de titres de croissance tels que Docebo, Farmers Edge, Kinaxis, Lightspeed, Nuvei, Real Matters, Shopify, TELUS International et Thinkific, de compléter avec des titres qui font référence comme CGI et OpenText et de sélectionner des titres dans le créneau des situations spéciales comme Altus. Voici ci-dessous une mise à jour sur certains de nos titres auxquels nous attribuons la cote Rendement supérieur :

Farmers Edge est un fournisseur de plateformes de données et d'analytique pour le secteur agricole. La plateforme phare de la société, FarmCommand, offre des services d'abonnements modulables qui vont de la surveillance des sols à la planification des

cultures. La société a plus de 3,000 clients sur 23 millions d'acres sous abonnement. Farmers Edge dégage des revenus en facturant ses services d'abonnement, avec des durées moyennes de contrats de trois à cinq ans. Nous avons vu que d'autres secteurs profitent de plus en plus du recoupement des informations fournies par les données, et nous pensons que le secteur agricole pourrait lui aussi bénéficier de cette modulabilité. La différence est que les taux d'adoption, d'après notre examen, donnent très tôt à penser que le potentiel de croissance est important. Selon nous, Farmers Edge est un précurseur avec une offre parmi les plus exhaustives du marché, et qui se démarque en outre par son indépendance.

Lightspeed continue de capter des parts de marché en utilisant une stratégie de croissance endogène et par acquisitions, ce qui fortifie sa position croissante de chef de file dans ses segments cibles. Autre élément impressionnant, la résilience de la société et sa capacité d'évoluer pendant la crise sanitaire. Pour l'avenir, alors que la pandémie s'estompe, nous pensons qu'une normalisation de la situation amplifiera grandement ses capacités à prospérer, une opinion corroborée par la vigueur de la société, qui s'est placée en tête sur des marchés en phase de réouverture tels que l'Australie. Lightspeed se trouve dans une phase de réorientation stratégique, la société cherchant à sa défaire de sa réputation de fournisseur de points de vente seulement pour devenir une plateforme de commerce holistique. Les récentes acquisitions d'Ecwid et de NuOrder, destinées à élargir l'offre de produits, et une proposition de changement de dénomination – pour « Lightspeed Commerce » – donnent à croire que la société progresse dans cette nouvelle orientation.

Kinaxis pourrait profiter grandement des changements de fond qui s'opèrent dans les solutions des chaînes d'approvisionnement. Que cela soit évident ou non, la gestion des chaînes d'approvisionnement est une technologie et un processus cruciaux dans le contexte actuel, et nous avons entendu dire que les occasions d'affaires se multipliaient, ce qui n'a rien d'étonnant vu les difficultés auxquelles se heurtent les chaînes d'approvisionnement, en particulier dans les grandes entreprises. La complexité de la technologie de la société a entraîné des retards dans les conversions en produits de ses projets. Mais ceux-ci n'ont fait que

s'accumuler. Nous pensons que ces retards sont mal interprétés par le marché et qu'ils devraient être considérés comme une occasion d'investir dans le titre.

Shopify reste selon nous la principale plateforme technologique pour le commerce électronique. Pour les investisseurs, nous entrevoyons de nombreuses perspectives de croissance, à savoir : 1) expansion internationale, 2) l'augmentation du taux d'adoption de nouveaux services; 3) accomplissement; et 4) croissance de la taille de l'entreprise, sans compter ce que nous croyons être une mutation accélérée du secteur vers le commerce en ligne. Ce sont ces moteurs qui offrent le potentiel d'une augmentation significative du chiffre d'affaires à l'avenir et, compte tenu de l'exécution jusqu'à présent, nous pensons qu'il est raisonnable de tenir compte de ces facteurs potentiels dans le prix du titre étant donné l'historique d'exécution.

	Symb.	Cote du titre	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 7/8	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B		BAIIA (M)			VE/BAIIA		Valeur compt.	Ratio d'endet.	Cours cible	
							(A) Dern. Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	(A) Dern. Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2			12 mois	Δ
Absolute Software Corp.	ABST	RM	913	52.1	17.53	2020	0.24u	0.22u	0.24u	NMF	NMF	27.4u	28.7u	29.4u	21.9	21.3	(0.8u)	0%	20.00	
Altus Group Limited	AIF	RS	2,475	40.6	60.98	2020	1.46	1.82	1.91	33.5	31.9	88.1	98.7	101.9	25.7	24.9	9.5u	28%	70.00	
Blackline Safety Corp.*	BLN	RS	424	52.2	8.13	2020	(0.14)	(0.19)	(0.10)	NMF	NMF	5.5	5.3	10.2	70.5	36.4	0.0u	0%	12.00	
CGI Inc.	GIB.A	RS	27,653	261.8	105.63	2020	4.68	5.40	5.80	19.6	18.2	2426.3	2732.7	2883.4	10.8	10.2	27.7	33%	120.00	
Constellation Software Inc.	CSU	RM	38,018	21.2	1,794.00	2020	27.84u	36.08u	44.00u	40.9	33.5	933.0u	1,194.7u	1,303.4u	26.3	24.1	42.6u	43%	1900.00	
Docebo Inc.	DCBO	RS	1,740	32.2	54.04	2019	(0.35u)	(0.06u)	0.02u	NMF	NMF	(5.7u)	(2.5u)	(0.8u)	NMF	NMF	1.4u	0%	70.00u	
EXFO Inc.	EXFO	AO	241u	54.6	4.41u	2020	0.01u	0.28u	0.38u	16.0	11.5	18.2u	29.8u	30.9u	8.2	7.9	3.2u	10%	6.75u	
Farmers Edge Inc.	FDGE	RS	746u	41.8	17.85u	2020	(2.02u)	(0.50u)	0.36u	NMF	49.2	(45.9u)	(9.2u)	26.9u	NMF	22.8	(7.0u)	0%	20.00	
Kinaxis Inc.	KXS	RS	4,394	28.1	156.16	2019	1.11u	0.59u	1.41u	NMF	NMF	53.7u	32.2u	62.0u	105.7	54.9	9.9u	0%	225.00	
Lightspeed POS	LSPD	RS	7,721u	119.9	64.40u	2020	(0.48u)	(0.51u)	(0.52u)	NMF	NMF	(21.7u)	(29.9u)	(48.7u)	NMF	NMF	5.4u	4%	90.00u	
mdf commerce inc.	MDF	RM	261	22.7	11.48	2020	(0.03)	(0.20)	(0.09)	NMF	NMF	8.5	6.3	6.9	35.4	32.4	4.7u	11%	13.50	
Nuvei Corporation	NVEI	RS	10,266	131.5	78.09	2019	(0.32u)	(0.04u)	0.89u	NMF	NMF	87.2u	157.8u	172.1u	53.6	49.1	8.8u	9%	120.00	
Open Text Corporation	OTEX	RS	13,179u	272.8	48.30u	2020	2.89u	3.29u	3.41u	14.7	14.2	1,148.2u	1,231.8u	1,335.6u	12.6	11.6	14.9u	51%	60.00u	
Pivotree Inc.*	PVT	RS	211	26.6	7.95	2019	(0.03)	(0.02)	0.07	NMF	NMF	5.4	5.6	7.1	39.6	31.4	0.5	58%	13.00	
Real Matters Inc.	REAL	RS	1,282	88.5	14.49	2020	0.56u	0.81u	1.05u	14.7	11.3	72.2u	90.5u	116.9u	10.2	7.9	2.4u	0%	35.00	
Shopify Inc.	SHOP	RS	144,320u	124.9	1,155.41u	2020	0.30u	3.48u	4.68u	NMF	NMF	71.3u	364.2u	578.0u	NMF	NMF	49.5u	11%	1,650.00u	
Tecsys Inc*	TCS	RS	618	14.9	41.61	2020	0.18	0.46	0.58	NMF	NMF	10.3	16.0	17.2	38.5	35.8	4.45	4%	55.00	
Telus International	TIXT	RS	7,990	259.0	30.85	2020	0.71	0.95	1.26	NMF	NMF	391.2	533.3	642.3	17.0	14.1	6.34	10%	40.00u	
Thinkific Labs Inc.	THNC	RS	1,229	83.4	17.90	2020	(0.01)	(0.20)	(0.28)	NMF	NMF	(0.4)	(16.0)	(23.2)	NMF	NMF	1.69	0%	20.00	

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

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

u = dollars US

Technologies propres et développement durable



Rupert Merer, P. ENG, CFA

Analyste
416 869-8008

—
Adjoints :

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

Sélections

- › *Innervex Renewable Energy Inc.*
- › *Northland Power Inc.*
- › *Boralex*

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 récente d'investissements verts. Il sera difficile de reproduire les performances des cinq dernières années, mais il existe encore de nombreuses occasions de croissance pour les sociétés du secteur. Les craintes liées à l'inflation se répercutent directement sur les valorisations dernièrement, et ont nui à certains des titres que nous couvrons, mais nous pensons que la baisse récente des rendements obligataires devrait leur profiter. En outre, le secteur de l'énergie renouvelable devrait connaître un intérêt accru au deuxième semestre de l'année, le but étant d'en accélérer la production et de poursuivre l'objectif de la carboneutralité, grâce notamment à la conférence COP26 des Nations Unies qui se tiendra en novembre. Nos titres favoris sont BLX, NPI, et INE.

Northland Power Inc. *(NPI : TSX; Rendement supérieur; cours cible de \$50.00) :*

Northland Power, 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 opérationnelle de 2,266 MW (nets), mais ce chiffre pourrait changer rapidement, car la société a récemment mobilisé des capitaux par une émission d'actions pour \$990 millions (représentant 22.5 millions d'actions à \$44), en partie pour financer sa croissance endogène, mais aussi pour financer l'acquisition d'un portefeuille d'actifs éoliens sur terre et d'actifs solaires représentant 540 MW (nets) en Espagne (l'acquisition devrait être close au T3 2021). NPI continue de se concentrer principalement sur le marché éolien au large des côtes, qui présente des projets de grande envergure et un potentiel de rendement élevé. NPI compte utiliser \$470 millions du produit de l'opération pour le développement de projets de 4 GW à 5 GW au cours des dix prochaines années, principalement des projets éoliens au large des côtes de Taïwan (1.8 GW de projets qui pourraient faire l'objet de demandes de soumission l'année prochaine), du Japon, de Corée du Sud, de Pologne et

d'Allemagne. Avec sa plateforme de projets éoliens en mer, NPI attire de grands partenaires tels que PKN Orlen en Pologne et Tokyo Gas au Japon, ce qui pourrait faire monter les rendements. Le premier de ses projets de croissance qui sera construit devrait être le projet Hai Long à Taïwan de 1,044 MW (décision d'investissement finale attendue en 2022), suivi probablement par le projet Baltic en Pologne de 1,200 MW (décision finale d'investissement et mise en service attendues en 2023 et 2026). Pour 2021, NPI table sur un BAIIA ajusté de \$1.1 milliard à \$1.2 milliard (et des FTD de l'ordre de \$1.30 à \$1.50 par action). Notre cours cible, qui comprend \$10 par action au titre de la plus-value, est fondé sur des FTA à long terme établis par l'application d'un coût des capitaux propres de 4.75% sur les flux de trésorerie d'exploitation.

Boralex Inc. *(BLX : TSX; Rendement supérieur; cours cible de \$50.00) :*

BLX est un producteur d'énergie renouvelable qui possède des actifs éoliens, solaires et hydroélectriques aux États-Unis, en France et au Canada. Elle a une capacité de production d'environ 2,455 MW essentiellement en vertu de contrats à long terme d'une durée résiduelle moyenne de près de 13 ans. En juin, BLX a présenté une mise à jour de son programme stratégique ainsi qu'une feuille de route jusqu'en 2030. Le nouveau programme est centré sur la croissance, la diversification, la clientèle et l'optimisation des actifs, ainsi que la poursuite de l'intégration de la stratégie ESG. BLX a annoncé des objectifs de croissance ambitieux pour investir \$6 milliards d'ici 2025E et porter ses capacités à 4.4 GW (comparativement à 2.2GW en 2020), suivis d'autres investissements pour atteindre 10 GW à 12 GW d'ici 2030E. La croissance pourrait être assurée en grande partie par les États-Unis et les nouveaux marchés en Europe, et se concentrerait largement sur les projets d'énergie solaire et de stockage en batterie. Avec tout cela, nous pensons que BLX pourrait jouir de la meilleure visibilité sur sa croissance parmi les sociétés comparables. 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. En 2021, BLX a acquis des participations de contrôle dans sept centrales solaires aux États-Unis

Technologies propres et développement durable

(durée moyenne pondérée des CAÉ de 21.5 ans) et a signé un contrat d'achat d'électricité pour son parc éolien Apuiat de 200 MW au Québec. La société devrait observer une intensification des activités d'appels d'offres au Québec et dans l'État de New York, et nous pensons que ces évolutions pourraient constituer une plateforme pour la croissance endogène future, et permettre à BLX de réaliser des gains de synergie d'exploitation. BLX offre un point d'entrée intéressant, la société cherchant à assurer sa prochaine phase de croissance. Notre cours cible, qui comprend \$7 par action de croissance au titre de la plus-value, est fondé sur des FTA à long terme établis par l'application d'un coût des capitaux propres de 4.5% sur les flux de trésorerie d'exploitation.

Innergex énergie renouvelable inc. (INE : TSX; Rendement supérieur; cours cible de \$26.00) :

INE compte parmi les plus importants PÉI d'énergie renouvelable du Canada, avec une capacité de production de 2,747 MW (nets). Sa capacité de production est diversifiée sur différentes plateformes (hydroélectricité environ 29%, éolien environ 58% et

solaire environ 13%) et régions (Canada environ 53%, États-Unis environ 33%, France environ 8%, Chili environ 6%). Certains des derniers projets mis en valeur par INE ont commencé à porter fruit, notamment le parc éolien Yonne II de 6.9 MW en France, entré pleinement en service au T1 2021, et le projet solaire Hillcrest de 200 MW dans l'Ohio, entré en service au mois de mai. Le projet Griffin Trail de 226 MW d'INE au Texas devrait entrer en exploitation d'ici la mi-juillet, et sa centrale hydroélectrique au fil de l'eau Innavig de 7.5 MW au Québec pourrait être mise en service d'ici la fin de 2022. Au début de juillet, INE a annoncé l'acquisition de la participation résiduelle de 50% dans sa coentreprise chilienne, Energía Llama SpA, qui devrait faire augmenter sa capacité installée nette de 84 MW environ. Du côté de la mise en valeur, INE fait progresser quatre projets d'énergie solaire et de stockage en batterie à Hawaï, qui devraient atteindre le stade de la construction plus tard cette année. Les résultats du T1 ont pâti des tempêtes au Texas, mais INE s'est remise de ces événements et des \$81 millions que ses contrats de couverture lui ont coûté. La situation au Texas pourrait bien étirer le ratio de distribution cette année, mais INE jouit d'une visibilité

sur sa croissance à court terme et, avec la croissance liée à ses récentes activités de fusion-acquisition, la société compte sur une expansion d'environ 12% de son BAIIA normalisé en 2021. Notre cours cible, qui comprend \$3 par action au titre de la plus-value, est fondé sur des FTA à long terme établis par l'application d'un taux d'actualisation de 5.25% sur les actifs en exploitation.

	Symb.	Cote du titre	Cote du titre Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 07/08	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B		Ventes par action			C/V	Valeur compt.	Ratio d'endet.	Cours cible		
								(A) Dern. Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	(A) Dern. Ex.	est. Ex1	est. Ex2				Ex1	Ex2	12 mois
Technologie énergétique																					
5N Plus	VNP	RS		226.7	82	2.77	12/2020	0.06u	0.12u	0.17u	19.1	12.7	2.14u	2.58u	2.91u	0.9	0.8	1.34u	0.20	5.25	
Algonquin Power	AQN	RS		9124.7u	613	14.89u	12/2020	0.65u	0.73u	0.76u	20.5	19.6	2.98u	3.43u	3.54u	4.3	4.2	9.72u	0.52	17.00u	
Altius Renewable Royalties Corp	ARR	RM		258.7	28	9.10	12/2020	(0.49)u	(0.15)u	(0.07)u	nmf	nmf	0.08u	0.01u	0.01u	nmf	nmf	5.18u	0.00	12.00	
Ballard Power Systems	BLDP	RS		4962.0u	297	16.68u	12/2020	(0.20)u	(0.18)u	(0.08)u	nmf	nmf	0.42u	0.34u	0.55u	49.5	30.4	4.74u	0.01	27.00u	↓
Boralex	BLX	RS		3987.8	103	38.54	12/2020	0.56	0.63	0.75	61.5	51.2	6.44	7.08	7.26	5.4	5.3	12.47	0.65	50.00	
Brookfield Infrastructure	BIP	RS		25775.8u	465	55.42u	12/2020	1.34u	1.51u	1.20u	36.8	46.2	8.81u	10.41u	10.49u	5.3	5.3	47.20u	0.69	60.00u	
Brookfield Renewable	BEP	RM		24418.3u	642	38.06u	12/2020	0.00u	0.00u	0.00u	na	na	3.36u	3.95u	4.06u	9.6	9.4	24.27u	0.35	42.00u	
DIRTT Environmental Solutions	DRT	RM		354.0u	85	4.18u	12/2020	(0.13)u	(0.28)u	(0.07)u	nmf	nmf	2.03u	1.89u	2.38u	2.2	1.8	1.25u	0.18	3.50u	
GFL Environmental Inc.	GFL	RS		15989.1	401	39.85	12/2020	(2.76)	(1.02)	(0.38)	nmf	nmf	11.64	12.44	13.65	3.2	2.9	16.50	0.53	44.00	
Innergex	INE	RS		3962.2	176	22.51	12/2020	(0.23)	(0.79)	0.53	nmf	42.3	3.60	4.13	3.95	5.5	5.7	4.91	0.86	26.00	
The Lion Electric Company	LEV	RS		2002.1u	112	17.94u	12/2020	(3.64)u	(0.20)u	0.08u	nmf	nmf	0.77u	0.61u	2.47u	29.5	7.3	(1.01)u	0.53	20.00u	
Loop Energy Inc	LPEN	RS		236.3	36	6.51	12/2020	(0.50)	(0.67)	(0.64)	nmf	nmf	0.03	0.05	0.39	nmf	16.9	2.59	0.01	15.00	
NanoXplore	GRA	RS		129.7	158	4.35	06/2020	(0.10)	(0.07)	(0.07)	nmf	nmf	0.55	0.46	0.44	9.4	9.9	0.69	0.19	5.00	
Northland Power	NPI	RS		9392.2	219	42.96	12/2020	1.79	1.19	1.41	36.1	30.4	10.31	9.66	9.82	4.4	4.4	13.92	0.66	50.00	
TransAlta Renewables	RNW	RM		5788.6	267	21.68	12/2020	0.35	0.66	0.66	32.9	32.8	1.64	1.76	1.82	12.3	11.9	7.84	0.19	20.00	
Xébec Adsorption	XBC	RM		661.6	152	4.34	12/2020	(0.33)	0.04	0.06	nmf	nmf	0.59	0.72	1.15	6.0	3.8	2.13	0.14	5.00	

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

- › Cogeco
- › Québecor
- › Transcontinental

Cogeco Communications Inc.**Avec l'acquisition d'actifs de câblodistribution de WOW, CCA étend sa présence aux États-Unis au-delà de la cote Est :**

Le 30 juin 2021, CCA a annoncé que sa division américaine, Atlantic Broadband (ABB), avait fait l'acquisition du réseau à large bande de l'Ohio de WideOpenWest (WOW) qui rejoint 688K foyers et entreprises à Cleveland et Columbus et offre à 196K, 61K et 35K clients des services d'Internet, de télévision et de téléphonie, respectivement. La transaction devrait être close au cours du T1 2022 de CCA. Le nombre de foyers desservis par ABB augmentera de 74%, à 1,618K, le nombre d'unités de services primaires, de 30%, à 1,265K, et la base clientèle de services Internet, de 38%, à 707K. Les actifs en Ohio ont enregistré un chiffre d'affaires de US\$244 millions au cours des douze derniers mois et un BAIIA de US\$103 millions (marge de 42.2%) après ajustement pour tenir compte de la base de coûts d'ABB et des US\$2 millions attendus en gains de synergie (ratios de 4.6 fois le chiffre d'affaires et 10.9 fois le BAIIA). Le profil de BAIIA reflète une entente de services de transition de 12 à 18 mois avec WOW. Le ratio de BAIIA chute à 9.6 après prise en compte des gains de synergie et des avantages fiscaux d'une valeur actuelle de US\$140 millions (ce qui devrait couvrir les impôts jusqu'en 2035, ABB ne payant pas des impôts très élevés avant 2026). Les actifs en Ohio ont dégagé récemment une intensité en capital de 20%, qui montera à 35%-40% du fait que US\$82 millions seront dépensés par ABB pour séparer le réseau de WOW, le connecter à ABB et le mettre à niveau (des dépenses à prévoir en 2022 et 2024, mais en grande partie en 2023). L'acquisition est financée pour US\$900 millions par la dette d'ABB et par la trésorerie disponible. Le ratio d'endettement pro forma 2021E passe de 2.4 à 3.1 (avec une marge encore pour des acquisitions complémentaires et des rachats d'actions), celui d'ABB passant de 3.6 à 5.0. Nous nous attendons à ce que la croissance du BAIIA d'environ 5% des actifs dans l'Ohio baisse d'abord à 1% ou 2% environ avant de remonter aux niveaux d'ABB. Les actifs en Ohio avaient une approche « large bande seulement », alors qu'ABB applique une nouvelle stratégie à « large bande d'abord ». Le réseau de l'Ohio a fait passer 100% des foyers

à la technologie DOCSIS 3.1, avec 1 Gb/s offert sur les territoires couverts, où il faut soutenir la concurrence du câblodistributeur Charter et de l'opérateur de téléphonie AT&T. ABB cherchera à améliorer les taux de pénétration des actifs acquis, actuellement de 29% pour le service Internet, 9% pour la télévision et 5% pour la téléphonie, à mesure que le réseau est mis à niveau, que les solutions Internet et IPTV sont améliorées et que les récentes infrastructures construites par WOW à Cleveland en marge de son réseau existant sont exploitées. CCA publiera ses résultats du T3 2021 et ses prévisions préliminaires pour 2022 après la clôture des marchés le 14 juillet 2021. Nous maintenons notre cote Rendement supérieur et avons récemment relevé notre cours cible, basé sur nos estimations des FTA pour 2022 et de la VAN pour 2023, à \$143; celui-ci correspond à un ratio VE/BAIIA de 7.6, 7.3 et 7.0 d'après nos estimations pour 2021, 2022 et 2023.

Symb.	Cote du titre	Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 7/8	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B		BAIIA (M\$)			VL/BAIIA		Valeur compt.	Ratio d'endet.	Cours cide 12 mois	Δ
							(A)	est.	est.	Ex1	Ex2	(A)	est.	est.	Ex1	Ex2				
							Dernier Ex	Ex1	Ex2			Dernier Ex	Ex1	Ex2						
Radiodiffusion et divertissement																				
Cineplex Inc.	CGX	RS	958	63.3	15.12	12/2020	(9.85)	(1.74)	0.82	-8.7	18.4	-182.8	8.0	185.3	222.9	8.7	-1.03	1.10	17.00	
Corus Entertainment Inc.	CJR.b	RS	1,231	208.4	5.91	08/2020	0.75	0.88	0.86	6.7	6.9	505.8	518.7	520.0	5.5	5.1	5.06	0.58	8.00	
WildBrain Ltd.	WILD	RM	454	171.8	2.64	06/2020	(0.64)	(0.13)	0.08	NM	NM	81.8	81.4	90.3	11.3	9.8	0.35	0.87	3.00	
Spin Master	TOY	RS	4,769	102.3	46.62	12/2020	0.51	1.60	1.80	23.2	20.6	180.6	321.8	341.9	10.8	9.6	8.34	-0.44	53.00	
Stingray Digital	RAY.a	RS	595	72.1	8.25	03/2021	0.85	0.91	1.05	9.0	7.9	114.3	120.7	129.4	7.6	6.7	3.81	0.60	9.00	
TVA Group Inc.	TVA.b	RM	136	43.2	3.14	12/2020	0.86	0.49	0.64	6.4	4.9	85.3	62.2	69.4	2.6	1.9	7.61	0.10	3.25	
Impression et édition																				
Thomson Reuters	TRI	RS	62,240	495.9	125.51	12/2020	1.85	2.15	2.69	46.5	37.2	1975.0	2011.9	2281.9	25.2	22.0	29.88	0.09	128.00	
Transcontinental Inc.	TCL.a	RS	2,014	87.0	23.14	10/2020	2.61	2.53	2.60	9.2	8.9	499.4	470.2	471.3	5.9	5.6	19.87	0.33	28.00	↑
Publicité et marketing																				
Yellow Pages	Y	RM	406	28.0	14.52	12/2020	2.28	2.23	2.24	6.5	6.5	129.4	113.1	102.3	3.0	2.9	NM	-0.18	13.50	
Télécommunications																				
BCE Inc.	BCE	RS	56,076	904.6	61.99	12/2020	3.02	3.18	3.45	19.5	18.0	9607.0	10011.8	10417.4	8.5	8.2	19.92	0.40	64.00	
Cogeco Communications Inc.	CCA	RS	5,659	47.6	118.85	08/2020	7.41	8.61	10.68	13.8	11.1	1148.7	1223.0	1395.7	6.7	6.5	57.18	0.52	143.00	↑
Quebecor Inc.	QBR.b	RS	8,227	246.7	33.35	12/2020	2.33	2.50	2.63	13.3	12.7	1952.6	1996.0	2057.4	6.7	6.3	4.88	0.92	40.00	
Rogers Communications Inc.	RCI.b	RS	33,764	504.9	66.87	12/2020	3.40	3.87	4.67	17.3	14.3	5857.0	6128.3	9095.7	8.2	7.6	19.94	0.48	75.00	
Shaw Communications	SJR.b	RS	18,012	501.3	35.93	08/2020	1.32	1.47	1.59	24.4	22.5	2391.0	2514.7	2564.1	9.5	9.0	11.86	0.50	40.50	
Telus Corp.	T	RS	37,462	1349.0	27.77	12/2020	0.95	0.98	1.04	28.5	26.8	5494.0	5944.9	6392.0	9.4	8.7	11.46	0.56	28.00	

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

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

Source: Bloomberg, Refinitiv et Estimations FBN

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

- › TFI International
- › NFI Group
- › CAE

Mise à jour sur le marché de l'aéronautique – situation du secteur pour CAE, HRX, BBD.B et CHR

Nous avons récemment mis à jour nos prévisions sur le rythme de la reprise pour le secteur de l'aéronautique et ce que cela implique pour les sociétés du secteur que nous couvrons : **Bombardier (Rendement moyen, cours cible de \$1.00)**, **CAE (Rendement supérieur, cours cible de \$43.00)** et **Héroux-Devtek (Rendement supérieur, cours cible de \$22.00)**, ainsi que **Chorus Aviation (Rendement moyen, cours cible de \$4.85)**, qui est exposée à la dynamique de par ses activités de location d'appareils pour des liaisons régionales :

› **Un rebond du trafic aérien est bien en cours.**

Nous continuons de surveiller le taux d'utilisation des appareils et la fréquentation des passagers, indicateurs avancés des nouvelles commandes d'avions (pertinentes pour des fournisseurs du secteur tels que Héroux-Devtek) et de la demande de formation des pilotes, donnée importante pour CAE (s'il y a plus d'avions qui volent, il faut plus de pilotes actifs, et la demande de formation des pilotes augmente). Une augmentation du taux d'utilisation des avions est aussi un indicateur avancé d'un rebond de la demande de location d'avions, information importante pour Chorus Aviation. La moyenne mobile sur sept jours des vols commerciaux actifs dans le monde à la fin du mois de juin restait en baisse de 29% par rapport à 2019, mais la tendance est de plus en plus positive. La fréquentation des passagers aériens dans le monde reste très faible, mais, sur les marchés où la pandémie perd du terrain, le trafic reprend rapidement. En effet, aux États-Unis, le nombre de passagers n'est en baisse que d'environ 25% a/a malgré le fait que les voyages internationaux et pour affaires restent en forte baisse. Une reprise du trafic aérien mondial prendra du temps, mais certaines prévisions entrevoient un rebond complet dès 2023.

› **Un certain optimisme pour les taux de production de grands avions commerciaux.** Les taux de production de nouveaux avions sont un facteur clé de la demande de trains d'atterrissage pour Héroux-Devtek et de nouveaux simulateurs pour CAE. Il semble probable que nous ayons dépassé le creux des livraisons de grands avions commerciaux; en effet, la direction d'Airbus a récemment indiqué que la société prévoyait

d'augmenter ses taux de production d'avions à fuselage étroit avant la fin de l'année, avec une intensification du rythme de production probable en 2023 et au-delà.

› **L'activité d'aviation d'affaires poursuit sa solide reprise.**

L'activité d'aviation d'affaires poursuit son solide rebond, avec une hausse des vols d'aviation d'affaires de 3.1% aux États-Unis en avril par rapport à avril 2019. CAE tire environ 50% des revenus de son segment Aviation civile des activités d'aviation d'affaires et la direction a récemment indiqué que les activités des centres de formation au pilotage d'avions d'affaires aux États-Unis étaient remontées aux niveaux d'avant la pandémie. La rapide reprise du secteur de l'aviation et aussi une bonne nouvelle pour Bombardier, pour qui le trafic aérien est habituellement un indicateur avancé des nouvelles commandes d'avions. En effet, Bombardier a récemment observé une reprise des nouvelles commandes d'avions d'affaires, avec un ratio commandes/facturation supérieur à 1.0 au T1 et une entrée des nouvelles commandes qui se poursuit au T2.

	Symb.	Cote du titre	Actions		Cap. bours.	Dernier exercice déclaré	BPA			C/B		FTDPAD				Ratio d'endet.	Cours cible		
			e.c. (M)	Cours 7-8			(A)	est.	est.	Ex1	Ex2	(A)	est.	est.	C/FT		12 mois	Δ	
															Ex1				Ex2
Air Canada	AC	RM	335	25.67	8,599	12/2020	-16.47	-11.24	-0.89	NA	NA	(10.84)	(8.93)	2.39	NA	10.7x	93%	29.00	
Bombardier Inc.	BBD.b	RM	2424	1.36	3,296	12/2020	-u0.47	-u0.22	-u0.06	NA	NA	-u1.32	-u0.49	u0.06	NA	16.7x	na	1.00	
BRP Inc.	DOO	RS	88	97.61	8,551	01/2021	5.35	8.06	8.38	12.1x	11.7x	6.77	3.98	7.02	24.5x	13.9x	120%	125.00	
CAE Inc.	CAE	RS	293	38.68	11,347	03/2021	0.47	0.96	1.45	40.4x	26.7x	0.81	0.73	1.40	53.0x	27.7x	31%	43.00	
Canadian National Rail	CNR	RM	713	132.07	94,139	12/2020	5.31	5.92	6.67	22.3x	19.8x	4.63	4.50	5.48	29.3x	24.1x	39%	140.00	
Canadian Pacific Rail	CP	RM	670	91.27	61,105	12/2020	3.53	4.04	4.47	22.6x	20.4x	1.66	3.02	3.41	30.2x	26.7x	54%	98.00	
Cargojet Inc.	CJT	RS	17	178.26	3,041	12/2020	-5.63	5.21	6.22	34.2x	28.6x	9.41	1.95	4.91	91.6x	36.3x	27%	226.00	
Chorus Aviation Inc.	CHR	RM	178	4.68	831	12/2020	0.40	0.31	0.44	15.1x	10.6x	(1.50)	0.63	1.41	7.5x	3.3x	77%	4.85	
Exchange Income Corporation	EIF	RS	39	39.95	1,551	12/2020	1.31	1.46	2.43	27.4x	16.4x	3.42	1.44	2.03	27.8x	19.6x	63%	44.00	
Héroux-Devtek Inc.	HRX	RS	37	17.89	653	03/2021	0.80	0.76	0.98	23.5x	18.2x	0.88	1.86	1.14	9.6x	15.7x	28%	22.00	
NFI Group Inc.	NFI	RS	71	27.89	1,979	12/2020	-u0.75	u0.47	u1.55	47.5x	14.4x	u0.69	u0.25	u2.06	87.7x	10.8x	58%	32.00	
Taiga Motors Corp.	TAIG	RS	31	8.40	259	12/2020	NA	-0.81	-1.08	NA	NA	NA	(2.33)	(2.22)	NA	NA	na	19.00	
Transat A.T. Inc.	TRZ	RI	38	6.06	229	10/2020	-9.41	-11.26	-5.33	NA	NA	(2.85)	(10.52)	(1.17)	NA	NA	NA	3.50	
TFI International Inc.	TFII	RS	93	113.81	10,628	12/2020	u3.30	u3.90	u5.56	23.3x	16.3x	u5.16	u4.85	u7.19	18.7x	12.6x	40%	129.00	

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	72	Cargojet Inc.	CJT	76	goeasy	GSY	64	NorthWest H.P. REIT	NWH.un	48	Tecsys Inc	TCS	70
ABC Technologies	ABCT	60	Cascades	CAS	68	Gold Standard Ventures Corp.	GSV	52	Nuvei Corporation	NVEI	70	Telus Corp.	T	74
Absolute Software Corp.	ABST	70	Cenovus Energy	CVE	55	Golden Star Resources	GSC	52	NuVista Energy	NVA	55	Telus International	TIXT	70
Advantage Oil & Gas	AAV	55	Centerra Gold Inc	CG	52	Goodfood Market	FOOD	43	O3 Mining Inc.	OIII	52	Tervita	TEV	58
Adventus Mining	ADZN	50	CES Energy Solutions Corp.	CES	55	Granite REIT	GRT.un	48	OceanaGold Corp	OGC	52	TFI International Inc.	TFII	76
Aecon Group	ARE	60	CGI Inc.	GIB.A	70	Great-West Lifeco	GWO	41	Open Text Corporation	OTEX	70	The Lion Electric Company	LEV	72
Ag Growth International Inc.	AFN	66	Chartwell Retirement Residences	CSH.un	48	H&R REIT	HR.un	48	Osisko Development	ODV	52	Theratechnologies	TH	62
Agnico-Eagle Mines Ltd	AEM	52	Chemtrade Logistics Income Fund	CHE.LUN	62	Hardwoods Distribution	HDI	68	Osisko Gold Royalties Ltd	OR	52	Thinkific Labs Inc.	THNC	70
Air Canada	AC	76	Choice Properties REIT	CHP.un	48	Headwater Exploration	HWX	55	Osisko Mining	OSK	52	Thomson Reuters	TRI	74
Akumim	AKU.u	62	Chorus Aviation Inc.	CHR	76	Héroux-Devtek Inc.	HRX	76	Ovintiv Inc (US\$)	OVV	55	Tidewater Midstream	TWM	58
Alamos Gold Inc	AGI	52	CIBC	CM	41	Home Capital Group	HCG	64	Pan American Silver	PAAS	52	Timbercreek Financial	TF	64
Alaris Equity Partners Income Trust	AD	68	Cineplex Inc.	CGX	74	Hudbay Minerals	HBM	50	Paramount Resources	POU	55	TMX Group	X	64
Algonquin Power	AGN	72	Cogeco Communications Inc.	CCA	74	Hydro One Ltd.	H	58	Parex Resources	PXT	55	Topaz Energy	TPZ	55
Alio Gold Inc.	ALO	52	Cominar REIT	CUF.un	48	iA Groupe Financier	IAG	41	Park Lawn Corporation	PLC	68	Toromont Industries Ltd.	TIH	60
Alithya Group Inc.	ALYA	70	Constellation Software Inc.	CSU	70	IAMGOLD Corp	IMG	52	Parkland Fuel Corporation	PKI	43	Tourmaline Oil	TOU	55
Allied Properties REIT	AP.un	48	Copper Mountain Mining	CMMC	50	IBI Group Inc.	IBG	60	Pason Systems Corp.	PSI	66	TransAlta	TA	58
AltaGas	ALA	58	Corus Entertainment Inc.	CJR.b	74	IGM Financial Inc.	IGM	64	Pembina Pipelines	PPL	58	TransAlta Renewables	RNW	72
AltaGas Canada Inc.	ACI	58	Couche Tard	ATD.b	43	Imperial Oil	IMO	55	Peyto Exploration & Development	PEY	55	Transat A.T. Inc.	TRZ	76
Altius Renewable Royalties Corp	ARR	72	Crescent Point Energy Corp.	CPG	55	IMV Inc.	IMV	62	Pipeline Energy	PIPE	55	Transcontinental Inc.	TCL.a	74
Altus Group Limited	AIF	70	Crew Energy	CR	55	Innervex	INE	72	Pivotree Inc.	PVT	70	Trevali Mining	TV	50
American Hotel Income Properties	HOT.un	48	Crombie REIT	CRR.un	48	Inovalis REIT	INO.un	48	Power Corporation of Canada	POW	64	Trican Well Services	TCW	55
Andlauer Healthcare Group	AND	62	CT REIT	CRT.un	48	Intact Financial Corp.	IFC	64	PrairieSky Royalty	PSK	55	Tricon Capital Group	TCN	48
ARC Resources Ltd.	ARX	55	Dexterra Group Inc.	DXT	68	Integra Resources Corp.	ITR	52	Precision Drilling Corp.	PD	55	Trilogy Metals	TMQ	50
Argonaut Gold Inc.	AR	52	Dialogue Health Technologies	CARE	62	Inter Pipeline	IPL	58	Premium Brands Holdings	PBH	43	Triple Flag Precious Metals Corp	TFPM	52
Artemis Gold Inc.	ARTG	52	DIRTT Environmental Solutions	DRT	72	InterRent REIT	IIP.un	48	Pretium Resources	PVG	52	Trisura Group Ltd.	TSU	64
Artis REIT	AX.un	48	Docebo Inc.	DCBO	70	Intertape Polymer Group Inc.	ITP	68	Pure Gold Mining Inc.	PGM	52	True North Commercial REIT	TNT.un	48
ATCO Ltd.	ACO	58	Dollarama	DOL	43	Invesque	IVGu	48	Quebecor Inc.	QBR.b	74	TVA Group Inc.	TVA.b	74
ATS Automation	ATA	60	Doman Building Materials	CWX	68	Jamieson Wellness	JWEL	62	Real Matters Inc.	REAL	70	Uni-Sélect	UNS	68
AuRico Metals Inc	AMI.TO	52	DREAM Industrial REIT	DIR.un	48	Josemaria Resources	JOSE	50	Richelieu Hardware	RCH	68	Veresen Inc.	VSN	58
AutoCanada	ACQ	60	DREAM Office REIT	Dun	48	K92 Mining Inc.	KNT	52	RioCan REIT	REI.un	48	Vermilion Energy Inc.	VET	55
Automotive Properties REIT	APR.un	48	Dundee Precious Metals	DPM	52	K-Bro Linen	KBL	62	Ritchie Bros. Auctioneers	RBA	60	Wesdome Corp.	WDO	52
Aya Gold and Silver	AYA	52	ECN Capital	ECN	64	Keit Exploration	KEL	55	Rogers Communications Inc.	RCL.b	74	Wheaton Precious Metals Corp	WPM	52
B2Gold	BTO	52	Eldorado Gold Corp	ELD	52	Keyera	KEY	58	Rogers Sugar	RSI	62	Whitecap Resources	WCP	55
Ballard Power Systems	BLDP	72	Element Fleet Management	EFN	64	Killam Apartment REIT	KMP.un	48	Roots Corporation	ROOT	43	WildBrain Ltd.	WILD	74
Banque Canadienne de l'Ouest	CWB	41	Emera Inc.	EMA	58	Kinaxis Inc.	KXS	70	Royal Gold Inc	RGLD	52	WPT Industrial REIT	WIR.U-T	48
Banque de Montréal	BMO	41	Empire Company	EMPa	43	Kinross Gold Corp	K	52	Sabina Gold and Silver Corp.	SBB	52	WSP Global	WSP	60
Banque Laurentienne	LB	41	Enbridge Inc.	ENB	58	Kirkland Lake Gold Corp	KL	52	Sandstorm Gold Ltd	SSL	52	Xebec Adsorption	XBC	72
Banque Nationale	NA	41	Enbridge Income Fund	ENF	58	Knight Therapeutics	GUD	62	Saputo	SAP	43	Yamana Gold Inc	YRI	52
Banque Royale du Canada	RY	41	Endeavour Mining	EDV	52	KP Tissue	KPT	68	Savaria Corporation	SIS	68	Yangarra Resources	YGR	55
Banque Scotia	BNS	41	Enerflex Ltd.	EFX	66	Lassonde	LAS.a	43	Secure Energy	SES	58	Yellow Pages	Y	74
Banque Toronto-Dominion	TD	41	Enerplus Corporation	ERF	55	Liberty Gold Corp	LGD	52	Shaw Communications	SJR.b	74			
Barrick Gold	ABX	52	Equinox Gold Corp	EQX	52	LifeWorks Inc.	LWRK	64	Shawcor Ltd.	SCL	66			
Barsele Minerals Corp.	BME	52	Equitable Group	EQB	64	Lightspeed POS	LSPD	70	Sherritt International	S	50			
Baytex Energy	BTE	55	ERES REIT	ERE.un	48	Lithium Americas	LAC	50	Shopify Inc.	SHOP	70			
BCE Inc.	BCE	74	Ero Copper	ERO	50	Loblaw	L	43	Sienna Senior Living	SIA	48			
Birchcliff Energy	BIR	55	Exchange Income Corporation	EIF	76	Loop Energy Inc	LPEN	72	Sigma Lithium	SGMA	50			
Bird Construction Inc.	BDT	60	EXFO Inc.	EXFO	70	Lundin Gold Inc.	LUG	52	SilverCrest Metals	SIL	52			
Blackline Safety Corp.	BLN	70	Extencicare	EXE	48	Lundin Mining	LUN	50	Slate Office REIT	SOT.un	48			
Bluestone Resources Inc.	BSR	52	Fairfax Financial Holdings	FFH	64	MAG Silver Corp	MAG	52	Sleep Country Canada	ZZZ	43			
Boardwalk REIT	BEI.un	48	Falco Resources Ltd.	FPC	52	Marathon Gold Corp.	MOZ	52	SmartCentres REIT	SRU.un	48			
Bombardier Inc.	BBD.b	76	Farmers Edge Inc.	FDGE	70	MAV Beauty Brands	MAV	43	SNC-Lavalin	SNC	60			
Boralex	BLX	72	Fiera Capital Corp.	FSZ	64	Maverix Metals Inc	MMX	52	Spartan Delta	SDE	55			
Boyd Group Services Inc.	BYD	68	Filo Mining	FIL	50	mdf commerce inc.	MDF	70	Spin Master	TOY	74			
Brookfield Business Partners	BBU	64	Financière Manuvie	MFC	41	Medical Facilities Corp.	DR	62	SSR Mining Inc	SSRM	52			
Brookfield Infrastructure	BIP	72	Financière Sun Life	SLF	41	MEG Energy	MEG	55	Stantec Inc.	STN	60			
Brookfield Renewable	BEP	58	Finning International Inc.	FTT	60	Metro	MRU	43	Stelco	STLC	60			
Brookfield Renewable	BEP	72	First Capital REIT	FCR	48	Minera Alamos Inc.	MAI	52	Stella-Jones	SJ	60			
BRP Inc.	DOO	76	First Majestic Silver Corp	FR	52	Minto Apartment REIT	MLun	48	Stingray Digital	RAY.a	74			
BSR REIT	HOM.un	48	First National Financial	FN	64	MTY Food Group	MTY	43	StorageVault Canada	SVI.V	48			
BTB REIT	BTB.un	48	First Quantum Minerals	FM	50	Mullen Group Ltd.	MTL	66	Storm Resources	SRX	55			
CAE Inc.	CAE	76	Flagship Communities REIT	MHCu	48	NanoXplore	GRA	72	Summit Industrial	SMU.un	48			
Canadian National Rail	CNR	76	Fortis Inc.	FTS	58	National Energy Services Reunited	NESR	55	Suncor Energy	SU	55			
Canadian Natural Resources	CNQ	55	Fortuna Silver Mines Inc	FVI	52	Nevada Copper	NCU	50	Superior Plus	SPB	58			
Canadian Pacific Rail	CP	76	Franco-Nevada Corp	FNV	52	New Gold Inc	NGD	52	Surge Energy	SGY	55			
Canadian Tire	CTC.a	43	Freehold Royalties	FRU	55	Newmont	NGT	52	Taiga Motors Corp.	TAIG	76			
Canadian Utilities	CU	58	GDI Integrated Facility Services	GDI	68	Nexa Resources	NEXA	50	Tamarack Valley Energy	TVE	55			
CAP REIT	CAR.un	48	GFL Environmental Inc.	GFL	72	NFI Group Inc.	NFI	76	Taseko Mines	TKO	50			
Capital Power	CPX	58	Gibson Energy	GEI	58	North American Construction Group Ltd.	NOA	60	TC Energy Corp.	TRP	58			
Capstone Mining	CS	50	Gildan	GIL	43	Northland Power	NPI	72	Teck Resources	TECKb	50			

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 Binscorth Rd, Toronto, ON, M4W 1Y1 • 416-929-6432
 Brampton • 10520 Torbram Road (at Sandalwood Parkway), Brampton, ON, L6R 2S3 • 905-456-1515
 Brandon • 633-C, 18th Street, Brandon, MB, R7A 5B3 • 204-571-3200
 Calgary • 239 8th Ave., SW, Suite 100, Calgary, AB, T2P 1B9 • 403-476-0398
 Calgary - Southport • 10655 Southport Road SW, Suite 1100, Southland Tower, Calgary, AB, T2W 4Y1 • 403-301-4859
 Chatham • 380 St. Clair, Street, Chatham, ON, N7L 3K2 • 519-351-7645
 Chicoutimi • 1180, boulevard Talbot, Suite 201, Chicoutimi, QC, G7H 4B6 • 418-549-8888
 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 • 150, rue St-Jacques, Bureau 202, Granby, QC, J2G 8V6 • 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 1G5 • 506-642-1740
 Sainte-Marie-de-Beauce • 249, Du Collège, Bureau 100, Ste-Marie, QC, G6E 3Y1 • 418-387-8155
 Saint-Félicien • 1120, boulevard Sacré-Cœur, Saint-Félicien, QC, G8K 1P7 • 418-679-2684
 Saint-Hyacinthe • 1355, rue Daniel-Johnson Ouest, bureau 4100, Saint-Hyacinthe, QC, J2S 8W7 • 450-774-5354
 Saint-Jean-sur-Richelieu • 395, boul. du Séminaire Nord, Suite 201, Saint-Jean-sur-Richelieu, QC, J3B 8C5 • 450-349-7777
 Saint-Jérôme • 265, rue St-George, Suite 100, Saint-Jérôme, QC, J7Z 5A1 • 450-569-8383
 Saskatoon - 8th St. • 1220 8th Street East, Saskatoon, SK, S7H 0S6 • 306-657-3465
 Sept-Îles • 805, boulevard Laure, Suite 200, Sept-Îles, QC, G4R 1Y6 • 418-962-9154
 Shawinigan • 550 Avenue De la Station, bureau 200, Shawinigan, QC, G9N 1W2 • 819-538-8628
 Sherbrooke • 1802, rue King Ouest, Suite 200, Sherbrooke, QC, J1J 0A2 • 819-566-7212
 Sidney • 2537, Beacon Avenue, Suite 205, Sidney, BC, V8L 1Y3 • 250-657-2200
 Sorel • 26, Pl. Charles-de-Montmagny, Suite 100, Sorel, QC, J3P 7E3 • 450-743-8474
 St. Catharines • 40 King Street, St. Catharines, ON, L2R 3H4 • 905-641-1221
 Sudbury • 10 Elm Street, Suite 501, Sudbury, ON, P3C 1S8 • 705-671-1160
 Thedford Mines • 222, boulevard Frontenac Ouest, bureau 107, Thedford Mines, QC, G6G 6N7 • 418-338-6183
 Thunder Bay • 979, Alloy Dr, Suite 104, Thunder Bay, ON, P7B 5Z8 • 807-683-1777
 Toronto 1 • Exchange Tower, 130 King Street West, Suite 3200, Toronto, ON, M5X 1J9 • 416-869-3707
 Toronto Midtown • 22 St. Clair Ave East, suite 1202, Toronto, ON, M4T 2S5 • 416-507-8870
 Trois-Rivières • 7200, rue Marion, Trois-Rivières, QC, G9A 0A5 • 819-379-0000
 Val d'Or • 840, 3^e avenue, Val d'Or, QC, J9P 1T1 • 819-824-3687
 Valleyfield • 1356, boulevard Monseigneur-Langlois, Valleyfield, QC, J6S 1E3 • 450-370-4656
 Vancouver - PB1859 • 1076 Alberni Street, Suite 201, Vancouver, BC, V6A 1A3 • 778-783-6420
 Vancouver 1 • 475 Howe Street, Suite 3000, Vancouver, BC, V6C 2B3 • 604-623-6777
 Victoria • 700-737 Yates Street, Victoria, BC, V8W 1L6 • 250-953-8400
 Victoriaville • 650, boulevard Jutras Est, Bureau 150, Victoriaville, QC, G6S 1E1 • 819-758-3191
 Waterloo • 180 King Street South, Suite 701, Waterloo, ON, N2J 1P8 • 519-742-9991
 White Rock • 2121 160th Street, Surrey, BC, V3Z 9N6 • 604-541-4925
 Windsor • 1 Riverside Drive West, Suite 600, Windsor, ON, N9A 5K3 • 519-258-5810
 Winnipeg • 200 Waterfront Drive, Suite 400, Winnipeg, MB, R3B 3P1 • 204-925-2250
 Yorkton • 89 Broadway Street West, Yorkton, SK, S3N 0L9 • 306-782-6450

International

NBF Securities UK

(Regulated by
 The Financial Services Authority)
 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 ayez subié en vous en fondant sur ces informations.

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

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

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

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