

JUIN 2022

VISI **Mensuel économique et financier** N



**BANQUE NATIONALE
DU CANADA**

MARCHÉS FINANCIERS

Études financières

Économie et Stratégie

Bureau Montréal

Stéfane Marion 514 879-3781
Économiste et stratège en chef

Matthieu Arseneau 514 879-2252
Chef économiste adjoint

Kyle Dahms 514 879-3195
Économiste

Alexandra Ducharme 514 412-1865
Économiste

Angelo Katsoras 514 879-6458
Analyste géopolitique

Daren King 514 412-2967
Économiste

Jocelyn Paquet 514 412-3693
Économiste

Bureau Toronto

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

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

Analyse technique

Dennis Mark 416 869-7427

Banques et assurances

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

Distribution et produits de consommation

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

ESG

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

FNB et produits financiers

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

Immobilier

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

Métaux et minerais

Don DeMarco 416 869-7572
Adjoint : Kelvin Lin 416 869-8045
Adjointe : Yi Liu 416 869-8524

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

Michael Parkin 416 869-6766
Adjoint : Alessandro Cairo 41 869-8511
Adjoint : Andrew Dusome 416 507-8177

Rabi Nizami 416 869-7925

Pétrole et gaz

› Moyennes sociétés et services pétroliers

Dan Payne 403 290-5441
Adjoint : Trevor Martensson 403 290-5624
Adjoint : Nick Stevenson 403 441-0928

› Grandes capitalisations

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

Pipelines, services publics et infrastructures

Patrick Kenny 403 290-5451
Adjoint : William Duforest 403 441-0952
Adjoint : Johnathan Pescod 403 355-6643

Produits industriels

Maxim Sytchev 416 869-6517
Adjoint : Kazim Naqvi 416 869-6754
Adjoint : Roman Pshenychnyi 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

Michael Storry-Robertson 416 507-8007

Situations spéciales

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

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

Technologie

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

Technologies propres et développement durable

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

Télécommunications et médias

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

Transport et produits industriels

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

Administration

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

Tanya Bouchard 416 869-7934
Analyste 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 ... | 16 |
| Marché boursier et stratégie de portefeuille | 22 |
| Analyse technique | 30 |
| Analyse sectorielle | 37 |
| › Liste de sélections FBN..... | 38 |
| › Glossaire des tableaux des analystes ... | 39 |
| › Recommandations des analystes..... | 40 |
| › Liste alphabétique des sociétés | 71 |

Points saillants



.....
« les lauréats du programme FAA 2021 ont été reconnus pour la qualité de leurs recherches, leur engagement à produire des prévisions régulières et leur capacité à identifier avec précision les tendances et les niveaux des indicateurs clés sur un cycle de prévision de 24 mois »

Économie

› Après que l'éclatement du conflit en Ukraine et la détérioration de la situation épidémiologique en Chine nous ont contraints à revoir à la baisse notre scénario de croissance mondiale ces derniers mois, nous sommes les premiers soulagés de voir un peu de lumière au bout de tunnel sous la forme d'un déconfinement progressif de plusieurs grandes villes chinoises. Cette réouverture est rendue possible par une baisse marquée des nouvelles infections à la COVID-19. Nous restons cependant conscients des nombreux risques baissiers pour l'économie. Rappelons que la Chine tient toujours mordicus à sa politique zéro-COVID et que celle-ci pourrait se traduire par de nouveaux confinements étant donné les niveaux élevés de contagiosité du variant Omicron et les taux de vaccination relativement faibles chez les aînés. Ailleurs sur la planète, la réouverture de l'économie chinoise aura des effets mixtes. D'une part, la remise en marche des usines et des installations portuaires de la région de Shanghai devrait contribuer à atténuer la pression sur les chaînes d'approvisionnement du secteur manufacturier. D'autre part, la reprise met de la pression à la hausse sur les prix des produits énergétiques. Combinée à la hausse marquée du prix

de la nourriture occasionnée en bonne partie par le conflit en Ukraine, l'augmentation du coût des produits énergétiques sape déjà le moral des consommateurs. Dans plusieurs régions du globe, l'augmentation rapide des prix se traduira aussi par une politique monétaire plus contraignante. Compte tenu des plus récents développements, nous avons décidé de revoir à la baisse notre prévision de croissance mondiale pour 2022 (de +3.2% à +3.0%) et 2023 (de +3.3% à +2.9%).

- › Après un rebond post-pandémique spectaculaire, l'économie américaine marque désormais le pas. Les causes de ce ralentissement sont assez claires : une inflation beaucoup trop haute et un resserrement corollaire de la politique monétaire. Du côté des ménages, l'augmentation des prix s'exprime principalement par un recul de la rémunération réelle. En effet, malgré une hausse vertigineuse en termes nominaux au cours des derniers mois, le salaire médian corrigé de l'inflation est en baisse depuis maintenant plus d'un an. Pas étonnant donc que la confiance des consommateurs périclète. Cela ne laisse que peu de possibilités pour le futur : soit les gains salariaux repasseront au-dessus de l'inflation à moyen terme, soit la consommation heurtera un mur. Malheureusement, il est peu probable que la hausse des salaires nominaux s'accélère beaucoup à partir d'ici, en particulier à un moment où les marges des entreprises sont déjà érodées par les prix élevés des intrants et l'augmentation des coûts de financement. Alors que la Réserve fédérale augmentera les taux directeurs à plusieurs reprises d'ici la fin de l'année, des répercussions sont à prévoir autant sur les marchés financiers que dans l'économie réelle. Nous abaissons notre prévision de croissance pour 2022 (2.4% contre 2.6% dans la précédente édition de ce mensuel) pour tenir compte de l'augmentation incontestable des risques baissiers à notre scénario. La révision demeure somme toute mineure au vu des plus récentes données sur le commerce international qui laisse deviner une bonne croissance au deuxième trimestre. L'expansion devrait ensuite ralentir en dessous de son potentiel au second semestre et au début de 2023. Nous prévoyons que l'économie ne progressera que de 1.5% l'an prochain, moins que les 2.1 % anticipés il y a un mois.
- › La croissance ayant été en inférieure à nos attentes au premier trimestre, nous abaissons notre prévision de croissance pour 2022 de 4.0% à 3.5% ce mois-ci. Cela suppose aussi un ralentissement important de la crois-

sance en deuxième moitié d'année alors que la politique monétaire s'avèrera plus restrictive que nous le pensions précédemment. Pour l'année prochaine, notre croissance passe de 2.2% à 1.5%. Alors que des signes de récession émergent dans de nombreux pays, nous ne croyons pas que l'économie canadienne soit sur le point de plier le genou. Les consommateurs ont accumulé une épargne excédentaire qui permet d'absorber l'augmentation du coût de la vie et le marché du travail, confortablement au plein emploi, devrait autoriser une croissance honorable des salaires. La force du secteur des ressources naturelles pourrait également compenser une partie du choc de la consommation. D'ailleurs, l'envolée des profits pourrait stimuler certains investissements au cours des prochains trimestres, la technologie et l'automatisation pouvant parfois pallier la rareté de main-d'œuvre. Quant aux gouvernements, la tentation est grande de délier les cordons de leurs bourses, au moment où ils enregistrent un redressement spectaculaire des finances publiques.

Taux d'intérêt et devise

- › Malgré nos erreurs de prévision à sens unique à ce jour (et nous ne sommes pas seuls dans ce cas), nous conservons un penchant qui nous situe en dessous du marché (et des projections du graphique à points du FOMC) dans nos prévisions des taux des fonds fédéraux. Nous pensons toujours qu'une aggravation de l'économie réelle incitera la Fed à marquer une pause et, en définitive, à mettre fin à son cycle plus tôt et à un niveau inférieur à celui que le marché et la Fed ont évalué et signalé. Mais, nous prenons acte du sentiment d'urgence qu'affiche la Fed et qui se traduira par une augmentation rapide du taux des fonds fédéraux à court terme. En conséquence, nous avons révisé notre prévision concernant la Fed pour inclure des hausses subséquentes de 50 points de base en juillet, 50 pb en septembre et 25 pb en novembre pour atteindre 3.0% avant la fin de l'année – un taux qui demeure plus bas que celui des participants du FOMC les plus accommodants.
- › Tenant compte de la rhétorique de fermeté de la BdC et de la forte hausse des taux de la Fed en juin, nous nous attendons maintenant à une hausse des taux de 75 pb par la Banque du Canada en juillet, ce qui situera le taux directeur dans sa fourchette neutre de 2-3%. Bien que cette hausse grand format puisse n'être qu'une exception, cela n'empêchera pas la Banque de se rapprocher d'un niveau restrictif des taux, voire d'entrer carrément dans cette zone

Points saillants

avant la fin de l'année. Nous prévoyons maintenant que la cible du taux de financement à un jour atteindra 3,25% dans les six prochains mois, 25 pb de plus que ce que nous prévoyons pour la Fed. Cependant, comme aux États-Unis, nous croyons qu'une pause sera justifiée d'ici la fin de l'année et ne nous attendons pas à des hausses en 2023.

Alors que les marchés, les économistes du secteur privé et maintenant la Fed préconisent des taux directeurs compris entre 3,5% et 4% au cours de la prochaine année, comment justifions-nous notre prévision de taux nettement plus modérée? Nous nous attendons à réunir rapidement des preuves croissantes d'un désendettement plus important, d'un refroidissement de la demande sensible aux taux d'intérêt (notamment, le logement), de l'apparition rapide de faiblesses sur le marché du travail, d'une poursuite de la détérioration de la confiance des consommateurs (ce qui finit par affecter la consommation) et de certains signes d'une retombée de l'inflation. Très franchement, la prévision de la Fed d'une très modeste augmentation du taux de chômage et d'une croissance à peine inférieure au consensus est beaucoup trop optimiste étant donné la composition de son graphique à points.

L'économie canadienne reste résiliente. Après un bond de 15,7% au T1 2022, le Canada reste en tête du G7 par la croissance du PIB nominal. Comme l'économie tourne à plein régime, la Banque du Canada a, on ne s'en étonnera pas, choisi d'augmenter son taux de financement de 50 points de base le 1er juin. Les probabilités d'une hausse de 75 pb en juillet ne sont plus négligeables. L'élan de l'économie canadienne dépassant celui de l'économie américaine, les écarts des taux d'intérêt à court terme ont évolué nettement en faveur du Canada pour la première fois en six mois. En dehors des caractéristiques fondamentales de l'économie, certains éléments techniques pourraient aussi favoriser une appréciation du CAD au cours des prochaines semaines alors que le marché obligataire du Canada distribuera plus de \$13 milliards en paiements de coupons et produits de remboursements d'obligations.

Répartition des actifs et marché boursier

Les actions mondiales continuent de traverser une passe difficile au T2. La plupart des places boursières du monde font face à un contexte géopolitique incertain, des chocs de l'offre qui nourrissent les tensions inflationnistes (aliments, énergie, pandémie) et la fin

de la détente des banques centrales qui augmentent les taux d'intérêt ce qui brouille les perspectives de bénéfices.

L'évolution des bénéfices est cruciale pour la tenue du marché boursier à ce stade du cycle économique, puisque l'expansion des ratios C/B est peu probable tant que les taux d'intérêt continuent d'augmenter. Le mois dernier, nous avons expliqué qu'avec une inflation des coûts unitaires de main-d'œuvre plus rapide que celle des prix de vente, les entreprises devraient ralentir le rythme de l'embauche pour limiter la pression sur les marges bénéficiaires. Malgré un nouveau rapport sur l'emploi vigoureux en mai, où l'emploi salarié a augmenté de 390K à des niveaux voisins de ceux d'avant la crise, les indicateurs avancés pointent déjà vers une diminution de l'embauche. Un ralentissement du rythme de création d'emplois aiderait assurément à atténuer l'inflation des salaires et à réduire la nécessité d'une politique monétaire restrictive.

L'indice S&P/TSX est en baisse de 5% depuis le début du deuxième trimestre et de 2% depuis le début de l'année. Le secteur de l'énergie est le seul qui affiche encore des gains ce trimestre, soutenu par d'importantes révisions des bénéfices à la hausse. Il pourrait même y avoir de la latitude pour une amélioration des révisions. Nous continuons de voir dans l'indice S&P/TSX un potentiel défensif pour les positions en actions. À notre avis, l'économie canadienne reste relativement bien positionnée pour résister aux craintes de stagflation.

Notre répartition des actifs est inchangée ce mois-ci. Les actions demeurent légèrement surpondérées par rapport à notre modèle de référence, avec une préférence pour le Canada. Les titres à revenu fixe restent sous-pondérés, mais nous sommes prêts à ajuster notre position alors que nous évaluons l'impact du resserrement quantitatif par la Fed sur le taux des obligations du Trésor de 10 ans. Nous continuons de surpondérer légèrement les liquidités pour le moment.

Rotation sectorielle FBN

| Secteurs du S&P/TSX | Pondération* | Recommandation | Variation |
|--------------------------------|--------------|----------------|-----------|
| Énergie | 19.7 | Surpondérer | |
| Matériaux | 12.8 | Surpondérer | |
| Industrie | 11.2 | Équipondérer | |
| Consommation discrétionnaire | 3.2 | Équipondérer | |
| Consommation de base | 3.9 | Équipondérer | |
| Santé | 0.4 | Équipondérer | |
| Finance | 31.1 | Équipondérer | |
| Technologies de l'information | 5.2 | Sous-pondérer | |
| Services de télécommunications | 5.0 | Équipondérer | |
| Services publics | 5.0 | Sous-pondérer | |
| Immobilier | 2.6 | Sous-pondérer | |
| Total | 100 | | |

* Au 10 Juin 2022

L'économie





Matthieu Arseneau
Chef économiste adjoint
514 879-2252



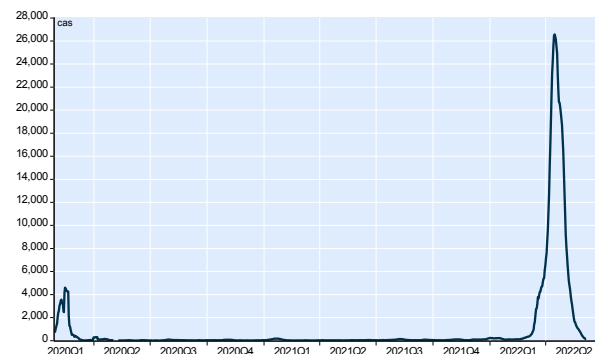
Jocelyn Paquet
Économiste
514 412-3693

Monde : La Chine se déconfiné... l'Europe et les pays émergents s'enlisent

Après que l'éclatement du conflit en Ukraine et la détérioration de la situation épidémiologique en Chine nous ont contraints à revoir à la baisse notre scénario de croissance mondiale ces derniers mois, nous sommes les premiers soulagés de voir un peu de lumière au bout de tunnel sous la forme d'un déconfinement progressif de plusieurs grandes villes chinoises. Cette réouverture est rendue possible par une baisse marquée des nouvelles infections à la COVID-19.

Chine : La baisse des cas de COVID permet un déconfinement progressif

Nouveaux cas de COVID-19, moyenne mobile 7 jours



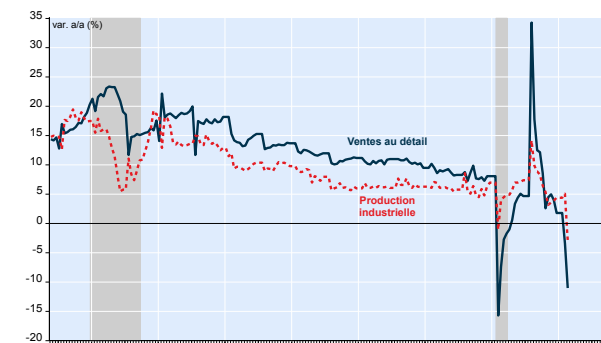
FBN Économie et Stratégie (données de Our World in Data)

Bien que le pire semble maintenant passé, les mesures sanitaires laisseront des traces. C'est du moins ce que laissent entrevoir les plus récentes données économiques en provenance de la Chine. En avril, les ventes au détail affichaient en effet un recul de 11.1% a/a, ce qui ne s'était plus vu depuis les premiers mois de la pandémie. La production industrielle, de son côté, était en repli de 2.9% sur douze mois, le plus important recul depuis qu'on a commencé à compiler ces données, au début des années 1990.

Le secteur immobilier résidentiel, déjà malmené avant l'imposition de confinements stricts, a quant à lui poursuivi sa glissade, les ventes de propriétés affichant un net recul au mois d'avril.

Chine : Une longue pente à remonter (1)

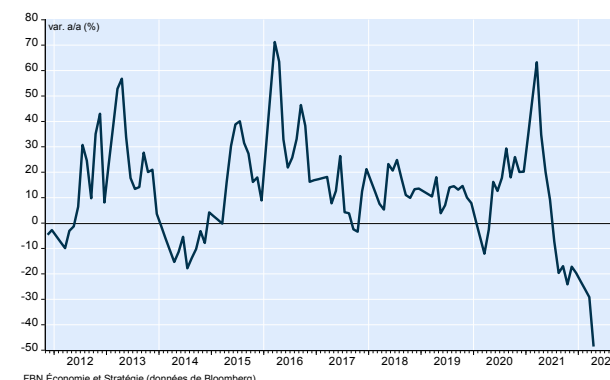
Production industrielle et ventes au détail



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Chine : Une longue pente à remonter (2)

Ventes de propriétés résidentielles (superficie habitable)



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

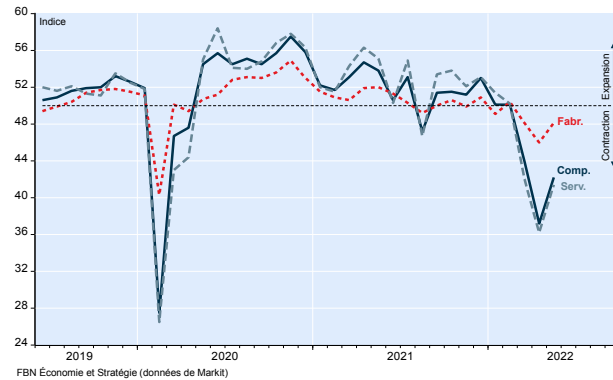
Les choses semblaient s'être quelque peu améliorées en mai, quoique l'indice PMI publié par le partenariat Caixin/Markit indiquait toujours une détérioration des conditions d'exploitation dans le secteur privé.

Dans ce contexte, il est peu probable que la cible de croissance de 5.5% fixée par les autorités soit atteinte cette année. Cette réalité devrait, à tout le moins, encourager le gouvernement à en faire plus pour relancer l'économie au second semestre. Déjà, de nombreux projets d'infrastructures ont été annoncés. À la fin du mois de mai, la Banque populaire de Chine a également abaissé le taux préférentiel de prêt à 5 ans, qui dicte les coûts des emprunts hypothécaires, de 15 points de base à 4.45%. Le but est simple : limiter les dégâts dans le secteur immobilier.

L'économie

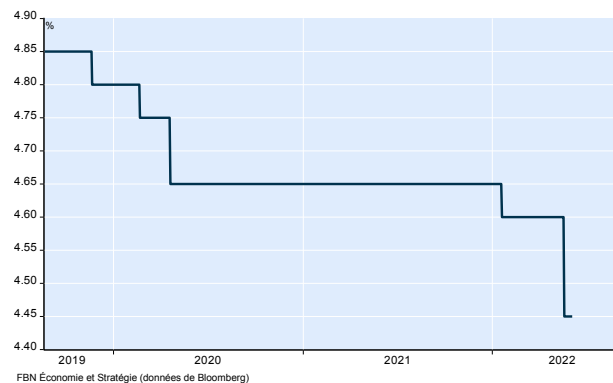
Chine : Une longue pente à remonter (3)

Indice PMI éclair de Caixin/Markit, dernière observation : mai 2022



Chine : La banque centrale à la rescousse?

Taux préférentiel de prêt à 5 ans



Bien que nous croyions que ces mesures permettraient un rebond de la croissance en deuxième moitié d'année, nous restons conscients des nombreux risques baissiers pour l'économie. Rappelons que la Chine tient toujours mordicus à sa politique zéro-COVID et que celle-ci pourrait se traduire par de nouveaux confinements étant donné les niveaux élevés de contagiosité du variant Omicron et les taux de vaccination relativement faibles chez les aînés (36% des Chinois âgés de 60 ans ou plus n'étaient pas vaccinés ou l'étaient inadéquatement en date du 30 mai). Les plus récents développements à Shanghai et Beijing semblent confirmer ces craintes.

Le manque de flexibilité du côté de la politique monétaire est un autre élément à garder en tête. L'assouplissement mis en place par la Banque populaire de Chine détonne déjà beaucoup par rapport à l'attitude de moins en moins accommodante de ses homologues internationales, ce qui exerce une pression à la baisse sur le renminbi. Certes, une dépréciation de la monnaie aurait comme effet de stimuler les exportations, mais elle risquerait également de faire fuir les investisseurs étrangers déjà échaudés par le durcissement de la réglementation imposée à certaines grandes entreprises.

Chine : La dépréciation de la devise, un couteau à deux tranchants

Taux de change USD/CNY



Une politique monétaire trop laxiste risquerait également de renverser une partie des progrès réalisés dans les dernières années pour diminuer l'endettement. C'est pourquoi nous nous attendons à ce que les mesures de stimulation mises en place par la banque centrale demeurent somme toute limitées.

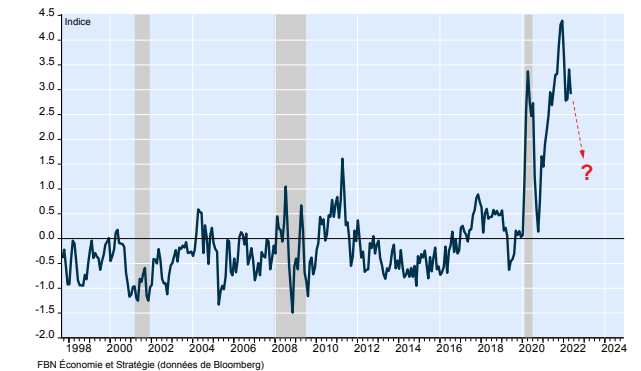
Ailleurs sur la planète, la réouverture de l'économie chinoise aura des effets mixtes. D'une part, la remise en marche des usines et des installations portuaires de la région de Shanghai devrait contribuer à atténuer la pression sur les chaînes d'approvisionnement du secteur manufacturier.

D'autre part, la reprise met de la pression à la hausse sur les prix des produits énergétiques. Le baril de pétrole Brent se négocie déjà près de niveaux atteints immédiatement après l'invasion de l'Ukraine par la Russie et ce malgré l'engagement de l'OPEP à augmenter sa production à 650,000 barils/jour en juillet, plutôt que les 450,000 initialement prévus. Évidemment,

la décision de l'Union européenne de bannir 90% des importations de pétrole russe n'a rien fait pour diminuer la pression dans le secteur énergétique.

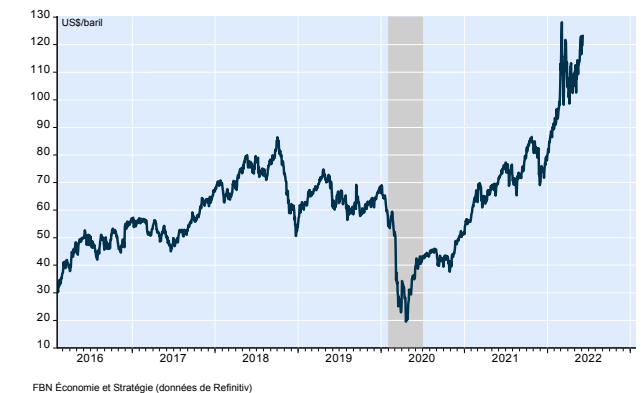
Monde : La réouverture de la Chine salutaire pour le secteur manufacturier?

Indice des pressions sur les chaînes d'approvisionnement mondiales de la Fed de New York



Monde : Le prix du pétrole repart à la hausse

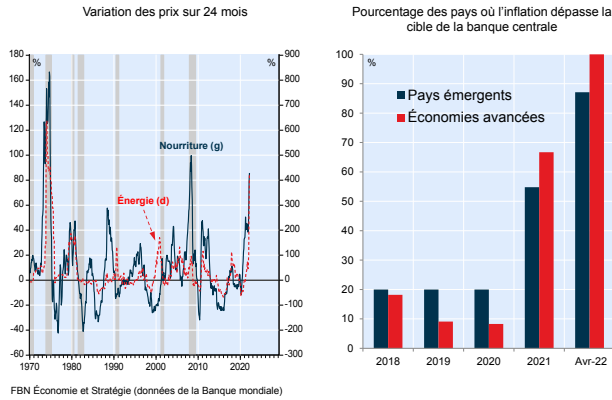
Prix d'un baril de pétrole Brent



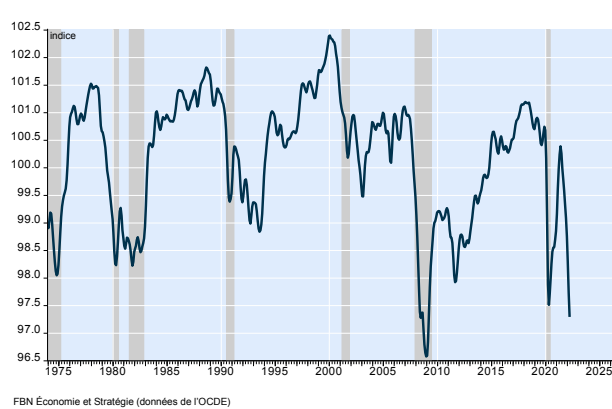
Combinée à la hausse marquée du prix de la nourriture occasionnée en bonne partie par le conflit en Ukraine, l'augmentation du coût des produits énergétiques sape déjà le moral des consommateurs.

L'économie

Monde : L'inflation.. Un problème de plus en plus important



OCDE : Hausse du coût de la vie/des taux d'intérêt = confiance en baisse



Dans plusieurs régions du globe, l'augmentation rapide des prix se traduira aussi par une politique monétaire plus contraignante. Dans la zone euro, par exemple, les marchés s'attendent maintenant à ce que la BCE procède à 6 hausses de taux de 25 points de base d'ici la fin de l'année. Peu importe que le continent soit peut-être déjà entré en récession technique. Jusqu'à nouvel ordre, l'inflation semble être l'ennemi numéro un de la banque centrale. Sauf qu'un contexte où la croissance ralentit et où les taux d'intérêt augmentent risque de ramener à l'avant-plan certaines des vulnérabilités qui avaient déjà fait surface il y a une dizaine d'années lors de la crise de la dette. À cet effet, nous notons que les

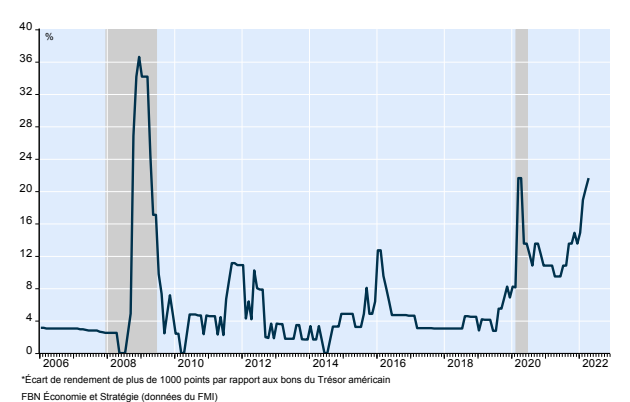
écarts de crédit des pays européens les plus endettés se sont creusés récemment.

Zone euro : La hausse probable des taux d'intérêt ravive de vieilles craintes



Les pays émergents, où le resserrement de la politique monétaire est déjà bien entamé, font face à des défis similaires. Sauf que là les craintes des investisseurs sont rehaussées par le fait que l'énergie et la nourriture dont les prix ont explosé constituent une part plus importante du panier de consommation des ménages, réalité qui pourrait se traduire par une baisse plus importante des dépenses discrétionnaires. Ainsi, la part des émetteurs souverains en difficulté excède déjà presque le sommet atteint au pire de la pandémie. Tous les marchés émergents ne sont cependant pas égaux; les pays producteurs de matières premières devraient mieux s'en sortir dans les mois à venir.

Écon. émerg.: Détérioration des perspectives et fuite de capitaux



Compte tenu des plus récents développements, nous avons décidé de revoir à la baisse notre prévision de croissance mondiale pour 2022 (de +3.2% à +3.0%) et 2023 (de +3.3% à +2.9%).

| Perspectives mondiales | | | |
|-----------------------------|------------|------------|------------|
| | 2021 | 2022 | 2023 |
| Économies avancées | 5.2 | 2.5 | 1.2 |
| États-Unis | 5.7 | 2.4 | 1.5 |
| Zone euro | 5.4 | 2.4 | 0.4 |
| Japon | 1.7 | 1.7 | 1.0 |
| Royaume-Uni | 7.2 | 3.5 | 0.5 |
| Canada | 4.5 | 3.5 | 1.5 |
| Australie | 4.8 | 4.0 | 2.1 |
| Corée du Sud | 4.0 | 2.7 | 2.1 |
| Économies émergentes | 6.8 | 3.3 | 4.1 |
| Chine | 8.1 | 4.0 | 5.5 |
| Inde | 8.7 | 7.5 | 6.8 |
| Mexique | 4.8 | 1.8 | 1.9 |
| Brésil | 4.6 | 1.5 | 1.4 |
| Russie | 4.7 | -9.0 | 0.0 |
| Monde | 6.1 | 3.0 | 2.9 |

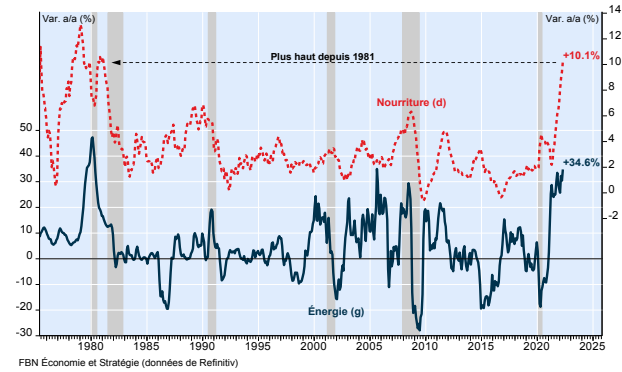
FBN Économie et Stratégie (données FBN et Consensus Economics)

États-Unis : Inflation et politique monétaire s'unissent pour freiner la croissance

Après un rebond post-pandémique spectaculaire, l'économie américaine marque désormais le pas. Les causes de ce ralentissement sont assez claires : une inflation beaucoup trop haute et un resserrement corollaire de la politique monétaire. Commençons par l'inflation, qui est maintenant quatre fois plus élevée que la cible de la Réserve fédérale (8.3% comparativement à 2.0%). Certes, une partie de cet écart est due aux pressions exercées par le conflit en Ukraine, notamment sur les prix de l'énergie (en hausse de 34.6% a/a en mai selon l'IPC, le plus depuis 2005) et de la nourriture (+10.1%, du jamais vu depuis 1981).

É.-U. : Les prix de l'énergie et de la nourriture s'envolent

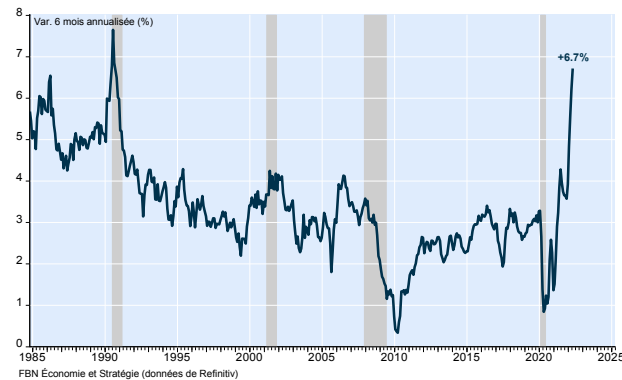
Indice des prix à la consommation, nourriture et énergie



Mais les augmentations ne se limitent pas à ces deux seules catégories comme en fait foi la hausse de 6.0% de l'inflation de base sur un an. Pis encore, les données démontrent une accentuation des pressions intérieures. Les prix dans le segment des services hors énergie sont en effet en hausse de 6.7% en termes annualisés au cours des 6 derniers mois, un sommet inégalé depuis près de 32 ans.

É.-U. : Les pressions intérieures s'accroissent

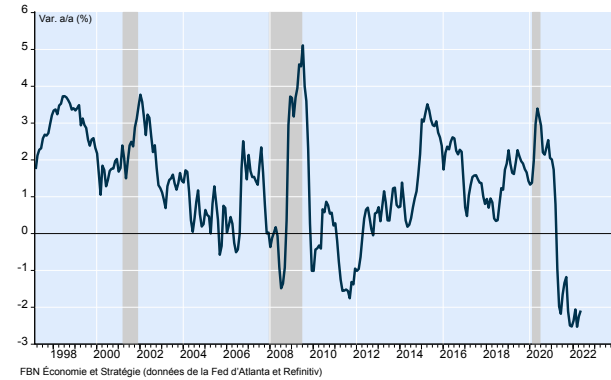
Indice des prix à la consommation, services excluant l'énergie



Du côté des ménages, l'augmentation des prix s'exprime principalement par un recul de la rémunération réelle. En effet, malgré une hausse vertigineuse en termes nominaux au cours des derniers mois, le salaire médian corrigé de l'inflation est en baisse depuis maintenant plus d'un an.

É.-U. : Les salaires réels en baisse

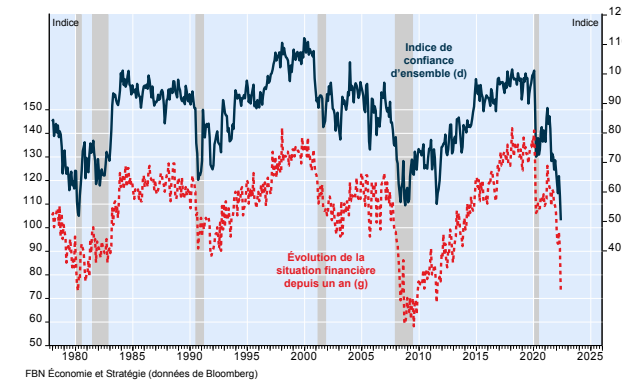
Haussa du salaire médian corrigé de l'indice des prix à la consommation d'ensemble



Pas étonnant donc que la confiance des consommateurs périclite. En juin, l'indice compilé par l'Université du Michigan est même tombé au plus bas niveau depuis sa création à la fin des années 1970, une proportion de plus en plus faible de répondants estimant que leur situation financière s'était améliorée au cours des 12 derniers mois.

É.-U. : La confiance des consommateurs à un creux record

Indice de confiance de l'Université du Michigan et sous-indice de l'évolution de la situation financière sur 12 mois

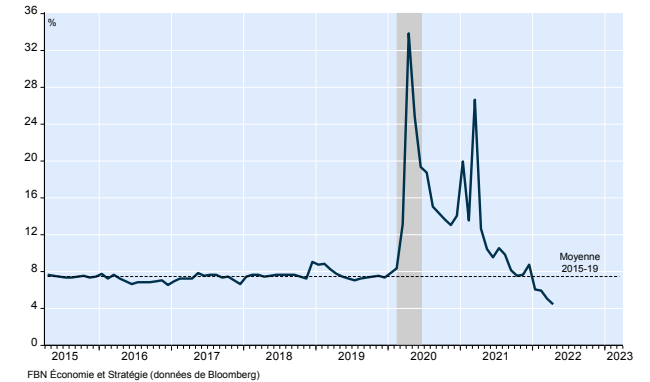


Le pouvoir d'achat et la confiance des consommateurs s'effritant de jour en jour, nous nous attendons à ce que les dépenses des ménages continuent de ralentir dans la deuxième moitié de 2022, sans pour autant s'effondrer. Les consommateurs américains pourront vraisemblablement faire appel à l'épargne excédentaire qu'ils ont accumulée au cours des derniers mois et ainsi limiter

les effets des hausses de prix. La baisse récente du taux d'épargne indique en fait qu'ils ont déjà recouru à ce coussin pour maintenir leur niveau de vie.

É.-U. : Les ménages font appel à leur épargne

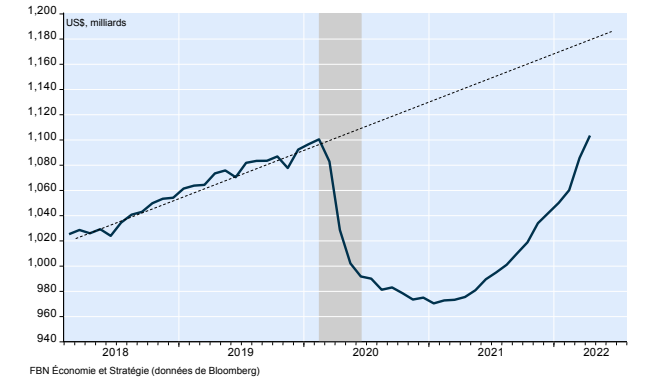
Taux d'épargne



Les ménages pourront aussi se tourner vers le crédit, dont l'utilisation demeure bien en deçà de la tendance d'avant la crise.

É.-U. : Utilisation du crédit bien en deçà de sa tendance d'avant la crise

Crédit renouvelable



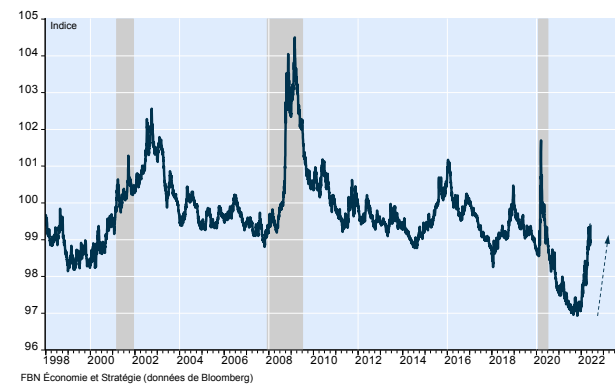
Cela dit, l'épargne excédentaire ne durera pas éternellement. Et il va sans dire qu'à long terme, les cartes de crédit ne sont pas une solution de rechange viable à une augmentation de la rémunération réelle. Cela ne laisse que peu de possibilités pour le futur : soit les gains salariaux repasseront au-dessus de l'inflation à moyen terme, soit

L'économie

la consommation heurtera un mur. Malheureusement, il est peu probable que la hausse des salaires nominaux s'accélère beaucoup à partir d'ici, en particulier à un moment où les marges des entreprises sont déjà érodées par les prix élevés des intrants et l'augmentation des coûts de financement. Alors que la Réserve fédérale augmentera les taux directeurs à plusieurs reprises d'ici la fin de l'année, des répercussions sont à prévoir autant sur les marchés financiers que dans l'économie réelle. Cela ne se fera pas sans heurts. Sur les marchés financiers, une politique monétaire moins accommodante risque de se traduire par un resserrement des conditions financières, processus déjà bien engagé.

É.-U. : Resserrement rapide des conditions financières

Indice Goldman Sachs des conditions financières



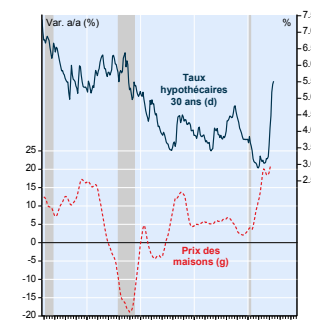
Des perturbations sont également à prévoir dans l'économie réelle. L'investissement semble pour le moment bien se maintenir, ce qui n'est pas surprenant compte tenu de l'ampleur des pénuries de main-d'œuvre. Le secteur résidentiel, par contre, donne des signes de faiblesse. Conjugée à des hausses rapides des prix des logements, la flambée des coûts d'emprunt exerce effectivement une pression sur l'abordabilité et freine la demande dans le secteur immobilier.

Depuis leur pic de janvier, les ventes de biens immobiliers résidentiels sur le marché secondaire sont en baisse de 15.6%. Les demandes de prêts hypothécaires visant l'achat d'une nouvelle maison, quant à elles, ont diminué de 33.3% sur la même période. Il est vrai que les prix des maisons continuent d'augmenter à un rythme rapide, mais les justifications de ces hausses semblent de moins en moins nombreuses. L'une des dernières en lice est

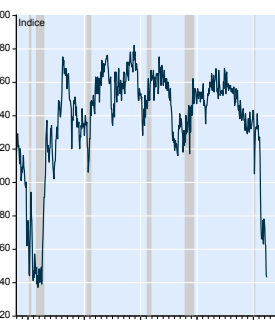
l'insuffisance de l'offre; le nombre de maisons disponibles sur le marché de la revente demeure effectivement très faible. Mais cela pourrait changer rapidement au cours des mois à venir. Les données sur les mises en chantier publiées le mois dernier révélaient que le nombre de logements autorisés par permis pour lesquels la construction n'a pas encore commencé se situait à un sommet de 48 ans en avril (288 000). Le nombre de logements actuellement en construction se chiffrait quant à lui à 1,635,700, le plus haut niveau depuis le début des années 1970. Ces chiffres laissent penser que la pénurie de logements pourrait se transformer en surabondance plus rapidement que certains ne le pensent, entraînant du même coup un ralentissement de la construction résidentielle.

É.-U. : Les problèmes d'abordabilité découragent les acheteurs

Indice du prix des maisons Case-Shiller sur 20 villes et taux hypothécaire moyen sur 30 ans

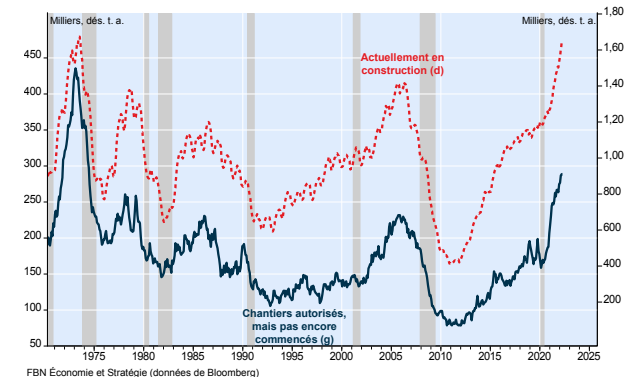


Indice des conditions d'achat d'une maison de l'Université du Michigan



É.-U. : De pénurie de logements à surabondance?

Nouvelles constructions de logements privés autorisées, mais pas encore mis en chantier et logements totaux en construction



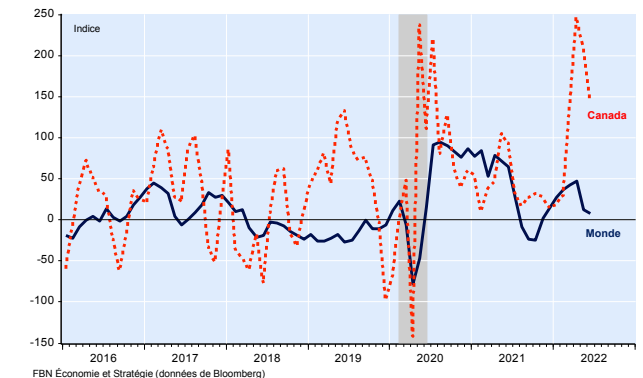
Nous abaissons notre prévision de croissance pour 2022 (2.4% contre 2.6% dans la précédente édition de ce mensuel) pour tenir compte de l'augmentation incontestable des risques baissiers à notre scénario. La révision demeure somme toute mineure au vu des plus récentes données sur le commerce international qui laisse deviner une bonne croissance au deuxième trimestre. L'expansion devrait ensuite ralentir en dessous de son potentiel au second semestre et au début de 2023. Nous prévoyons que l'économie ne progressera que de 1.5% l'an prochain, moins que les 2.1 % anticipés il y a un mois.

Canada : Excès de demande

Alors que des indices de ralentissement économique se manifestent dans plusieurs régions du monde, l'économie canadienne a continué de donner des signes très positifs, voire trop positifs. Dans un tel contexte, la Banque du Canada semble encore plus déterminée à mater une demande qui excède la capacité de production de l'économie et qui induit des pressions inflationnistes indésirables.

Canada : Une bonne surprise à la hausse au début de 2022

Indice Citigroup des surprises économiques



Les données des comptes économiques du premier trimestre dénotaient une résilience intéressante. En termes réels, la croissance de 3.1% du PIB en rythme annualisé était tout à fait respectable, d'autant que le premier mois de l'année a été freiné par des mesures sanitaires et que le commerce international a retranché 2.2 points de pourcentage à la croissance. Quant à elle, la demande intérieure a continué de filer à vive allure, enregistrant une croissance de 4.8%, toutes les composantes majeures mettant l'épaule à la roue.

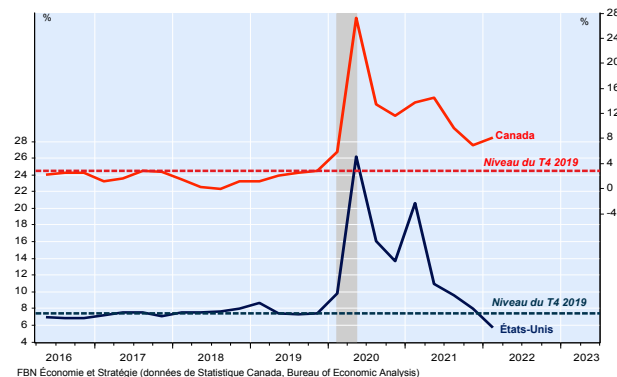
Canada : La demande intérieure finale contribue à la croissance au T1

| | Contribution (%) | Croissance annualisée T/T (%) |
|----------------------------------|------------------|-------------------------------|
| PIB | 3.1 | 3.1 |
| Consommation | 1.8 | 3.4 |
| Investissements des entreprises | 0.7 | 9.0 |
| Secteur sans but lucratif | 0.0 | -17.9 |
| Investissement résidentiel | 1.6 | 18.1 |
| Administration publique | 0.6 | 5.0 |
| Demande intérieure finale | 4.7 | 4.8 |
| Exportations | -3.1 | -9.4 |
| Importations | 0.9 | -2.8 |
| Commerce international | -2.2 | - |
| Stocks | 0.6 | - |
| Écart statistique | 0.0 | -21.2 |

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Canada : L'épargne reste supérieure aux niveaux d'avant la pandémie

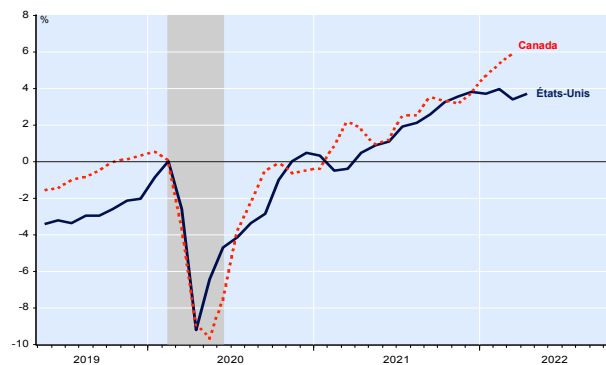
Ratio de l'épargne au revenu disponible des ménages



FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada, Bureau of Economic Analysis)

Canada : Les salaires réels dépassent ceux des États-Unis

Salaires et indemnités réels*, Canada et États-Unis, données mensuelles, variation (%) depuis février 2020



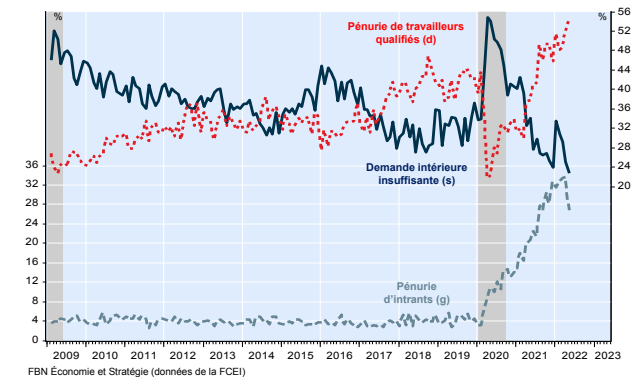
*Corrigé de l'IPC d'ensemble (mars 2022 = 100)

FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada, Refinitiv)

Bien que l'inflation ait accéléré davantage au deuxième trimestre et que cela freine le pouvoir d'achat des ménages, il n'en demeure pas moins que certaines données indiquent que, encore en mai, la demande intérieure au pays était beaucoup trop forte. Selon l'enquête de la FCEI auprès des petites et moyennes entreprises, seulement 22% des entreprises considéraient que la faiblesse de la demande intérieure représentait un frein à leur croissance, du jamais vu depuis que l'on compile ces données. À l'inverse, une proportion record signalait la pénurie de main-d'œuvre comme le principal enjeu, ce qui est cohérent avec le taux de chômage qui atteignait un nouveau creux record de 5.1% au pays en mai.

Canada : Fortes pénuries de main-d'œuvre et d'intrants

Facteurs qui limitent la capacité des entreprises de croître, part des répondants, PME



FBN Économie et Stratégie (données de la FCEI)

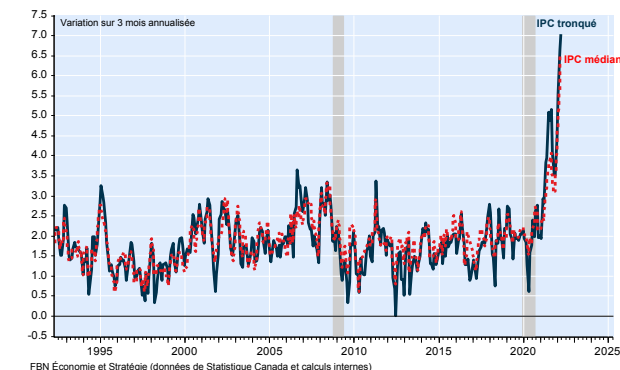
Au moment où il y a beaucoup d'interrogations concernant l'impact de l'inflation élevée et des taux d'intérêt sur les consommateurs, les données du premier trimestre ont atténué certaines craintes. Les ménages ont bénéficié d'une forte croissance des salaires sur un marché du travail tendu, comme en témoigne la rémunération des salariés qui a augmenté de 16.1% en rythme annualisé, sa plus forte hausse trimestrielle depuis 1981 excluant le troisième trimestre de 2020 (réouverture de l'économie après le confinement). Le revenu disponible a alors augmenté à un rythme plus élevé que la consommation permettant au taux d'épargne de reprendre une tendance à la hausse. Contrairement à ce qu'on observe au sud de la frontière, le taux d'épargne au Canada demeurait supérieur à son niveau d'avant la crise jusqu'au premier trimestre. Cela signifie que les ménages ont continué à accroître un coussin déjà bien épais pour composer avec les effets négatifs actuels (13.4% du PIB).

Un des éléments qui expliquent ce contraste est l'évolution de la masse salariale en termes réels qui a poursuivi sa tendance à la hausse au Canada alors que celle-ci était essentiellement en stagnation entre octobre 2021 et avril 2022 aux États-Unis en raison de l'inflation plus aiguë.

La demande intérieure affiche certes une vigueur beaucoup trop grande en ce moment, mais nous ne pouvons la tenir complètement responsable de l'envolée de l'inflation qui frisaient les 7% en avril. En effet, la nouvelle poussée des prix de l'énergie et des denrées alimentaires dans la foulée de la guerre en Ukraine combinée aux difficultés dans les chaînes d'approvisionnement exacerbées par les confinements en Chine est grandement responsable de la dérive actuelle. Il n'en demeure pas moins que le contexte de demande excédentaire, où les travailleurs ont le gros bout du bâton, exacerbe l'inflation qui se propage comme une traînée de poudre au reste de l'économie. Au cours des trois derniers mois, l'IPC-trim et l'IPC-méd, qui écartent les composantes les plus volatiles chaque mois, évoluaient à un rythme de 7.0% et 6.5%, du jamais vu en au moins trois décennies.

Canada : L'inflation se propage

IPC pondéré médian et moyenne de l'IPC tronqué



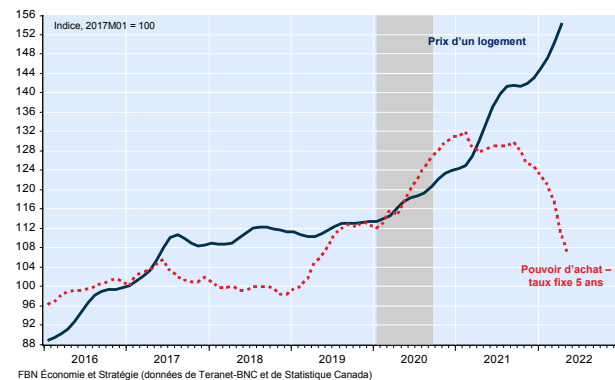
FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada et calculs internes)

L'économie

C'est pour cette raison que la Banque du Canada doit rapidement calmer la demande en poursuivant un relèvement rapide des taux d'intérêt. Ce faisant, les entreprises réaliseront que leurs besoins de main-d'œuvre ne sont peut-être pas aussi élevés qu'elles le croient et cesseront les surenchères actuelles pour attirer des collaborateurs. Il n'en demeure pas moins que cela représente un défi de taille pour les banques centrales qui désirent calmer la demande juste assez, sans entraîner l'économie dans une récession. Certains secteurs de l'économie sont plus sensibles que d'autres à la politique monétaire et l'atterrissage en douceur pourrait s'avérer encore plus complexe. Le secteur immobilier qui donne des signes de ralentissement marqué nous vient tout de suite en tête. Le relèvement des taux d'intérêt à 5 ans par rapport au niveau qui prévalait il y a un an représente une baisse de pouvoir d'achat de 17% alors que les prix ont plutôt augmenté de 19% depuis un an. Il ne faut pas oublier qu'un marché de l'immobilier vigoureux contribue à l'élan économique en stimulant la consommation de biens durables et les rénovations dans un contexte où l'effet de richesse étaye la confiance des ménages. Mais l'inverse est tout aussi vrai, une faiblesse dans le secteur pourrait avoir des effets indésirables sur le reste de l'économie.

Canada : Écart croissant entre les prix et le pouvoir d'achat

Indices de prix de maison Teranet-Banque Nationale et du pouvoir d'achat (revenu + taux hypothécaires), indice 2017m1 = 100

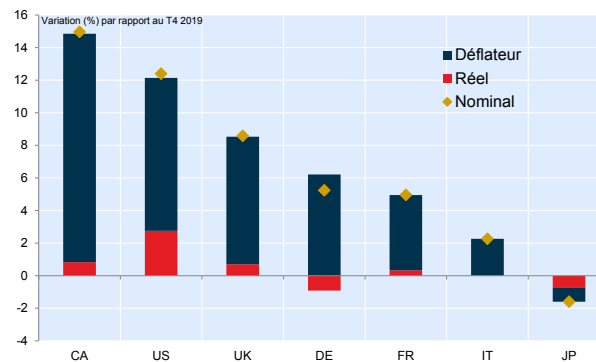


Pendant que la banque centrale s'affaire à freiner l'économie, les gouvernements adoptent ou envisagent malencontreusement une politique budgétaire procyclique. Grâce à une solide reprise en termes réels et à une inflation élevée dans l'ensemble de l'économie (c.-à-d. déflateur du PIB) propulsée par l'envolée des prix des matières premières, le Canada affiche, parmi les pays du G7, la plus

forte croissance du PIB nominal par rapport à son niveau pré-pandémique. Cela s'est traduit par un redressement spectaculaire des finances publiques et il est très difficile pour les gouvernements de ne pas répondre à la grande préoccupation des ménages en ce moment. Pour soulager la population de la hausse du coût de la vie, différents gouvernements ont déjà annoncé un soutien financier aux ménages, contrecarrant les efforts de la banque centrale pour apaiser la demande. En supposant que ces actions se multiplient, la banque centrale pourrait être amenée à relever les taux d'intérêt encore plus haut dans un contexte où les deux principaux risques pour la stabilité financière sont l'endettement des ménages et les prix élevés des logements selon la Revue du système financier publiée la semaine passée.

Canada : La plus forte reprise du G7 par le PIB nominal

PIB nominal, PIB réel et déflateur : G7



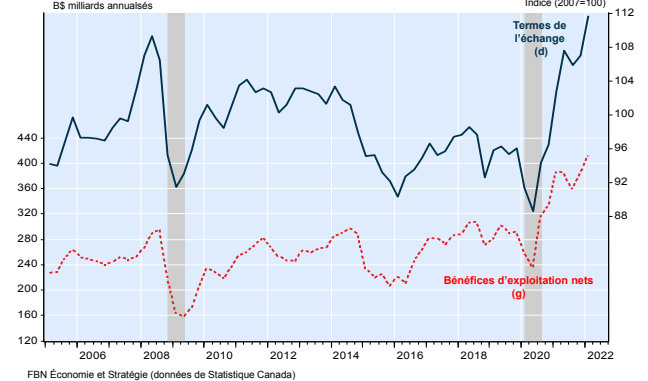
FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

La croissance ayant été en inférieure à nos attentes au premier trimestre, nous abaissons notre prévision de croissance pour 2022 de 4.0% à 3.5% ce mois-ci. Cela suppose un ralentissement important de la croissance en deuxième moitié d'année alors que la politique monétaire s'avèrera plus restrictive que nous le pensions précédemment. Pour l'année prochaine, notre croissance passe de 2.2% à 1.5%. Alors que des signes de récession émergent dans de nombreux pays, nous ne croyons pas que l'économie canadienne soit sur le point de plier le genou. Les consommateurs ont accumulé une épargne excédentaire qui permet d'absorber l'augmentation du coût de la vie et le marché du travail, confortablement au plein emploi, devrait autoriser une croissance honorable des salaires. La vigueur du secteur des ressources naturelles pourrait également compenser une partie du

choc de la consommation. D'ailleurs, l'envolée des profits pourrait stimuler certains investissements au cours des prochains trimestres, la technologie et l'automatisation pouvant parfois pallier la rareté de main-d'œuvre. Quant aux gouvernements, la tentation est grande de délier les cordons de leurs bourses, au moment où ils enregistrent un redressement spectaculaire des finances publiques.

Canada : L'augmentation des termes de l'échange dope les profits

Bénéfices d'exploitation nets et termes de l'échange



États-Unis Scénario économique

| (Variation annuelle en %)* | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2021 | T4/T4 2022 | 2023 |
|--|---------|---------|---------|---------|---------|-------|---------------|------|
| Produit intérieur brut (\$constants, 2012) | 2.3 | (3.4) | 5.7 | 2.4 | 1.5 | 5.5 | 0.9 | 1.8 |
| Dépenses personnelles | 2.2 | (3.8) | 7.9 | 3.1 | 1.8 | 6.9 | 2.4 | 1.7 |
| Construction résidentielle | (0.9) | 6.8 | 9.2 | (2.9) | (0.8) | (1.5) | (2.7) | 1.1 |
| Investissements des entreprises | 4.3 | (5.3) | 7.4 | 4.5 | 1.5 | 6.6 | 3.9 | 1.6 |
| Dépenses publiques | 2.2 | 2.5 | 0.5 | (0.6) | 1.6 | 0.1 | 0.6 | 1.5 |
| Exportations | (0.1) | (13.6) | 4.5 | 5.2 | 3.5 | 4.9 | 3.2 | 3.1 |
| Importations | 1.2 | (8.9) | 14.0 | 8.9 | 1.5 | 9.6 | 5.1 | 1.9 |
| Variation des stocks (milliards \$) | 75.1 | (42.3) | (32.6) | 92.4 | 40.0 | 193.2 | 50.0 | 50.0 |
| Demande intérieure | 2.4 | (2.5) | 6.5 | 2.4 | 1.6 | 5.3 | 2.1 | 1.7 |
| Revenu réel disponible | 2.3 | 6.2 | 2.3 | (5.2) | 1.1 | 0.1 | (1.5) | 1.4 |
| Emploi des salariés | 1.3 | (5.8) | 2.8 | 3.9 | 1.1 | 4.3 | 2.8 | 0.7 |
| Taux de chômage | 3.7 | 8.1 | 5.4 | 3.8 | 4.3 | 4.2 | 4.0 | 4.3 |
| Taux d'inflation | 1.8 | 1.3 | 4.7 | 8.2 | 2.9 | 6.7 | 7.5 | 1.8 |
| Bénéfices avant impôts | 2.7 | (5.2) | 25.0 | 3.4 | 1.9 | 21.0 | (0.4) | 1.9 |
| Compte courant (milliards \$) | (472.1) | (616.1) | (846.6) | (806.3) | (712.5) | ... | ... | ... |

* Sauf indication contraire.

Scénario financier**

| | actuel 15/06/22 | T3 2022 | T4 2022 | T1 2023 | T2 2023 | 2021 | 2022 | 2023 |
|---------------------------|--------------------|---------|---------|---------|---------|------|------|------|
| Taux cible fonds fédéraux | 1.00 | 2.75 | 3.00 | 3.00 | 3.00 | 0.25 | 3.00 | 3.00 |
| Bons du Trésor 3 mois | 1.69 | 2.70 | 2.90 | 2.90 | 2.90 | 0.06 | 2.90 | 2.85 |
| Obligations fédérales | | | | | | | | |
| 2 ans | 3.20 | 3.30 | 3.15 | 3.10 | 3.05 | 0.73 | 3.15 | 2.90 |
| 5 ans | 3.38 | 3.50 | 3.30 | 3.20 | 3.10 | 1.26 | 3.30 | 2.90 |
| 10 ans | 3.33 | 3.40 | 3.30 | 3.20 | 3.10 | 1.52 | 3.30 | 2.95 |
| 30 ans | 3.39 | 3.45 | 3.40 | 3.30 | 3.25 | 1.90 | 3.40 | 3.10 |
| Taux de change | | | | | | | | |
| US\$/Euro | 1.04 | 1.09 | 1.08 | 1.07 | 1.08 | 1.14 | 1.08 | 1.08 |
| YEN/\$US | 135 | 127 | 125 | 123 | 121 | 115 | 125 | 120 |

** fin de période

Dynamique trimestrielle

| | T2 2021 publié | T3 2021 publié | T4 2021 publié | T1 2022 publié | T2 2022 prévision | T3 2022 prévision | T4 2022 prévision | T1 2023 prévision |
|-----------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| PIB réel (var. t/t %, désaisonn.) | 6.7 | 2.3 | 6.9 | (1.5) | 3.0 | 1.3 | 0.8 | 1.4 |
| IPC (var. a/a %) | 4.8 | 5.3 | 6.7 | 8.0 | 8.5 | 9.0 | 7.5 | 5.2 |
| IPC de base (var. a/a %) | 3.7 | 4.1 | 5.0 | 6.3 | 5.9 | 5.9 | 5.5 | 4.5 |
| Taux de chômage (%) | 5.9 | 5.1 | 4.2 | 3.8 | 3.6 | 3.8 | 4.0 | 4.2 |

Financière Banque Nationale

Canada Scénario économique

| (Variation annuelle en %)* | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2021 | T4/T4 2022 | 2023 |
|--|--------|----------|---------|--------|--------|-------|---------------|--------|
| Produit intérieur brut (\$constants, 2012) | 1.9 | (5.2) | 4.5 | 3.5 | 1.5 | 3.2 | 2.4 | 1.5 |
| Dépenses personnelles | 1.4 | (6.2) | 5.0 | 4.3 | 1.6 | 5.2 | 2.3 | 1.6 |
| Construction résidentielle | (0.2) | 4.3 | 15.3 | (1.7) | (5.2) | (0.4) | (1.3) | (3.0) |
| Investissements des entreprises | 2.5 | (12.1) | 2.3 | 6.3 | 2.2 | 7.0 | 3.7 | 2.8 |
| Dépenses publiques | 0.8 | 0.9 | 5.6 | 2.3 | 1.9 | 3.6 | 2.1 | 1.8 |
| Exportations | 2.3 | (9.7) | 1.4 | 1.9 | 4.8 | 0.8 | 1.9 | 4.4 |
| Importations | 0.4 | (10.8) | 7.7 | 3.6 | 4.1 | 5.7 | 2.2 | 4.0 |
| Variation des stocks (millions \$) | 18,377 | (18,720) | (2,361) | 10,916 | 13,875 | 5,259 | 13,000 | 14,000 |
| Demande intérieure | 1.2 | (4.1) | 5.6 | 3.3 | 1.0 | 4.1 | 2.0 | 1.3 |
| Revenu réel disponible | 3.0 | 8.2 | 0.3 | 0.1 | 1.7 | (0.6) | 2.8 | 1.9 |
| Emploi | 2.2 | (5.1) | 4.8 | 3.9 | 1.0 | 4.2 | 2.2 | 1.0 |
| Taux de chômage | 5.8 | 9.6 | 7.4 | 5.4 | 5.6 | 6.3 | 5.5 | 5.6 |
| Taux d'inflation | 1.9 | 0.7 | 3.4 | 6.2 | 2.2 | 4.7 | 5.4 | 1.7 |
| Bénéfices avant impôts | (0.6) | (1.9) | 32.3 | 13.8 | (5.0) | 15.7 | 10.4 | 0.6 |
| Compte courant (milliards, \$) | (47.0) | (39.4) | 1.1 | 22.1 | (7.1) | | | |

* Sauf indication contraire.

Scénario financier**

| | actuel 15/06/22 | T3 2022 | T4 2022 | T1 2023 | T2 2023 | 2021 | 2022 | 2023 |
|-------------------------------|--------------------|---------|---------|---------|---------|------|------|------|
| Taux à un jour | 1.50 | 2.75 | 3.25 | 3.25 | 3.25 | 0.25 | 3.25 | 3.25 |
| Taux préférentiel | 3.50 | 4.75 | 5.25 | 5.25 | 5.25 | 2.25 | 5.25 | 5.25 |
| Bons du Trésor 3M | 1.97 | 2.95 | 3.25 | 3.20 | 3.20 | 0.17 | 3.25 | 3.20 |
| Obligations fédérales | | | | | | | | |
| 2 ans | 3.28 | 3.45 | 3.50 | 3.45 | 3.35 | 0.95 | 3.50 | 3.30 |
| 5 ans | 3.40 | 3.55 | 3.55 | 3.50 | 3.40 | 1.26 | 3.55 | 3.30 |
| 10 ans | 3.46 | 3.60 | 3.60 | 3.55 | 3.45 | 1.43 | 3.60 | 3.30 |
| 30 ans | 3.33 | 3.50 | 3.55 | 3.55 | 3.45 | 1.68 | 3.55 | 3.35 |
| Taux de change | | | | | | | | |
| CAD par USD | 1.29 | 1.25 | 1.22 | 1.23 | 1.25 | 1.26 | 1.22 | 1.27 |
| Prix du pétrole (WTI), \$U.S. | 115 | 107 | 100 | 97 | 94 | 75 | 100 | 90 |

** fin de période

Dynamique trimestrielle

| | T2 2021 publié | T3 2021 publié | T4 2021 publié | T1 2022 publié | T2 2022 prévision | T3 2022 prévision | T4 2022 prévision | T1 2023 prévision |
|--|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| PIB réel (var. t/t %, désaisonn.) | (3.1) | 5.3 | 6.6 | 3.1 | 4.5 | 1.6 | 0.6 | 1.1 |
| IPC (var. a/a %) | 3.4 | 4.1 | 4.7 | 5.8 | 7.2 | 6.4 | 5.4 | 3.9 |
| IPC ex. aliments et énergie (var. a/a %) | 2.1 | 3.0 | 3.2 | 4.0 | 4.6 | 4.1 | 4.0 | 3.5 |
| Taux de chômage (%) | 7.9 | 7.2 | 6.3 | 5.8 | 5.1 | 5.2 | 5.5 | 5.6 |

Financière Banque Nationale

Prévisions économiques provinciales

| | 2019 | 2020 | 2021e | 2022p | 2023p | 2019 | 2020 | 2021e | 2022p | 2023p |
|-------------------------|---|-------|-------|-------|-------|--------------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| | PIB réel (croissance en %) | | | | | PIB nominal (croissance en %) | | | | |
| Terre-Neuve-et-Labrador | 3.3 | -5.4 | 2.5 | 2.6 | 1.6 | 2.3 | -10.7 | 13.6 | 15.8 | 0.5 |
| Île-du-Prince-Édouard | 4.7 | -1.7 | 3.1 | 2.4 | 1.5 | 6.6 | 0.9 | 8.8 | 5.0 | 1.6 |
| Nouvelle-Écosse | 3.0 | -2.5 | 3.4 | 2.6 | 1.5 | 3.7 | 0.7 | 8.7 | 5.7 | 1.5 |
| Nouveau-Brunswick | 1.3 | -3.2 | 3.2 | 2.3 | 1.1 | 2.4 | -1.3 | 8.9 | 8.1 | 0.9 |
| Québec | 2.8 | -5.5 | 6.2 | 3.1 | 1.3 | 4.7 | -2.4 | 13.1 | 7.2 | 1.3 |
| Ontario | 2.0 | -5.1 | 4.3 | 3.3 | 1.4 | 3.7 | -2.8 | 12.0 | 7.1 | 1.4 |
| Manitoba | 0.4 | -4.6 | 3.4 | 3.3 | 1.5 | 0.7 | -1.4 | 10.4 | 10.2 | 1.3 |
| Saskatchewan | -1.1 | -4.9 | 4.0 | 4.1 | 1.9 | -0.4 | -6.6 | 17.8 | 26.2 | 1.3 |
| Alberta | -0.1 | -7.9 | 4.8 | 4.7 | 2.0 | 1.5 | -16.1 | 20.2 | 22.3 | 0.4 |
| Colombie-Britannique | 3.1 | -3.4 | 4.4 | 3.9 | 1.6 | 4.6 | -0.5 | 12.0 | 10.4 | 1.4 |
| Canada | 1.9 | -5.3 | 4.5 | 3.5 | 1.5 | 3.6 | -4.6 | 13.0 | 10.7 | 1.3 |
| | Emploi (croissance en %) | | | | | Taux de chômage (%) | | | | |
| Terre-Neuve-et-Labrador | 1.2 | -5.9 | 3.0 | 4.0 | 0.6 | 12.3 | 14.1 | 12.9 | 10.7 | 10.2 |
| Île-du-Prince-Édouard | 3.4 | -3.2 | 3.7 | 6.5 | 1.3 | 8.6 | 10.6 | 9.4 | 7.9 | 8.2 |
| Nouvelle-Écosse | 2.3 | -4.7 | 5.4 | 3.3 | 1.2 | 7.3 | 9.7 | 8.4 | 6.5 | 6.7 |
| Nouveau-Brunswick | 0.7 | -2.6 | 2.6 | 1.8 | 0.6 | 8.2 | 10.0 | 9.0 | 7.5 | 7.8 |
| Québec | 2.0 | -4.8 | 4.2 | 2.6 | 0.9 | 5.2 | 8.8 | 6.1 | 4.2 | 4.4 |
| Ontario | 2.8 | -4.7 | 4.9 | 4.7 | 1.0 | 5.6 | 9.5 | 8.0 | 5.6 | 5.9 |
| Manitoba | 1.1 | -3.7 | 3.5 | 2.8 | 1.1 | 5.4 | 8.0 | 6.4 | 4.9 | 5.0 |
| Saskatchewan | 1.7 | -4.6 | 2.6 | 3.8 | 1.1 | 5.6 | 8.3 | 6.5 | 5.1 | 5.2 |
| Alberta | 0.6 | -6.5 | 5.2 | 4.9 | 1.3 | 7.0 | 11.5 | 8.6 | 5.6 | 5.5 |
| Colombie-Britannique | 2.9 | -6.5 | 6.6 | 3.4 | 1.2 | 4.7 | 9.0 | 6.5 | 4.8 | 5.3 |
| Canada | 2.2 | -5.1 | 4.8 | 3.9 | 1.0 | 5.7 | 9.6 | 7.4 | 5.4 | 5.6 |
| | Mises en chantier de logements (000) | | | | | IPC (Croissance en %) | | | | |
| Terre-Neuve-et-Labrador | 0.9 | 0.8 | 1.3 | 2.0 | 0.7 | 1.0 | 0.2 | 3.7 | 5.8 | 2.1 |
| Île-du-Prince-Édouard | 1.3 | 1.1 | 1.2 | 1.1 | 0.9 | 1.2 | 0.0 | 5.1 | 6.7 | 1.9 |
| Nouvelle-Écosse | 4.7 | 4.9 | 6.0 | 4.9 | 4.2 | 1.6 | 0.3 | 4.1 | 6.3 | 2.0 |
| Nouveau-Brunswick | 2.9 | 3.6 | 4.0 | 3.2 | 1.8 | 1.7 | 0.2 | 3.8 | 6.4 | 2.2 |
| Québec | 48.0 | 54.2 | 71.2 | 65.5 | 52.5 | 2.1 | 0.8 | 3.8 | 6.1 | 2.6 |
| Ontario | 69.0 | 81.3 | 101.2 | 86.5 | 80.5 | 1.9 | 0.6 | 3.5 | 6.4 | 2.1 |
| Manitoba | 6.9 | 7.3 | 8.0 | 7.6 | 7.3 | 2.3 | 0.5 | 3.2 | 6.2 | 2.0 |
| Saskatchewan | 2.4 | 3.1 | 4.3 | 3.5 | 3.0 | 1.7 | 0.6 | 2.6 | 5.9 | 2.0 |
| Alberta | 27.4 | 24.1 | 32.1 | 35.0 | 26.5 | 1.7 | 1.1 | 3.2 | 6.0 | 2.0 |
| Colombie-Britannique | 45.1 | 38.0 | 47.7 | 37.0 | 33.0 | 2.3 | 0.8 | 2.8 | 6.0 | 2.3 |
| Canada | 208.5 | 218.4 | 276.8 | 246.3 | 210.4 | 1.9 | 0.7 | 3.4 | 6.2 | 2.2 |

e: estimé

p: prévision

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

Taux d'intérêt et marché obligataire



Taux d'intérêt et marché obligataire



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



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



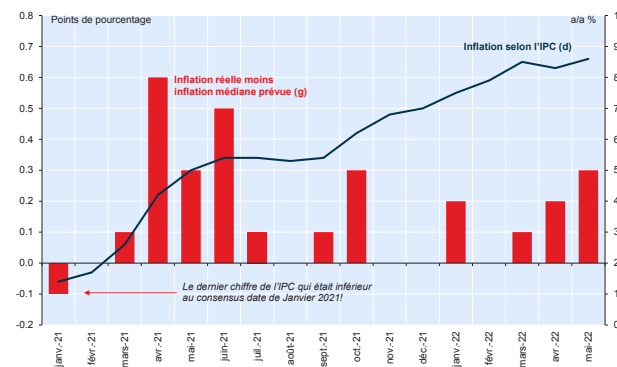
Jocelyn Paquet
Économiste
514 412-3693

États-Unis : Flirt avec la stagflation

Pendant un bref laps de temps, les craintes d'inflation semblaient avoir culminé. À 8.5% en glissement annuel en mars, l'IPC d'ensemble semblait avoir atteint son maximum et les marchés, comme les participants du FOMC, commencèrent à évoquer une pause possible dans le cycle de hausse des taux de la Fed en septembre. Mais la thèse de l'atterrissage en douceur a subi un coup dur en juin, quand la décélération antérieure de l'inflation s'est révélée être un faux espoir. L'IPC torride de 1.0% sur un mois a fait grimper l'inflation d'ensemble sur un an à un nouveau record du cycle, à 8.6%, dépassant les estimations de tous les économistes du secteur privé. Vous entendez ce bruit? Ce sont les banques centrales et les prévisionnistes qui, une fois de plus, éliminent leurs prévisions antérieures de l'inflation et les remplacent par de nouvelles, indiquant une inflation plus élevée et plus persistante.

États-Unis : L'IPC a de nouveau dépassé le consensus en mai

Inflation selon l'IPC a/a (d) et différence entre l'inflation réelle et l'inflation médiane prévue (g)



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

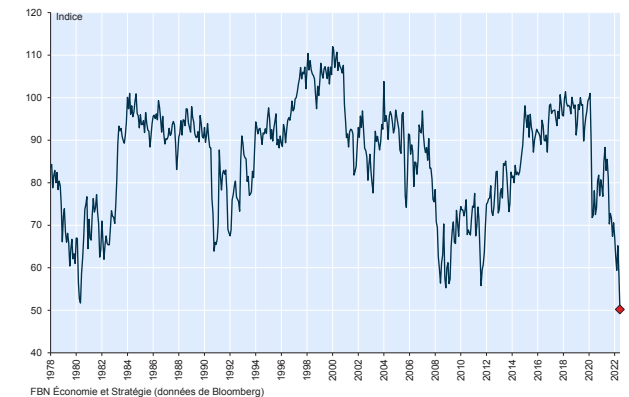
Pour compliquer les choses, le bond de l'inflation s'accompagne d'un ralentissement de l'activité économique, d'une grande morosité des consommateurs, d'une débâcle du marché boursier et de la poursuite du désendettement. Le chiffre négatif du PIB au T1 (qui, il faut bien le reconnaître, ne semblait pas si catastrophique du point de vue de la demande intérieure) pourrait être suivi d'un autre chiffre de croissance sous le potentiel au deuxième trimestre. Cela d'après le modèle GDPNow de la Fed d'Atlanta qui estime la croissance au T2 à un piètre 0.0% au moment de rédiger ces notes. Bien que nous soyons un peu plus optimistes pour le deuxième trimestre,

comme nous l'expliquons dans notre **Mensuel économique**, nous convenons que la croissance nettement supérieure au potentiel aux États-Unis relève d'une époque révolue.

Comme dit plus haut, l'activité des consommateurs était positive au cours des trois premiers mois de l'année, mais il y a de bonnes raisons de s'attendre à un repli dans un avenir pas très lointain. La plus récente édition du Livre beige de la Fed a révélé des indices selon lesquels l'augmentation des prix commence à entraîner une diminution de la consommation. Pendant ce temps, l'édition de juin de l'indice de confiance des consommateurs de l'Université du Michigan dénotait une forte baisse, à un creux record datant de plus de 40 ans. Selon cette enquête réputée, les Américains sont plus pessimistes aujourd'hui qu'ils l'étaient dans les premiers jours de la pandémie de COVID-19 ou même pendant la grande crise financière mondiale. Il faut remonter au début des années 1980 pour trouver des chiffres de cet indice comparables à ceux qui viennent de paraître. Le thème commun? L'inflation, bien sûr.

États-Unis : L'inflation sape le moral des consommateurs

Indice de confiance des consommateurs de l'Université du Michigan depuis 1978



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

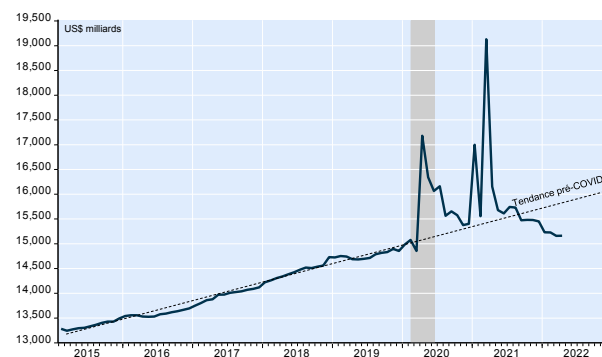
Certes, la situation pour la Fed est loin d'être idéale et, très bientôt, elle sera placée devant une décision difficile. D'une part, elle pourrait lancer une guerre totale à l'inflation (l'approche qu'elle préconise pour le moment), en augmentant continuellement les taux d'intérêt bien au-dessus des niveaux neutres, infligeant un revers aux perspectives de croissance déjà chancelantes. Dans ce scénario, il est peu probable que le superbe taux de chômage de 3.6% réussisse à se maintenir. (Même avec notre prévision de hausse des taux plus limitée, nous

Taux d'intérêt et marché obligataire

anticipons une nette augmentation du taux de chômage d'ici la fin de l'année). Alors que l'inflation est maintenant l'ennemi public numéro 1, le plein emploi reste un des deux piliers du double mandat de la Fed et celui-ci pourrait rapidement revenir à l'avant-scène. Anticipant ce qui pourrait se passer, un certain nombre de compagnies ont annoncé un arrêt de l'embauche, voire des compressions d'effectifs. Une nouvelle accélération des hausses de taux et la détérioration des conditions financières ne feraient qu'accentuer cette tendance naissante.

États-Unis : L'inflation comprime le revenu réel

Revenu réel disponible, corrigé des effets saisonniers et annualisé. Dernière observation : avril 2022

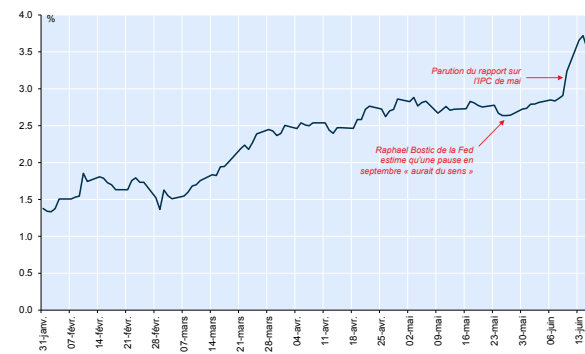


FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Prospectivement, il faudra quelques mois avant que la Fed ne dispose de preuves claires et convaincantes d'une détérioration économique importante. Il faudra peut-être même encore plus de temps pour qu'elle ait l'assurance que l'inflation ait bien amorcé une descente. Pendant ce temps, la fourchette des taux possibles pour la cible des fonds fédéraux est très large. Alors que les hausses de 25 pb ont été remplacées par 50 pb et maintenant par 75 pb, il a été rarement plus difficile de projeter où en sera le taux directeur dans un an – et encore plus, dans quelques mois. Mais à ce stade, il semble que des tours de vis de plus de 25 pb soient inévitables, au moins aux deux prochaines réunions de politique monétaire. C'est effectivement ce que la Fed et Jerome Powell nous ont dit à leur réunion de juin. Quant à savoir jusqu'à où elle avancera en zone restrictive, la question reste entière. Posez la question au marché à terme des fonds fédéraux et il vous dira que nous nous rapprocherons d'un taux directeur de 4% dans moins d'un an.

États-Unis : Les prévisions de hausse des taux s'envolent après un répit

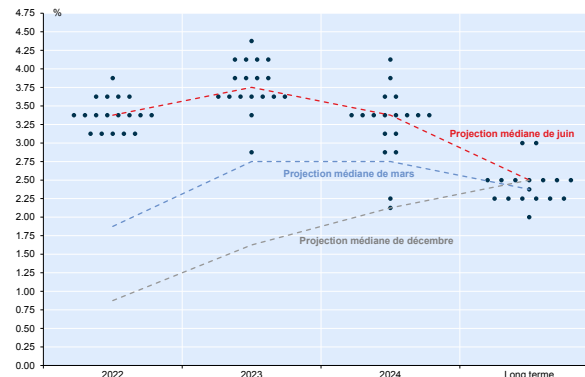
Taux des fonds fédéraux implicites à la fin de 2022 selon les contrats à terme sur ces fonds



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Les graphiques à points de la Fed suivent le marché... avec un décalage

Graphique à points du FOMC de juin 2022 avec les projections médianes de mars et décembre



FBN Économie et Stratégie (données de la Réserve fédérale)

Malgré nos erreurs de prévision à sens unique à ce jour (et nous ne sommes pas seuls dans ce cas), nous conservons un penchant qui nous situe en dessous du marché (et des projections du graphique à points du FOMC) dans nos prévisions des taux des fonds fédéraux. Nous pensons toujours qu'une aggravation de l'économie réelle incitera la Fed à marquer une pause et, en définitive, à mettre fin à son cycle plus tôt et à un niveau inférieur à celui que le marché et la Fed ont évalué et signalé. Mais nous prenons acte du sentiment d'urgence qu'affiche la Fed et qui se traduira par une augmentation rapide du taux des fonds fédéraux. En conséquence, nous avons révisé notre prévision concernant la Fed pour inclure des hausses subséquentes de 50 points de base en juillet, 50 pb en septembre et 25 pb en novembre pour atteindre 3,0% avant la fin de l'année – un taux qui

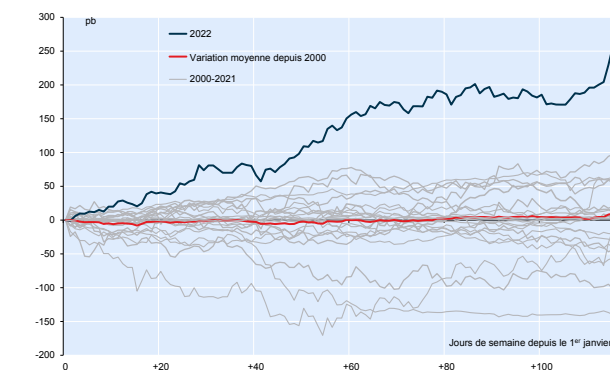
demeure plus bas que celui des participants du FOMC les plus accommodants.

Nous concédons que les risques pour notre prévision des taux des fonds fédéraux sont plus grands. Mais nous rappelez que, tout comme nous l'avons vu ces derniers jours, les conditions peuvent changer et qu'elles changent vite. Alors que les révisions rapides des anticipations de taux ont été unidirectionnelles depuis le début de l'année, il pourrait suffire d'un rapport désolant sur les effectifs salariés non agricoles et/ou d'un chiffre de l'inflation inférieur au consensus pour renverser la tendance et pousser la Fed à faire volte-face. Et il y a un autre facteur à prendre en considération : La Fed n'a jamais haussé le taux directeur à l'amorce d'un marché baissier pour l'indice S&P500. Hausser le ton contre l'inflation est facile actuellement. Mais nous ne sommes pas sûrs que cela le resterait si le marché boursier enregistrait une nouvelle chute importante.

Sur la base de ce scénario, les niveaux actuels des rendements – particulièrement ceux des obligations du Trésor à court terme – sont trop élevés, même après le répit qui a suivi immédiatement la réunion de juin. Nous avons prévu des hausses des taux obligataires à court terme puisque les fortes hausses des taux directeurs continuent, mais nous croyons que, d'ici la fin du troisième trimestre ou au début du quatrième, les taux à court terme baisseront de nouveau. Nous nous attendons à ce que les taux à long terme diminuent aussi, bien que des attentes d'inflation plus tenaces, en plus du resserrement quantitatif (qui en est encore à ses balbutiements), puissent impliquer que des rendements supérieurs à 3% se maintiendront pendant un certain temps.

La plus forte hausse des taux obligataires de début d'année en plus de 20 ans

Variation du taux des obligations du Trésor de 2 ans à partir du 1^{er} janvier, depuis 2000



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

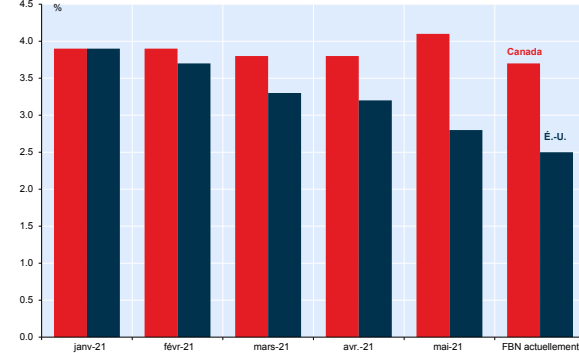
Taux d'intérêt et marché obligataire

Adhésion à la résilience canadienne

Comme nous l'avons expliqué, les perspectives économiques des États-Unis se détériorent. Si le Canada et son voisin du sud tendent à évoluer en tandem, nous avons commencé à voir une divergence dans les perspectives économiques des deux pays. Les prévisions de croissance, qui ont été continuellement réduites outre-frontière de mois en mois, sont restées remarquablement stables au nord du 49^e parallèle. Croyez-le ou non, notre prévision de la croissance du PIB réel canadien pour 2022 n'a pas beaucoup changé depuis le début de l'année, malgré les perspectives d'un changement radical du taux directeur.

Prévisions de croissance canadienne stables, contrairement aux É.-U.

Prévision de croissance du PIB réel en 2022 de Consensus Economics par mois (avec les dernières prévisions de FBN : Canada et États-Unis)



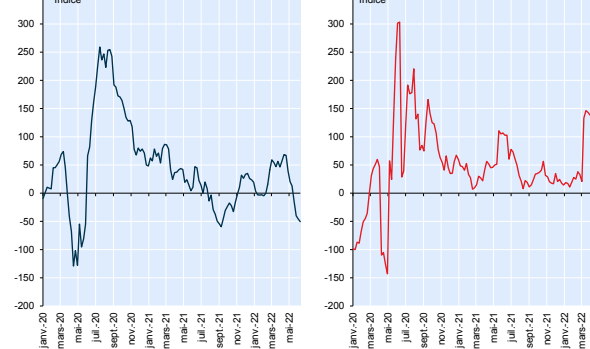
FBN Économie et Stratégie (données de Consensus Economics)

L'orientation des révisions des prévisions de croissance concorde avec les surprises économiques, qui sont devenues nettement négatives aux États-Unis, tout en restant positives au Canada.

Bien entendu, les prix élevés des matières premières assurent un soutien disproportionné au Canada et ont donné lieu à une croissance exorbitante du PIB nominal. Cela a entraîné des profits généreux pour l'économie canadienne et des recettes fiscales dépassant les prévisions, pour l'État et les provinces. Comme nous l'avons vu la semaine dernière, cela a conduit à des **annulations d'adjudications d'obligations gouvernementales** puisque les besoins de capitaux frais ont considérablement diminué.

Les surprises économiques restent positives au Canada, pas aux É.-U.

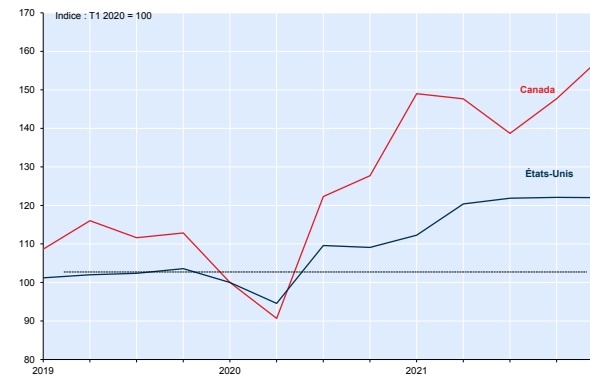
Indice Citi des surprises économiques : États-Unis (gauche) et Canada (droite) depuis 2020



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Pour les bénéfices des entreprises, c'est « avantage au Canada »

Excédent opérationnel net (entreprises) : Canada comparativement aux États-Unis

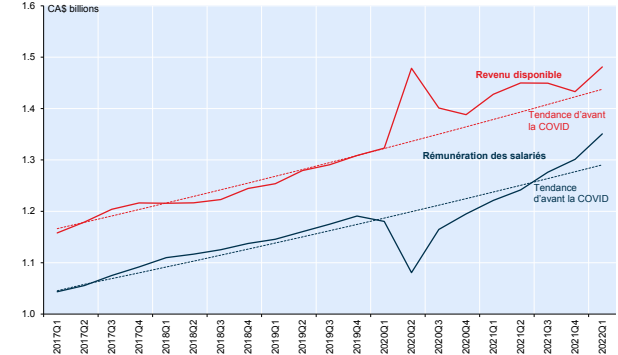


FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada, BEA)

Pendant le premier trimestre au moins, les ménages canadiens en ont aussi profité. La croissance de la rémunération des salariés était la plus forte depuis plusieurs décennies, ce qui a permis au taux d'épargne de se maintenir bien au-dessus des niveaux d'avant la COVID. À titre de comparaison, il semble que les Américains aient maintenant commencé à puiser dans leur épargne excédentaire puisque le taux d'épargne est descendu sous les normes d'avant la COVID ces derniers mois.

Canada : Revenu disponible et rémunération tendent à la hausse

Revenu disponible, rémunération des salariés et tendances d'avant la COVID

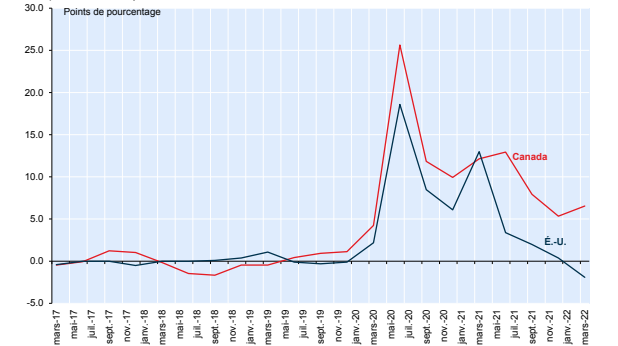


FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

Il faut noter qu'il n'y a pas très longtemps, beaucoup de provinces avaient mis en veille de grands pans de l'économie pour tenter de combattre la vague hivernale du variant Omicron. Résultat, la capacité de dépenser a été freinée au moins pendant une partie du premier trimestre. Cela soulève la question de savoir si le Canada commencera à enregistrer un net repli de la consommation une fois que la demande comprimée sera épuisée. Comme nous l'expliquions dans notre édition du mois dernier, nous adhérons de plus en plus à la thèse de la résilience et de la performance supérieure du Canada.

Le taux d'épargne reste supérieur à la moyenne au Canada, pas aux É.-U.

Points de pourcentage de différence du taux d'épargne par rapport à la moyenne d'avant la COVID (2017-2019) : Canada comparativement aux États-Unis



FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada, BEA) | Nota : Au-dessus de zéro, le taux d'épargne est plus élevé qu'avant la COVID et vice versa

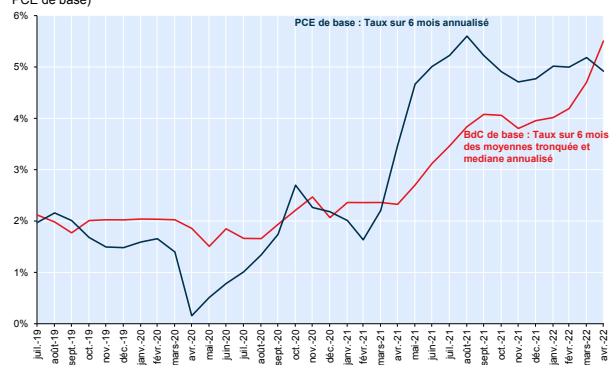
Taux d'intérêt et marché obligataire

Oui, l'activité immobilière résidentielle va ralentir par rapport à des « niveaux exceptionnellement élevés », comme l'a dit la Banque du Canada. Mais, les prix élevés des matières premières, l'augmentation de l'immigration, un marché du travail étriqué et une impulsion budgétaire positive dans beaucoup de provinces sont autant de facteurs qui continueront de former un courant porteur au cours des prochains trimestres. Ne vous y trompez pas, l'augmentation des taux d'intérêt freinera la demande. Mais, comparativement aux États-Unis, il faudra peut-être un peu plus de temps et de resserrement de la politique monétaire pour parvenir au ralentissement nécessaire afin de ramener la demande au niveau de l'offre.

Ces facteurs soutiendront la croissance, mais ils ont l'effet secondaire malheureux de maintenir les prix sous pression à court terme. Bien que l'inflation d'ensemble mesurée par l'IPC demeure plus basse au Canada qu'aux États-Unis, l'élan récent a été préoccupant. L'inflation de base annualisée a été exclusivement orientée à la hausse ces derniers mois au Canada, alors que la tendance de l'indicateur de la Fed marque au moins un palier.

Canada : La dynamique de l'inflation de base est inquiétante

Inflation de base sur 6 mois annualisée : Canada (moyennes tronquée et médiane) et États-Unis (indicateur PCE de base)



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

La Banque du Canada est clairement inquiète. Bien que la BdC ait décidé une hausse des taux directeur de 50 pb à laquelle tout le monde s'attendait en juin, le ton de son communiqué de presse était celui d'une banque centrale beaucoup plus inquiète des pressions continues sur les prix. Symboliquement, la BdC a ramené le sujet de l'inflation au début de son communiqué qui était émaillé de propos forts (« pressions généralisées sur les prix des intrants », « risque que l'inflation élevée s'enracine »).

Résultat, la Banque s'est dite prête à « agir avec plus de force » si c'est nécessaire, ce qui a conduit à une réévaluation importante des attentes concernant la hausse des taux directeurs. Dans une allocution subséquente, le sous-gouverneur Paul Beaudry a poursuivi dans la même veine en concédant qu'une hausse des taux de 75 pb sera envisagée en juillet et que la probabilité d'une augmentation des taux jusqu'au sommet de la fourchette estimée neutre (2-3%), voire au-dessus, avait augmenté. Et surtout, tout cela s'est produit avant la parution du chiffre élevé de l'IPC aux États-Unis et avant l'adoption par la Fed de sa propre hausse de 75 pb.

Depuis la réunion de juin de la BdC, la Banque a aussi publié sa Revue du système financier annuelle. Faut-il s'en étonner, l'endettement élevé des ménages et les prix du logement figuraient en tête de la liste des principaux risques pour le système financier. Certes, ce n'est pas un sujet nouveau, et nous l'avons **évoqué récemment**. Mais malgré ces vulnérabilités, la Banque semble convaincue que l'économie canadienne sera en mesure de résister à l'augmentation rapide des taux d'intérêt en cours et est disposée à tolérer une certaine baisse des prix immobiliers. Faisant les manchettes après la publication de la RSF, la Banque a reconnu que le paiement typique d'un prêt hypothécaire pourrait augmenter de 30% d'ici 5 ans. Nous ne partageons pas nécessairement l'optimisme de la BdC sur le front du logement, mais nous convenons que la conjoncture pourrait demeurer propice pendant le reste de l'année, ce qui permettrait à la banque centrale de maintenir son penchant de fermeté pendant plus longtemps.

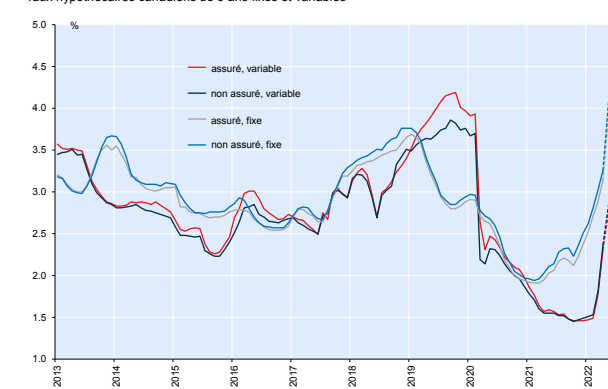
En résumé, nous avons une banque centrale de plus en plus agressive qui semble disposée à tolérer certains effets douloureux sur le marché immobilier résidentiel. En même temps, la résilience de l'économie canadienne implique que la croissance et les revenus devraient continuer de progresser à un rythme soutenu au cours des prochains trimestres. Et à moyen terme, un répit sur le front de l'inflation est peu probable. Pendant ce temps, la Fed s'est montrée nettement plus ferme, ce qui a exercé une pression sur la Banque du Canada pour qu'elle en fasse autant. Ajoutez le tout, et cela justifie une nette augmentation de notre prévision concernant la Banque du Canada.

Tenant compte de la rhétorique de fermeté de la BdC et de la forte hausse des taux de la Fed en juin, nous nous attendons maintenant à une augmentation des taux de 75 pb par la Banque du Canada en juillet, ce qui situera

le taux directeur dans sa fourchette neutre de 2-3%. Bien que cette hausse grand format puisse n'être qu'une exception, cela n'empêchera pas la Banque de se rapprocher d'un niveau restrictif des taux, voire d'entrer carrément dans cette zone avant la fin de l'année. Nous prévoyons maintenant que la cible du taux de financement à un jour atteindra 3.25% dans les six prochains mois, 25 pb de plus que ce que nous prévoyons pour la Fed. Cependant, comme aux États-Unis, nous croyons qu'une pause sera justifiée d'ici la fin de l'année et ne nous attendons pas à des hausses en 2023.

Canada : Une hausse massive des taux hypothécaires serait un frein

Taux hypothécaires canadiens de 5 ans fixes et variables



FBN Économie et Stratégie (données de la Banque du Canada) | Nota : Données officielles d'avril 2022, la ligne pointillée représente les estimations de FBN

Taux d'intérêt et marché obligataire

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

| | 15-juin-22 | 16-mars-22 | 15-déc-21 | 15-sept-21 | 16-juin-21 |
|-----------------------|------------|------------|-----------|------------|------------|
| Taux d'intérêt | | | | | |
| 3 mois | 1.89 | 0.655 | 0.045 | 0.153 | 0.115 |
| 2 ans | 3.286 | 1.888 | 0.948 | 0.423 | 0.366 |
| 5 ans | 3.4 | 2.019 | 1.262 | 0.83 | 0.928 |
| 10 ans | 3.459 | 2.18 | 1.409 | 1.22 | 1.441 |
| 30 ans | 3.328 | 2.392 | 1.749 | 1.77 | 1.951 |
| Écarts | | | | | |
| 3 mois - 2 ans | 139.6 | 123.3 | 90.3 | 27 | 25.1 |
| 2 - 5 ans | 11.4 | 13.1 | 31.4 | 40.7 | 56.2 |
| 5 - 10 ans | 5.9 | 16.1 | 14.7 | 39 | 51.3 |
| 10 - 30 ans | -13.1 | 21.2 | 34 | 55 | 51 |
| Taux de change | | | | | |
| CAD/USD | 1.2891 | 1.2677 | 1.2834 | 1.263 | 1.2277 |
| EUR/CAD | 0.7426 | 0.7148 | 0.6901 | 0.6702 | 0.679 |

FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Marché boursier et stratégie de portefeuille



Marché boursier et stratégie de portefeuille



Stéphane Marion
Économiste et stratège en chef
514 879-3781



Matthieu Arseneau
Chef économiste adjoint
514 879-2252

Monde : Toujours en difficulté

Les actions mondiales continuent de traverser une passe difficile au T2. La plupart des indices ont décollé de leurs plus récents creux, mais l'indice MSCI Monde (tous pays) est encore en baisse de 7.1% sur le trimestre, seul le Japon présentant un rendement positif. Sur l'ensemble du début de l'année, l'Amérique latine est remontée en zone positive (tableau).

Indice MSCI composé : Évolution des cours

| | Depuis le début | | |
|-------------------------|-----------------|--------------|------------|
| | du mois | du trimestre | de l'année |
| MSCI Monde (TP) | 0.0 | -7.1 | -11.9 |
| MSCI Monde | 0.0 | -7.5 | -12.1 |
| MSCI États-Unis | -0.2 | -9.7 | -14.7 |
| MSCI Canada | 0.1 | -5.0 | -2.3 |
| MSCI Europe | -0.2 | -2.5 | -8.2 |
| MSCI Pacifique sans Jp | -0.3 | -4.2 | -3.7 |
| MSCI Japon | 2.9 | 1.0 | -1.5 |
| MSCI MÉ | 0.2 | -4.0 | -10.2 |
| MSCI MÉ EMOA | -3.3 | -8.7 | -18.1 |
| MSCI MÉ Amérique latine | -2.9 | -11.2 | 0.1 |
| MSCI MÉ Asie | 1.1 | -2.3 | -9.7 |

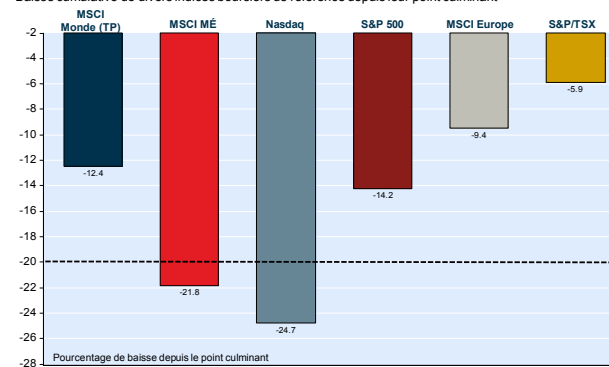
8/6/2022

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Les actions des marchés émergents et du secteur de la technologie restent celles qui sont le plus touchées, avec une contraction depuis leur point culminant qui dépasse encore 20% : l'indice MSCI MÉ (-21.8%) et le Nasdaq (-24.7%) sont techniquement encore dans un marché baissier (graphique).

Monde : Les actions des MÉ et technologiques en marché baissier

Baisse cumulative de divers indices boursiers de référence depuis leur point culminant



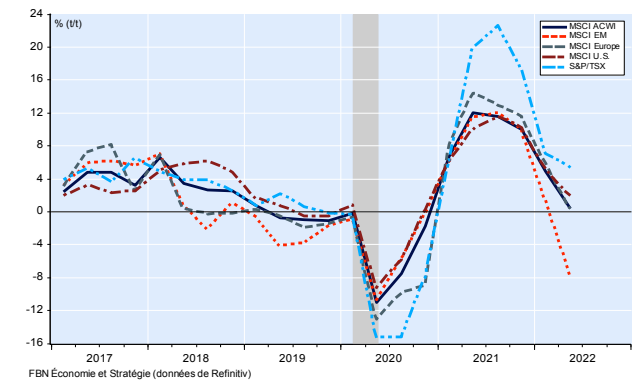
6/8/22

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv en date du 8 juin 2022)

La plupart des places boursières du monde continuent de faire face à un contexte géopolitique incertain, des chocs de l'offre qui nourrissent les tensions inflationnistes (aliments, énergie, pandémie) et la fin de la détente des banques centrales qui augmentent les taux d'intérêt ce qui brouille les perspectives de bénéfices. Les bénéfices par action de l'indice MSCI Monde (TP) des douze derniers mois présentent une croissance séquentielle faible au deuxième trimestre en raison d'une décélération générale. Pour l'indice MSCI MÉ, le bénéfice par action s'est déjà contracté de 8%, ce qui est le plus mauvais résultat en deux ans (graphique).

Monde : La croissance des bénéfices ralentit

Bénéfice des douze derniers mois des indices MSCI et S&P/TSX



FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

La contraction des bénéfices sur les marchés émergents a été exacerbée par la stratégie de lutte contre la COVID de la Chine et le ralentissement résultant de son économie, ce qui a aussi rejailli sur les chaînes d'approvisionnement mondiales. Pékin a récemment annoncé certains assouplissements des restrictions pour de grands pans de son économie, ce qui permettrait aux flux commerciaux mondiaux de commencer à se normaliser à mesure que des usines chinoises rouvriraient (graphique).

Marché boursier et stratégie de portefeuille

Chine : La réouverture des usines contribuera aux bénéfices

Indice PMI Caixin/Markit de la fabrication. Dernière observation : mai 2022



Cela prépare le terrain pour un rebond des bénéfices au T3. La question clé est de savoir si l'augmentation sera suffisamment soutenue pour répondre aux attentes actuelles d'une croissance de 9.2% au cours des douze prochains mois pour l'indice MSCI Monde (TP) et légèrement plus forte que cela pour l'indice MSCI MÉ (9.7%).

Indice MSCI composé : Évolution du bénéfice par action

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 12 prochains mois |
|-------------------------|-------|------|------|------|-------------------|
| MSCI Monde (TP) | 54.3 | 10.8 | 8.0 | 7.9 | 9.2 |
| MSCI Monde | 55.1 | 10.9 | 7.8 | 7.7 | 9.1 |
| MSCI États-Unis | 52.4 | 9.4 | 10.1 | 8.9 | 9.6 |
| MSCI Canada | 75.3 | 21.6 | 3.0 | 4.4 | 11.4 |
| MSCI Europe | 66.4 | 13.5 | 3.7 | 5.8 | 8.1 |
| MSCI Pacifique sans Jp | 44.7 | 13.2 | 7.0 | 0.7 | 7.7 |
| MSCI Japon | 0.0 | 41.9 | 8.1 | 5.3 | 7.3 |
| MSCI MÉ | 49.7 | 9.9 | 8.9 | 9.1 | 9.7 |
| MSCI MÉ EMOA | 62.2 | 11.4 | 10.1 | 5.6 | 11.1 |
| MSCI MÉ Amérique latine | 193.9 | 10.1 | -2.5 | 0.9 | 5.6 |
| MSCI MÉ Asie | 36.4 | 9.7 | 10.7 | 11.0 | 10.3 |

6/8/2022

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

L'évolution des bénéfices est cruciale pour la tenue du marché boursier à ce stade du cycle économique, puisque l'expansion des ratios C/B est peu probable tant que les taux d'intérêt continuent d'augmenter (graphique).

États-Unis : Les taux d'intérêt minent les ratios C/B

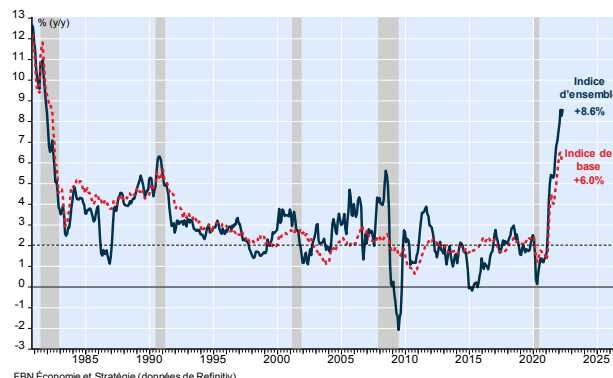
Ratios C/B prévisionnels de l'indice S&P 500 et taux de l'obligation du Trésor américain de 10 ans



Le plus récent rapport sur l'IPC était décevant à cet égard, avec un indice tous éléments confondus affichant une croissance annuelle de 8.6 pour cent en mai. L'inflation selon l'IPC de base, qui ne tient pas compte de la nourriture et de l'énergie, était un peu plus modérée, à 6%, mais dépassait encore les attentes (graphique). Face à cette résilience, la Fed n'a pas d'autre choix que de continuer de resserrer sa politique monétaire pour empêcher une dérive des attentes d'inflation.

États-Unis : L'inflation reste résilient

Indice des prix à la consommation : Total et total sans la nourriture et l'énergie (indice de base)



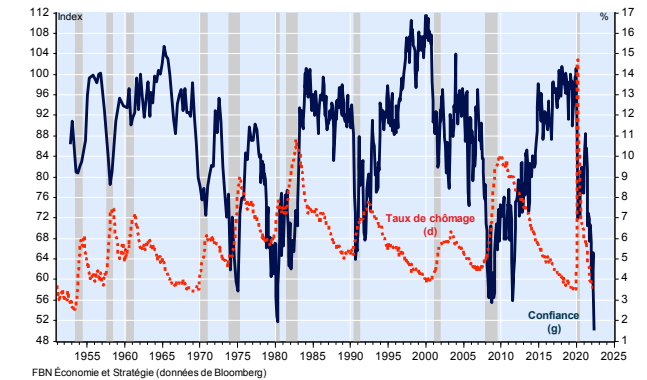
FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Heureusement, certains indicateurs commencent à laisser penser à une décélération de la croissance qui devrait se traduire par un ralentissement de l'inflation au cours des prochains mois. Par exemple, la confiance des

consommateurs a plongé à un creux record en juin, malgré un marché du travail étriqué, les ménages étant de plus en plus frustrés par l'inflation. Cela laisse présager un ralentissement des dépenses pour des biens et des services discrétionnaires.

États-Unis : La confiance des consommateurs est au plus bas

Indice de confiance des consommateurs de l'Université de Michigan et taux de chômage



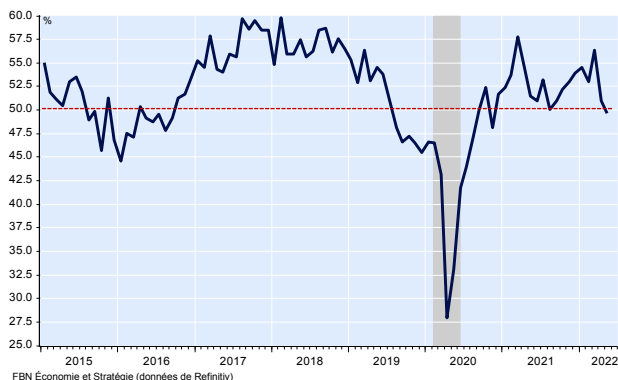
FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Le mois dernier, nous avons expliqué qu'avec une inflation des coûts unitaires de main-d'œuvre plus rapide que celle des prix de vente, les entreprises devraient ralentir le rythme de l'embauche pour limiter la pression sur les marges bénéficiaires. Malgré un nouveau rapport sur l'emploi vigoureux en mai, qui a vu l'emploi salarié augmenter de 390K à des niveaux voisins de ceux d'avant la crise, les indicateurs prospectifs pointent déjà vers un ralentissement de l'embauche. L'indice ISM de la fabrication a chuté sous le niveau 50 pour la première fois depuis novembre 2020 (graphique). Un ralentissement du rythme de création d'emplois aiderait assurément à atténuer l'inflation des salaires et à réduire la nécessité d'une politique monétaire restrictive.

Marché boursier et stratégie de portefeuille

États-Unis : Le rythme de l'embauche devrait décélérer au S2 2022

Composante emploi de l'indice ISM de la fabrication



FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

S&P TSX : Variation du bénéfice prévisionnel à 12 mois

| | Variation 3 mois | | Variation 1 mois | | Diffusion 1 mois (% de hausse) | |
|---------------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|--------------------------------|----------------|
| | Dernières données | Moyenne 10 ans | Dernières données | Moyenne 10 ans | Dernières données | Moyenne 10 ans |
| S&P TSX | 7.0 | -1.8 | 1.0 | -0.6 | 56% | 44% |
| ÉNERGIE | 27.3 | -4.4 | 6.7 | -2.6 | 80% | 42% |
| MATÉRIAUX | 24.6 | -4.0 | 1.2 | -1.4 | 58% | 42% |
| INDUSTRIE | -3.8 | -2.7 | 0.6 | -0.9 | 68% | 43% |
| CONSOM. DISC. | -4.8 | -1.6 | 0.4 | -0.6 | 54% | 46% |
| CONSOM. BASE | 1.3 | -0.3 | -0.1 | -0.1 | 29% | 45% |
| SANTÉ | -7.0 | -6.7 | -8.1 | -2.5 | 33% | 40% |
| FINANCES | -2.1 | 0.1 | -1.4 | 0.0 | 39% | 50% |
| BANQUES | -0.9 | 0.3 | -0.6 | 0.1 | 40% | 52% |
| TI | -7.9 | -1.1 | -7.0 | -0.3 | 36% | 47% |
| TÉLÉCOM | 0.0 | -1.1 | 0.3 | -0.4 | 75% | 41% |
| SERV. PUBLICS | 0.5 | -1.8 | 1.4 | -0.5 | 50% | 43% |
| IMMOBILIER | -3.6 | NA | -1.0 | NA | 67% | NA |

8/6/2022
FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

C'est une bonne nouvelle pour l'économie et les gouvernements! En mars, nos collègues de l'équipe Énergie de BNMF estimaient que les sociétés de l'univers qu'ils couvrent devraient payer environ \$34 milliards au total en impôts et redevances en 2022 (contre \$15 milliards en 2021) – voir LIEN. Compte tenu des prix actuels, leur dernière estimation a été revue à la hausse à \$44 milliards, ce qui est remarquable! Vu les impôts et redevances qu'il s'apprête à payer, le secteur de l'énergie au Canada devrait apporter un soutien financier record aux gouvernements en 2022.

Mais il n'y a pas que le secteur de l'énergie qui soutient l'économie. En fait, les bénéfices devraient être en hausse dans tous les secteurs à l'exception de l'immobilier au cours de l'année à venir (tableau).

Indice composé S&P/TSX : Attentes des analystes pour le BPA

| | Bénéfice par action | | | | Croissance du BPA (%) | | | |
|-------------|---------------------|------|------|-------|-----------------------|------|------|-------|
| | 2021 | 2022 | 2023 | 12 DM | 12 PM | 2022 | 2023 | 12 PM |
| S&P TSX | 1356 | 1588 | 1649 | 1470 | 1624 | 17 | 4 | 10 |
| ÉNERGIE | 182 | 292 | 276 | 237 | 284 | 60 | -5 | 20 |
| MATÉRIAUX | 230 | 326 | 276 | 278 | 302 | 42 | -15 | 8 |
| INDUSTRIE | 112 | 160 | 213 | 136 | 186 | 44 | 33 | 37 |
| CONS. DISC. | 169 | 181 | 221 | 174 | 200 | 7 | 23 | 15 |
| CONS. BASE | 365 | 396 | 452 | 378 | 416 | 8 | 14 | 10 |
| SANTÉ | 3 | 1 | 16 | 1 | 14 | -53 | 1189 | 1044 |
| FINANCES | 323 | 323 | 349 | 325 | 338 | 0 | 8 | 4 |
| BANQUES | 387 | 403 | 423 | 398 | 416 | 4 | 5 | 5 |
| TI | 15 | 15 | 18 | 15 | 16 | -3 | 22 | 10 |
| TÉLÉCOM | 84 | 89 | 96 | 86 | 93 | 6 | 8 | 8 |
| SERV. PUB. | 97 | 116 | 127 | 107 | 122 | 20 | 9 | 14 |
| IMMOBILIER | 429 | 215 | 255 | 314 | 222 | -50 | 19 | -29 |

6/8/2022
FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

S&P/TSX : L'énergie, et tout le reste

L'indice S&P/TSX affiche une contraction de 5% à ce stade pour le deuxième trimestre et de 2% depuis le début de l'année. L'énergie est le seul secteur qui a encore enregistré des gains ce trimestre, avec un rendement exceptionnel de 46.8% depuis le début de l'année (tableau).

Indice composé S&P/TSX : Évolution des cours

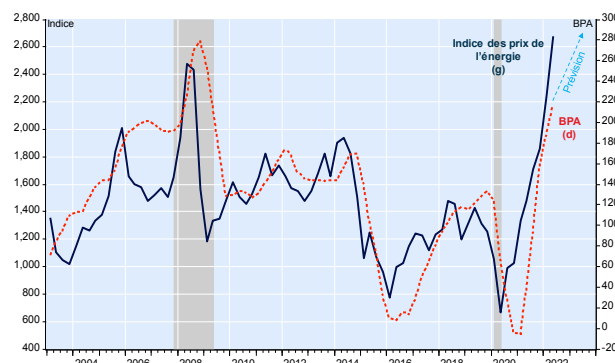
| | Depuis le début | | |
|------------------|-----------------|--------------|------------|
| | du mois | du trimestre | de l'année |
| S&P TSX | 0.3 | -5.0 | -2.0 |
| ÉNERGIE | 4.1 | 15.3 | 46.8 |
| INDUSTRIE | 1.0 | -11.0 | -7.8 |
| SERVICES PUBLICS | 0.1 | -1.1 | 2.8 |
| CONSOM. DISC. | -0.2 | -4.9 | -12.7 |
| MATÉRIAUX | -0.5 | -11.0 | 6.5 |
| FINANCES | -0.7 | -6.1 | -4.8 |
| TI | -0.8 | -24.4 | -51.2 |
| BANQUES | -0.9 | -5.1 | -2.6 |
| CONSOM. DE BASE | -0.9 | -1.5 | 3.5 |
| TÉLÉCOM | -1.8 | -5.1 | 2.2 |
| IMMOBILIER | -3.0 | -12.0 | -16.7 |
| SANTÉ | -8.8 | -44.1 | -49.0 |

8/6/2022
FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Mais les révisions à la hausse pourraient ne pas s'arrêter là. L'indice des prix de l'énergie (IPE) de la Banque du Canada, qui mesure les prix au comptant des transactions de l'énergie produite au Canada, a inscrit un nouveau record ce trimestre en dollars canadiens. Ce n'est qu'une question de temps avant que cela ne se traduise par des bénéfices records pour les sociétés énergétiques, dont les bénéfices par action (BPA) devraient enfin dépasser le record de \$278 atteint en 2008 d'ici 12 mois (l'estimation actuelle de BPA sur 12 mois est de \$284) – graphique.

Canada : Vers des profits records pour le secteur de l'énergie

Indice des prix de l'énergie de la BdC, bénéfices des 12 DM du S&P/TSX Énergie et prévision 12 mois



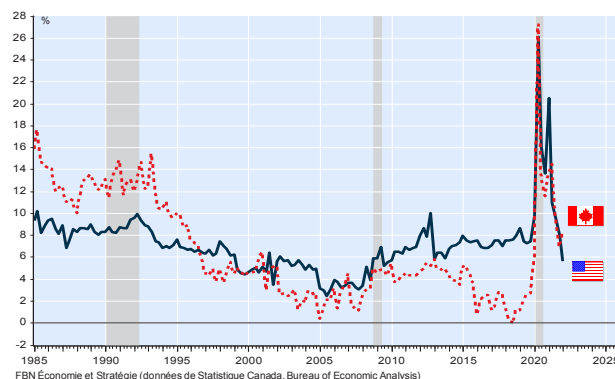
FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

L'immobilier devrait pâtir de la hausse des taux d'intérêt et des coûts de production. Une contagion s'étendant à d'autres secteurs n'est pas à exclure mais il ne s'agit pas de notre scénario de base, car nous ne pensons pas que la politique monétaire deviendra excessivement restrictive au Canada. Selon nous, un taux de financement à un jour proche de 3% et l'impact du resserrement quantitatif sur les taux d'intérêt à long terme devraient entraîner un ralentissement économique tangible, mais pas une récession. Soulignons que le revenu disponible des ménages a augmenté de 14.1% au premier trimestre, malgré la fin de la plupart des programmes fédéraux de soutien face à la pandémie. Cette poussée a fait monter le taux d'épargne des ménages de 6.9% au T4 2021 à 8.1% au T1 2022. Ce taux est nettement supérieur au niveau de cet indicateur avant la crise, et plus de 2 points

Marché boursier et stratégie de portefeuille

de pourcentage au-dessus de celui des États-Unis – l'écart positif le plus important depuis les années 1990 (graphique). Les ménages canadiens disposent donc d'un coussin de sécurité pour absorber l'impact négatif de la hausse des taux d'intérêt sur le pouvoir d'achat.

Canada : Plus grand écart positif avec les E.-U. depuis les années 1990
Ratio de l'épargne au revenu disponible des ménages



Comme nous le disions le mois dernier, les prix des matières premières produites au Canada devraient rester élevés plus longtemps en raison de la demande mondiale croissante et des perturbations liées aux approvisionnements provenant de Russie. Nous pensons que le contexte géopolitique actuel entraînera une période prolongée de prix des matières premières élevés qui pourrait relancer les investissements dans le secteur. Dans ces circonstances, nous considérons toujours l'indice S&P/TSX comme un placement défensif pour les actions. Nous pensons que l'économie canadienne reste relativement bien positionnée pour faire face aux craintes de stagflation.

Répartition des actifs

Notre répartition des actifs est inchangée ce mois-ci. Les actions demeurent légèrement surpondérées par rapport à notre modèle de référence, avec une préférence pour le Canada. Les titres à revenu fixe restent sous-pondérés, mais nous sommes prêts à ajuster notre position alors que nous évaluons l'impact du resserrement quantitatif par la Fed sur le taux des obligations du Trésor de 10 ans. Nous continuons de surpondérer légèrement les liquidités pour le moment.

| Répartition des actifs FBN | | | |
|----------------------------|-------------------------|------------------------|---------------|
| | Indice de référence (%) | Recommandation FBN (%) | Variation (%) |
| Marché boursier | | | |
| Actions canadiennes | 20 | 25 | |
| Actions américaines | 20 | 20 | |
| Actions étrangères (EAEO) | 5 | 3 | |
| Marchés émergents | 5 | 3 | |
| Marché obligataire | 45 | 42 | |
| Liquidités | 5 | 7 | |
| Total | 100 | 100 | |

FBN Économie et Stratégie

Répartition sectorielle

Notre répartition sectorielle reste inchangée ce mois-ci.

Marché boursier et stratégie de portefeuille

Rotation sectorielle fondamentale FBN - juin 2022

| Nom (secteur/industrie) | Recommandation | Pondération S&P/TSX |
|---|----------------|---------------------|
| Énergie | Surpondérer | 19.7% |
| Matériaux | Surpondérer | 12.8% |
| Produits chimiques | Équipondérer | 2.2% |
| Emballage et conditionnement | Surpondérer | 0.5% |
| Métaux et minerais * | Surpondérer | 2.9% |
| Or | Surpondérer | 6.6% |
| Papier et industrie du bois | Équipondérer | 0.6% |
| Industrie | Équipondérer | 11.2% |
| Biens d'équipement | Surpondérer | 1.9% |
| Services aux entreprises | Sous-pondérer | 2.9% |
| Transports | Équipondérer | 6.4% |
| Consommation discrétionnaire | Équipondérer | 3.2% |
| Automobiles et composants automobiles | Sous-pondérer | 0.8% |
| Biens de consommation durables et habillement | Surpondérer | 0.4% |
| Services aux consommateurs | Équipondérer | 0.7% |
| Distribution | Équipondérer | 1.1% |
| Biens de consommation de base | Équipondérer | 3.9% |
| Distribution alimentaire et pharmacie | Équipondérer | 3.4% |
| Produits alimentaires, boisson et tabac | Équipondérer | 0.5% |
| Santé | Équipondérer | 0.4% |
| Équipements et services de santé | Équipondérer | 0.1% |
| Produits pharmaceutiques et biotechnologie | Équipondérer | 0.2% |
| Finance | Équipondérer | 31.1% |
| Banques | Équipondérer | 21.5% |
| Services financiers diversifiés | Équipondérer | 4.0% |
| Assurance | Équipondérer | 5.6% |
| Technologies de l'information | Sous-pondérer | 5.2% |
| Télécommunications | Équipondérer | 5.0% |
| Services aux collectivités | Sous-pondérer | 5.0% |
| Immobilier | Sous-pondérer | 2.6% |

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

Marché boursier et stratégie de portefeuille

| Prévisions FBN Canada | | |
|---------------------------|-------------------|-----------------------|
| | Actuel | Cible |
| Niveau de l'indice | 2022-06-10 | T4-2022 (est.) |
| S&P/TSX | 20 275 | 22 000 |
| Hypothèses | | T4-2022 (est.) |
| Niveau: Bénéfices | 1470 | 1550 |
| Dividendes | 592 | 624 |
| Ratio C/B passé | 13.8 | 14.2 |

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

| Prévisions FBN États-Unis | | |
|------------------------------|-------------------|-----------------------|
| | Actuel | Cible |
| Niveau de l'indice | 2022-06-10 | T4-2022 (est.) |
| S&P 500 | 3 901 | 4 200 |
| Hypothèses | | T4-2022 (est.) |
| Niveau: Bénéfices | 216 | 219 |
| Dividendes | 63 | 64 |
| Ratio C/B passé | 18.0 | 19.2 |

* Bénéfices opérationnels du S&P, approche ascendante.

Rendement des marchés boursiers internationaux

| | En monnaie locale (Indices MSCI en \$ US) | | | | | En dollars canadiens | | | Corrélation * avec S&P 500 |
|--|---|----------------------|-------------------|---------------|--------------|----------------------|---------------|--------------|-------------------------------|
| | Clôture 10/06/2022 | Cumulatif juin-22 | Cumulatif 2022 | Δ 1 an | Δ 3 ans | Cumulatif 2022 | Δ 1 an | Δ 3 ans | |
| Amérique du Nord - Indice MSCI | 3 900 | -5.5% | -18.7% | -9.5% | 34.4% | -17.6% | -4.4% | 29.6% | 1.00 |
| États-Unis - S&P 500 | 3 901 | -5.6% | -18.2% | -8.0% | 35.1% | -17.1% | -2.7% | 30.3% | 1.00 |
| Canada - S&P TSX | 20 275 | -2.2% | -4.5% | 1.1% | 25.0% | -4.5% | 1.1% | 25.0% | 0.95 |
| Europe - Indice MSCI | 1 697 | -6.2% | -18.9% | -18.7% | 3.2% | -17.9% | -14.0% | -0.4% | 0.90 |
| Royaume-Uni - FTSE 100 | 7 318 | -3.8% | -0.9% | 3.2% | -0.8% | -8.6% | -4.8% | -7.0% | 0.45 |
| Allemagne - DAX 30 | 13 762 | -4.4% | -13.4% | -11.6% | 14.3% | -18.8% | -19.2% | 2.5% | 0.92 |
| France - CAC 40 | 6 187 | -4.4% | -13.5% | -5.5% | 15.0% | -18.9% | -13.6% | 3.2% | 0.87 |
| Suisse - SMI | 11 085 | -4.5% | -13.9% | -6.2% | 13.7% | -19.6% | -10.1% | 9.8% | 0.96 |
| Italie - Milan Comit 30 | 259 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 13.9% | -6.2% | -8.5% | 2.3% | 0.44 |
| Pays-Bas - Amsterdam | 682 | -4.3% | -14.5% | -6.0% | 23.2% | -19.8% | -14.0% | 10.6% | 0.96 |
| Zone Pacifique - Indice MSCI | 2 680 | -3.1% | -13.8% | -17.5% | 1.9% | -12.7% | -12.8% | -1.7% | 0.80 |
| Japon - Nikkei 225 | 27 824 | 2.0% | -3.4% | -3.9% | 31.7% | -16.0% | -17.1% | 2.6% | 0.90 |
| Australie - All ordinaries | 7 145 | -4.2% | -8.1% | -5.5% | 9.5% | -9.8% | -9.0% | 6.8% | 0.86 |
| Hong Kong - Hang Seng | 21 806 | 1.8% | -6.8% | -24.1% | -20.9% | -6.3% | -20.7% | -23.8% | -0.14 |
| MSCI - Monde | 2 642 | -5.4% | -18.3% | -12.2% | 23.7% | -17.2% | -7.1% | 19.3% | 0.99 |
| MSCI - Monde ex. É.-U. | 1 980 | -4.9% | -16.0% | -16.8% | 5.2% | -14.9% | -12.0% | 1.5% | 0.90 |
| MSCI - EAEO | 1 934 | -5.1% | -17.2% | -18.2% | 2.9% | -16.1% | -13.6% | -0.8% | 0.88 |
| MSCI - Marchés émergents (indice libre) | 1 055 | -2.1% | -14.4% | -23.5% | 3.2% | -13.3% | -19.1% | -0.5% | 0.75 |

* Corrélation des rendements mensuels sur 3 ans

Marché boursier et stratégie de portefeuille

Bénéfices sectoriels du S&P 500 - Consensus*

2022-06-10

| | Pond. S&P 500 | niveau | Variation | | Croissance - BPA | | | C/B | | | Croissance prévue sur 5 ans | Ratio PEG | Indice de révision** |
|---------------------------------------|------------------|---------|-----------|--------|------------------|--------|--------------|-------|-------|--------------|-----------------------------------|-----------|-------------------------|
| | | | 3-m Δ | 12-m Δ | 2022 | 2023 | à 12 mois | 2022 | 2023 | à 12 mois | | | |
| S&P 500 | 100 | 257 | -11.15 | -9.88 | 10.69 | 9.53 | 9.81 | 18.19 | 16.61 | 17.26 | 14.78 | 1.76 | 1.12 |
| Énergie | 5.18 | 670.72 | 14.55 | 61.61 | 110.43 | -11.49 | 27.78 | 10.12 | 11.43 | 10.74 | 20.86 | 0.39 | 43.85 |
| Matériaux | 2.80 | 511.12 | -1.01 | -4.92 | 20.64 | -5.21 | 6.37 | 13.95 | 14.71 | 14.29 | 8.70 | 2.24 | 10.71 |
| Industrie | 7.88 | 765.48 | -8.07 | -12.15 | 36.39 | 19.55 | 26.39 | 18.65 | 15.60 | 16.95 | 14.88 | 0.64 | 0.28 |
| Consommation discrétionnaire | 10.75 | 1127.72 | -15.82 | -18.39 | 13.76 | 32.08 | 22.89 | 27.02 | 20.46 | 23.34 | 29.98 | 1.02 | -8.40 |
| Consommation de base | 6.63 | 744.53 | -1.16 | 2.45 | 4.11 | 7.38 | 5.76 | 21.22 | 19.77 | 20.32 | 7.69 | 3.53 | -2.04 |
| Santé | 14.37 | 1459.09 | -3.49 | 0.02 | 5.95 | -0.03 | 2.90 | 15.87 | 15.88 | 15.88 | 8.26 | 5.47 | -1.64 |
| Finance | 10.90 | 538.67 | -11.44 | -12.95 | -10.01 | 13.96 | 1.36 | 13.24 | 11.62 | 12.37 | 8.89 | 9.11 | 0.66 |
| Technologie de l'information | 26.75 | 2286.44 | -11.05 | -7.64 | 13.20 | 11.91 | 11.53 | 22.49 | 20.09 | 20.72 | 15.13 | 1.80 | 0.08 |
| Services de télécommunications | 8.90 | 192.17 | -14.14 | -26.35 | -4.08 | 15.83 | 5.60 | 16.74 | 14.45 | 15.45 | 16.99 | 2.76 | -6.70 |
| Services publics | 3.03 | 360.20 | 0.89 | 8.15 | 2.16 | 7.88 | 5.05 | 21.47 | 19.90 | 20.65 | 7.01 | 4.09 | 0.33 |
| Immobilier | 2.81 | 257.10 | -11.15 | -9.88 | -11.85 | 3.23 | -4.79 | 40.72 | 39.44 | 40.07 | 19.70 | nég. | 3.76 |

* Source I/B/E/S

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

Analyse technique



Dennis Mark, CFA
Analyste
416 869-7427

Les points positifs et négatifs de la hausse des prix du pétrole

La hausse des prix du pétrole retient de nouveau l'attention des investisseurs alors que le WTI commence une percée. Dans l'édition de juin de *Vision*, nous soulignons les points positifs et les points négatifs pour les investisseurs de cette hausse. Si celle-ci avantage les investisseurs du secteur de l'énergie, d'autres secteurs en subiront le contrecoup négatif. Comme la hausse des prix du pétrole et de l'essence a le même effet qu'une augmentation des impôts et ponctionne de l'argent dans les poches des consommateurs, elle aura un effet négatif sur les dépenses de consommation discrétionnaires. Les graphiques de Canadian Tire, Restaurant Brands et Aritzia sont présentés comme ceux de valeurs à vendre ou à éviter dans ce contexte.

Analyse technique

WTI

Une flambée des prix au début de mars en réaction à l'agression russe a été suivie par trois mois de consolidation dans la tendance générale à la hausse. Le niveau de soutien du graphique voisin de US\$90 a été établi avec la correction des prix. Une percée à la hausse autour de US\$107.00 indique que cette période de consolidation est terminée et qu'une augmentation des prix est probable. Un objectif raisonnable est de US\$135.00 à US\$140.00.



Analyse technique

Ensign Energy Services Inc. (ESI: TSX)

La courbe d'ESI est sortie d'une base de deux ans au début de 2022 à \$2.40 pour amorcer une nouvelle tendance haussière. Sa première montée a porté l'action à \$4.50, niveau qu'elle a maintenu ces dernières semaines, consolidant ses gains. L'action donne des signes d'une performance relative positive par rapport au WTI et à l'indice S&P/TSX alors qu'elle atteint de nouveaux sommets en avance sur les prix du pétrole et le marché avec sa percée mineure récente. Le cours cible est de \$6.50 à \$7.00.



Analyse technique

Secure Energy Services Inc. (SES: TSX)

Une percée à la hausse au sortir d'une base d'un an à \$5.00 du graphique SES continue de se dérouler alors que l'action atteint de nouveaux sommets dans sa reprise. Un rendement relatif fort par rapport au TSX et au WTI est une indication haussière d'augmentation des prix. Notre prochain cours cible est de \$10.00.



Analyse technique

Société Canadian Tire Limitée (CTC.A: TSX)

La performance de Canadian Tire est pratiquement l'opposé de celles des actions du secteur de l'énergie. Les actions CTC ont culminé il y a environ un an et ont commencé à accuser un retard sur la reprise du reste du marché à partir de son creux de mars 2020. Une série de sommets moins élevés reflète la perte d'élan alors que l'intérêt pour les achats se dissipe. Au cours de la dernière année, cette action a dessiné une formation sommitale qui vient de crever sa base récemment à environ \$170.00. Un important volume baissier avec la récente chute et un volume faible et en diminution au rebond indiquent un manque de conviction pour la hausse. L'action offre maintenant une deuxième chance aux investisseurs de mobiliser des liquidités. Le rapport risque/rendement est défavorable avec un potentiel de négociation du titre à la baisse à \$130.00.



Analyse technique

Restaurant Brands International Inc. (QSR: TSX)

La caractéristique la plus évidente du graphique QSR est sa contre-performance. Alors que le marché a affiché une reprise depuis son creux de mars 2020 et a atteint de nouveaux sommets, le graphique de QSR a stagné sans remonter complètement aux nouveaux sommets. L'action est loin de son point culminant de 2019 autour de \$105.00 et ne retrouvera probablement pas ce niveau avant un certain temps. Une formation sommitale de deux ans a été complétée quand l'action a baissé sous son niveau de soutien à \$68.00. Le récent rebond vers \$68.00 offre une nouvelle occasion de vendre le titre. Le rapport risque/rendement est défavorable avec notre cours cible de \$50.00 et peu de potentiel à la hausse.



Analyse technique

Aritzia Inc. (ATZ: TSX)

Une forte tendance haussière du graphique ATZ a pris fin alors que le graphique rompt avec la tendance et ouvre la porte à un risque de chute. Les prix sont aussi descendus sous les moyennes mobiles ainsi que sous la ligne de tendance à la hausse. Un franchissement du soutien à \$48.00 et \$40.00 accompagné par un volume important a complété une formation sommitale et inversé la tendance qui part à la baisse. Un rendement faible et en baisse signale des risques pour le graphique. Le cours cible oscille autour de \$25.



Analyse sectorielle



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

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

| Secteur | Titre | Symbole | Prix | Cours Cible | Rend. Div. | Rend. Est. | Industrie |
|--------------------------------------|---------------------------------------|---------|-----------|-------------|------------|------------|---|
| Énergie | | | | | | | |
| | Cenovus Energy Inc. | CVE | \$29.32 | \$35.00 | 1.39% | 20.80% | Pétrole, gaz et combustibles |
| | Keyera Corp. | KEY | \$33.71 | \$38.00 | 5.55% | 18.42% | Pétrole, gaz et combustibles |
| | Secure Energy Services Inc. | SES | \$7.38 | \$9.00 | 0.41% | 22.36% | Équipements et services pour l'énergie |
| | Shawcor Ltd. | SCL | \$6.52 | \$8.50 | 0.00% | 30.37% | Équipements et services pour l'énergie |
| | Tourmaline Oil Corp. | TOU | \$78.08 | \$75.00 | 1.17% | -2.79% | Pétrole, gaz et combustibles |
| Matériaux | | | | | | | |
| | CCL Industries Inc. | CCL.b | \$60.72 | \$79.00 | 1.58% | 31.69% | Emballage et conditionnement |
| | Centerra Gold Inc. | CG | \$9.87 | \$15.00 | 2.72% | 54.81% | Or |
| | Endeavour Mining plc | EDV | \$29.11 | \$46.00 | 2.34% | 60.46% | Or |
| | First Quantum Minerals Ltd. | FM | \$36.62 | \$46.00 | 0.03% | 25.64% | Métaux et minerais |
| | Hudbay Minerals Inc. | HBM | \$7.24 | \$11.50 | 0.27% | 59.12% | Métaux et minerais |
| | Kinross Gold Corp. | K | \$5.68 | \$12.00 | 2.66% | 113.94% | Or |
| | Pan American Silver Corp. | PAAS | \$27.82 | \$44.75 | 1.70% | 62.67% | Métaux et minerais |
| | Wesdome Gold Mines Ltd. | WDO | \$11.63 | \$18.50 | 0.00% | 59.07% | Or |
| | Wheaton Precious Metals Corp. | WPM | \$52.24 | \$75.00 | 1.42% | 45.01% | Or |
| Industrie | | | | | | | |
| | ATS Automation Tooling Systems Inc. | ATA | \$37.13 | \$52.00 | 0.00% | 40.05% | Biens d'équipement |
| | Boyd Group Services Inc. | BYD | \$142.85 | \$170.00 | 0.41% | 19.41% | Services aux entreprises |
| | CAE Inc. | CAE | \$31.59 | \$44.00 | 0.00% | 39.28% | Biens d'équipement |
| | Exchange Income Corp. | EIF | \$47.01 | \$59.00 | 5.12% | 30.61% | Transport |
| | Finning International Inc. | FTT | \$33.62 | \$46.00 | 2.80% | 39.63% | Biens d'équipement |
| | GDI Integrated Facility Services Inc. | GDI | \$45.54 | \$70.50 | 0.00% | 54.81% | Services aux entreprises |
| | H2O Innovation Inc. | HEO | \$2.04 | \$3.25 | 0.00% | 59.31% | Biens d'équipement |
| | Mullen Group Ltd. | MTL | \$12.34 | \$16.50 | 5.74% | 39.55% | Transport |
| | TFI International Inc. | TFII | \$103.87 | \$146.00 | 1.28% | 41.87% | Transport |
| | WSP Global Inc. | WSP | \$139.62 | \$180.00 | 1.02% | 30.00% | Biens d'équipement |
| Consommation discrétionnaire | | | | | | | |
| | Dollorama Inc. | DOL | \$73.36 | \$75.00 | 0.32% | 2.54% | Distribution |
| | Park Lawn Corp. | PLC | \$34.70 | \$45.00 | 1.32% | 31.00% | Services aux consommateurs |
| | Spin Master Corp. | TOY | \$45.19 | \$66.00 | 0.00% | 46.05% | Biens de consommation durables et habillement |
| Biens de consommation de base | | | | | | | |
| Santé | | | | | | | |
| | Dialogue Health Technologies Inc. | CARE | \$4.17 | \$11.50 | 0.00% | 175.78% | Équipements et services de santé |
| | DRI Healthcare Trust | DHT.u | US\$5.50 | US\$9.75 | 5.45% | 82.73% | Produits pharmaceutiques et biotechnologie |
| | Sienna Senior Living Inc. | SIA | \$13.59 | \$17.50 | 6.92% | 35.66% | Équipements et services de santé |
| Finance | | | | | | | |
| | Canadian Imperial Bank of Commerce | CM | \$69.58 | \$84.00 | 4.72% | 25.50% | Banques |
| | ECN Capital Corp. | ECN | \$6.07 | \$8.00 | 0.62% | 32.45% | Services financiers diversifiés |
| | Fairfax Financial Holdings Ltd. | FFH | \$701.97 | \$1050.00 | 1.90% | 51.39% | Services financiers diversifiés |
| | iA Financial Corp. | IAG | \$65.68 | \$80.00 | 3.86% | 25.61% | Assurances |
| | Royal Bank of Canada | RY | \$132.17 | \$148.00 | 3.88% | 15.85% | Banques |
| | Trisura Group Ltd. | TSU | \$34.83 | \$58.00 | 0.00% | 66.52% | Assurances |
| Technologies de l'information | | | | | | | |
| | Coveo Solutions Inc. | CVO | \$6.00 | \$18.00 | 0.00% | 200.00% | Logiciels et services |
| | Lightspeed Commerce Inc. | LSPD | US\$25.99 | US\$65.00 | 0.00% | 150.10% | Logiciels et services |
| | Magnet Forensics Inc. | MAGT | \$16.25 | \$50.00 | 0.00% | 207.69% | Logiciels et services |
| Communications | | | | | | | |
| | Cineplex Inc. | CGX | \$12.91 | \$19.00 | 0.00% | 47.17% | Medias et Loisirs |
| Services aux collectivités | | | | | | | |
| | AltaGas Ltd. | ALA | \$30.54 | \$33.00 | 3.55% | 11.53% | Services aux collectivités |
| | Borex Inc. | BLX | \$38.61 | \$47.00 | 1.63% | 23.44% | Services aux collectivités |
| | Innervex Renewable Energy Inc. | INE | \$17.06 | \$23.00 | 4.10% | 39.04% | Services aux collectivités |
| | Northland Power Inc. | NPI | \$38.36 | \$44.00 | 3.11% | 17.83% | Services aux collectivités |
| Immobilier | | | | | | | |
| | Boardwalk REIT | BEI.un | \$50.16 | \$68.50 | 2.15% | 38.72% | Immobilier |
| | BSR REIT | HOMu | US\$17.76 | US\$24.50 | 3.01% | 40.88% | Immobilier |
| | Dream Industrial REIT | DIR.un | \$14.21 | \$19.25 | 5.04% | 40.39% | Immobilier |
| | Flagship Communities REIT | MHC.u | US\$17.68 | US\$24.00 | 3.08% | 38.77% | Immobilier |

La liste de Sélections FBN représente les titres préférés de nos analystes à chaque mois. Un maximum de trois titres par analyste est sélectionné basé sur le rendement total estimé.

Prix en date du 31 mai 2022

Source: Recherche FBN, Refinitiv

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

RS = Rendement supérieur

RM = Rendement moyen

RI = Rendement inférieur

AO = Recommandation d'accepter l'offre

ER = Recommandation en révision

R = Restriction

 Δ = Changement de recommandation par rapport au mois précédent.

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

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

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

Actions/Parts en circ. = Nombre d'actions ou de parts en circulation en millions.**BPA dilué** = Sont indiqués le bénéfice par action après dilution du dernier exercice déclaré et notre estimation pour les exercices 1 (Ex1) et 2 (Ex2).**BAIIA par action** = Est indiqué le dernier bénéfice avant intérêts, impôts et amortissements publié pour le prochain exercice 1 (Ex1) et l'exercice suivant 2 (Ex2).**C/B** = Ratio cours/bénéfice. Les calculs du ratio C/B pour un bénéfice nul ou négatif ne s'appliquent pas (s.o.). Un ratio C/B supérieur à 100 est réputé non significatif (n.s.).**FTP A DILUÉ** = Sont indiqués les flux de trésorerie par action après dilution du dernier exercice déclaré et notre estimation pour le prochain exercice et l'exercice suivant (Ex1 et Ex2).**VE/BAIIA** = Ce ratio représente la valeur actuelle de l'entreprise, soit la somme de la capitalisation boursière des actions ordinaires plus le total de la dette, des participations minoritaires et des actions privilégiées moins les liquidités et quasi-espèces, divisés par le bénéfice avant intérêts, impôts et amortissement.**VAN** = Valeur de l'actif net. Ce concept représente la valeur marchande de l'actif moins la valeur marchande du passif divisée par le nombre d'actions en circulation.**DETTE/CAPITAL** = Évalue la relation entre le fardeau de la dette (dette à long terme) et le capital investi (dette à long terme et fonds propres) dans l'entreprise (sur la base du chiffre le plus récent publié).**EXPRESSIONS PARTICULIÈRES À DES SECTEURS**› **PÉTROLE ET GAZ****VE/FTCD** = Valeur de l'entreprise divisée par les flux de trésorerie corrigés de la dette. Utilisé comme ratio de valorisation. Les FTCD représentent les flux de trésorerie provenant de l'exploitation auxquels on ajoute les coûts de financement et les variations du fonds de roulement.**FTP A après dilution** = Flux de trésorerie par action après dilution**PPACD** = Production par action corrigée de la dette. Utilisé pour des comparaisons de la croissance avec une structure du capital normalisée.**D/FT** = Dette nette (dette à long terme plus fonds de roulement) divisée par les flux de trésorerie.› **PIPELINES, SERVICES PUBLICS ET INFRASTRUCTURES****Distributions par action** = Valeur brute distribuée par action au cours du dernier exercice et prévu pour le prochain exercice et l'exercice suivant (Ex1 et Ex2).**Rend. des dist.** = Distributions par action pendant le prochain exercice et l'exercice suivant 2 (Ex1 et Ex2) en pourcentage du cours publié.**FTP A distr. dilués** = Fonds provenant de l'exploitation moins les dépenses d'investissement en entretien par action après dilution.**BAIIA libre** = BAIIA moins les dépenses d'investissement en entretien.**C/FT distr.** = Ratio du cours aux flux de trésorerie distribuables.**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
- › Banque Royale du Canada

Banques et compagnies d'assurance-vie canadiennes

iA Société financière (TSX : IAG) – Des conditions macroéconomiques agitées remettent en question les prévisions au titre du BPA pour 2022, mais l'attrait relatif demeure.

Les résultats plus faibles que prévu d'IAG au T1 2022 sont principalement attribuables à une sinistralité négative dans le secteur de l'assurance collective et à des pressions sur les dépenses causées par l'inflation. Ce dernier facteur pourrait facilement persister et, combiné à la chute des marchés boursiers, remet en question la possibilité de réaliser les prévisions au titre du BPA pour 2022. Cependant, avec une baisse d'environ 30% du titre par rapport à son sommet pour l'exercice et un cours correspondant à 1.00x C/VC, nous pensons que le risque de baisse du BPA est substantiellement reflété dans le titre. Nous notons que le ratio C/VC déprimé d'IAG pourrait attirer les investisseurs axés sur la valeur, surtout si l'on considère que la société a réaffirmé que le passage à l'IFRS 17 devrait avoir un effet « quasi neutre à favorable » sur le BPA/RCP de base et la valeur comptable. En outre, à ces niveaux, nous pensons que la société pourrait être opportuniste avec le programme

de rachat, qui a une capacité de plus de cinq millions (environ 5,0% des actions en circulation). Cours cible de 80\$. Rendement supérieur.

Banque Canadienne Impériale de Commerce (TSX : CM) – Une longueur d'avance vers un provisionnement plus prudent.

En somme, au T2 2022, CM a ajouté des provisions pour pertes sur prêts productifs, tandis que ses concurrents en débloquaient. Selon nous, le marché sera sceptique quant à la stratégie de gestion des provisions de la banque jusqu'à ce qu'il puisse être démontré que ce trimestre était plus emblématique de la prudence de la banque (ce qui est notre avis) que de la combinaison de ses activités. CM n'a libéré qu'environ 43% de ses PPP sur prêts productifs pour 2020 et maintient un ratio élevé, supérieur aux niveaux qu'elle affichait avant la COVID. Par ailleurs, nous avons été déçus par l'imprécision des prévisions au titre des dépenses, mais nous croyons que la direction s'est retenue et attend la journée des investisseurs du 16 juin. Dans l'ensemble, nous continuons d'apprécier le titre aux niveaux actuels, en particulier par rapport aux banques ayant une exposition ex-Canada relativement supérieure. Cours cible de \$84. Rendement supérieur.

| Symb. | Cote du titre | Cote du titre Δ | Cap. bours. (M) | Actions e.c. (M) | Cours 5/31 | Dernier exercice déclaré | BPA dilué | | | C/B | | VCPA | | | C/VC | | Div. % | Cours cible | |
|------------------------------|---------------|-----------------|-----------------|------------------|------------|--------------------------|----------------|----------|----------|------|------|------------------|----------|----------|------|-----|--------|-------------|---|
| | | | | | | | dernier exerc. | est. Ex1 | est. Ex2 | Ex1 | Ex2 | dernier trimest. | est. Ex1 | est. Ex2 | Ex1 | Ex2 | | 12 mois | Δ |
| | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Banques | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Banque de Montréal | BMO | RM | 92,292 | 672 | 137.41 | 10/2021 | 12.96 | 13.21 | 13.89 | 10.4 | 9.9 | 89.17 | 92.80 | 104.26 | 1.5 | 1.3 | 4.0% | 152.00 | ↑ |
| Banque Scotia | BNS | RM | 102,891 | 1,204 | 85.43 | 10/2021 | 7.87 | 8.44 | 8.59 | 10.1 | 9.9 | 54.13 | 56.12 | 60.27 | 1.5 | 1.4 | 4.8% | 91.00 | ↑ |
| CIBC | CM | RS | 63,184 | 903 | 69.95 | 10/2021 | 7.23 | 7.33 | 7.56 | 9.5 | 9.3 | 48.09 | 49.54 | 52.80 | 1.4 | 1.3 | 4.7% | 84.00 | ↑ |
| Banque Nationale | NA | PN | 32,611 | 336 | 96.94 | 10/2021 | 8.98 | 9.43 | 9.63 | 10.3 | 10.1 | 52.81 | 54.66 | 59.25 | 1.8 | 1.6 | 3.8% | PN | |
| Banque Royale du Canada | RY | RS | 187,255 | 1,418 | 132.10 | 10/2021 | 11.19 | 11.34 | 12.15 | 11.6 | 10.9 | 69.20 | 70.95 | 75.75 | 1.9 | 1.7 | 3.9% | 148.00 | ↑ |
| Banque Toronto-Dominion | TD | RM | 176,259 | 1,819 | 96.91 | 10/2021 | 7.91 | 7.79 | 8.45 | 12.4 | 11.5 | 51.49 | 54.10 | 59.82 | 1.8 | 1.6 | 3.7% | 102.00 | ↑ |
| Banque Canadienne de l'Ouest | CWB | RS | 2,787 | 92 | 30.44 | 10/2021 | 3.81 | 3.59 | 3.75 | 8.5 | 8.1 | 33.43 | 34.47 | 36.70 | 0.9 | 0.8 | 4.1% | 38.00 | ↓ |
| Banque Laurentienne | LB | RM | 1,672 | 43 | 38.69 | 10/2021 | 4.57 | 4.66 | 4.93 | 8.3 | 7.9 | 55.79 | 57.67 | 60.59 | 0.7 | 0.6 | 4.5% | 49.00 | |
| Assurances | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Great-West Lifeco | GWO | RM | 32,267 | 932 | 34.63 | 12/2021 | 3.50 | 3.77 | 4.02 | 9.2 | 8.6 | 24.57 | 25.85 | 25.55 | 1.3 | 1.4 | 5.7% | 38.00 | |
| iA Groupe Financier | IAG | RS | 7,043 | 108 | 65.50 | 12/2021 | 8.31 | 8.34 | 8.95 | 7.8 | 7.3 | 61.02 | 65.35 | 66.58 | 1.0 | 1.0 | 3.8% | 80.00 | ↓ |
| Financière Manuvie | MFC | RM | 45,052 | 1,924 | 23.41 | 12/2021 | 3.25 | 3.19 | 3.27 | 7.3 | 7.2 | 26.33 | 26.77 | 22.73 | 0.9 | 1.0 | 5.6% | 26.00 | ↓ |
| Financière Sun Life | SLF | RM | 37,427 | 586 | 63.86 | 12/2021 | 5.99 | 5.87 | 6.12 | 10.9 | 10.4 | 40.37 | 43.71 | 38.34 | 1.5 | 1.7 | 4.3% | 68.00 | ↓ |

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

Source: Refinitiv, Données financières des sociétés, Analyses FBN

Distribution et produits de consommation



Vishal Shreedhar

Analyste
416 869-7930

Ajoints :

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

Sélection

› *Dollarama*

Gildan (GIL: TSX, NYSE)

▣ Les perspectives ralentissent; la croissance par segments reste positive

La direction a relevé que les tendances des ventes en Amérique du Nord avaient enregistré une croissance d'au moins 10% au T1; toutefois, celle-ci a ralenti en avril, pour s'établir à environ 5%. Ce rythme reste soutenu, et, grâce aussi aux hausses de prix de 5% à 9%, il semble probable que la croissance des ventes en 2022 se situera au moins dans la fourchette prévisionnelle du TCAC des ventes sur trois ans de 7% à 10% (est. FBN 13%). Certains estiment que l'activité de Gildan est exposée à la conjoncture économique, et l'histoire leur donne raison; cependant, nous relevons aussi que la société est exposée à la reprise dans des segments tels que les voyages et le tourisme, l'enseignement, les sports et les produits dérivés des événements (environ 40% du secteur). En outre, les stocks du secteur restent faibles.

▣ Gildan maintient son plan stratégique

La direction a maintenu sa stratégie de croissance durable. Sur les trois prochaines années, GIL table sur une croissance des ventes nettes (TCAC) de 7% à 10% (est. FBN 7,6%), grâce notamment à l'expansion des capacités au Bangladesh et en Amérique centrale; sur une marge de BAII ajusté annuel de 18% à 20% (moyenne FBN 18,9%); sur des dépenses en immobilisations représentant 6% à 8% du chiffre d'affaires (moyenne FBN 7%); et sur une croissance annuelle du dividende et des rachats d'actions continus, tout en maintenant un ratio d'endettement net compris dans la fourchette cible de 1.0 à 2.0. Nos estimations ont été révisées comme suit : notre BPA pour 2022 passe de \$2.89 à \$3.05 et notre estimation de BPA reste inchangée, à \$3.19.

| | Symb. | Cote du titre | Cap. bours. (M) | Actions e.c. (M) | Cours 05/31 | Dernier exercice déclaré | BPA dilué | | | C/B | | BAIIA | | | VE/BAIIA | | Valeur compt. | Ratio d'endet. | Cours cible | |
|--------------------------------------|-------|---------------|-----------------|------------------|-------------|--------------------------|---------------|----------|----------|------|------|---------------|----------|----------|----------|------|---------------|----------------|-------------|---|
| | | | | | | | (A) Dern. Ex. | est. Ex1 | est. Ex2 | Ex1 | Ex2 | (A) Dern. Ex. | est. Ex1 | est. Ex2 | Ex1 | Ex2 | | | 12 mois | Δ |
| Grands magasins | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Canadian Tire | CTC.a | RS | 10,444 | 60.1 | 173.78 | 12/2021 | 18.91 | 18.78 | 19.75 | 9.3 | 8.8 | 2,667 | 2,624 | 2,689 | 5.5 | 5.3 | 86.43 | 0.43 | 222.00 | ↓ |
| Dollarama | DOL | RS | 21,862 | 298.0 | 73.36 | 01/2022 | 2.18 | 2.60 | 2.92 | 28.2 | 25.1 | 1,283 | 1,439 | 1,553 | 17.7 | 16.4 | -0.22 | 1.02 | 75.00 | |
| Carburant et autres | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Couche Tard | ATD.b | RM | 61,016 | 1,061.7 | 57.47 | 04/2021 | 2.45 | 2.51 | 2.51 | 18.1 | 18.1 | 5,005 | 5,086 | 5,071 | 10.6 | 10.6 | 12.07 | 0.35 | 57.00 | |
| Parkland Fuel Corporation | PKI | RS | 5,872 | 155.9 | 37.66 | 12/2021 | 2.45 | 3.13 | 3.03 | 12.0 | 12.4 | 1,260 | 1,572 | 1,571 | 7.5 | 7.5 | 15.39 | 0.71 | 45.00 | |
| Habillement | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Gildan | GIL | RS | 7,578 | 190.2 | 39.84 | 12/2021 | 2.73 | 3.05 | 3.19 | 10.3 | 9.9 | 727 | 774 | 792 | 8.6 | 8.4 | 9.76 | 0.31 | 64.00 | |
| Épiceries | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Empire Company | EMP.a | RS | 10,980 | 264.9 | 41.45 | 05/2021 | 2.61 | 2.80 | 3.10 | 14.8 | 13.4 | 2,144 | 2,310 | 2,426 | 7.6 | 7.3 | 18.08 | 0.58 | 48.00 | |
| Loblaw | L | RS | 39,290 | 336.7 | 116.69 | 12/2021 | 5.59 | 6.39 | 6.95 | 18.3 | 16.8 | 5,587 | 5,970 | 6,149 | 7.4 | 7.2 | 34.96 | 0.31 | 122.00 | ↑ |
| Metro | MRU | RM | 16,878 | 241.6 | 69.86 | 09/2021 | 3.44 | 3.78 | 4.19 | 18.5 | 16.7 | 1,106 | 1,112 | 1,140 | 19.0 | 18.5 | 26.92 | 0.27 | 74.00 | |
| Transformation des aliments | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Saputo | SAP | RS | 10,561 | 415.3 | 25.43 | 03/2021 | 1.74 | 1.23 | 1.69 | 20.7 | 15.1 | 1,471 | 1,166 | 1,522 | 12.6 | 9.6 | 15.9 | 0.38 | 31.00 | ↓ |
| Lassonde | LAS.a | RS | 845 | 6.9 | 122.00 | 12/2021 | 11.18 | 11.08 | 13.51 | 11.0 | 9.0 | 178 | 178 | 202 | 6.0 | 5.3 | 125.5 | 0.20 | 169.00 | ↓ |
| Premium Brands Holdings | PBH | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R |
| Commerce de détail spécialisé | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Sleep Country Canada | ZZZ | RM | 1,021 | 37.5 | 27.26 | 12/2021 | 2.64 | 3.12 | 3.35 | 8.7 | 8.1 | 211 | 238 | 246 | 5.8 | 5.6 | 11.23 | 0.46 | 37.00 | ↑ |
| Pet Valu | PET | RM | 2,358 | 71.7 | 32.90 | 12/2021 | 1.02 | 1.43 | 1.59 | 22.9 | 20.7 | 182 | 199 | 213 | 13.9 | 13.0 | 0.00 | 1.22 | 38.00 | ↑ |
| Restauration | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| MTY Food Group | MTY | RS | 1,304 | 24.5 | 53.12 | 11/2021 | 3.46 | 3.68 | 4.10 | 14.4 | 13.0 | 169 | 174 | 186 | 9.3 | 8.7 | 26.05 | 0.33 | 70.00 | |
| Épicerie en ligne | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Goodfood Market | FOOD | RS | 140 | 75.0 | 1.87 | 08/2021 | (0.45) | (1.06) | (0.79) | NA | NA | (15) | (50) | (25) | NA | NA | 0.87 | 0.37 | 3.75 | |

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

u= dollars US

Source: Refinitiv, Rapports des sociétés, FBN

Note: Lassonde et Goodfood couverts par Ryan Li.



Baltej Sidhu
Analyste
403 290-5627

—
Adjoint :
Josh Turanich : 403 290-5625

Vue d'ensemble

Jadis considérés comme un créneau spécialisé, les actifs ESG retiennent désormais l'attention des investisseurs. Le total des actifs ESG sous gestion dans le monde devrait atteindre US\$40,000 milliards en 2022 (contre US\$35,000 milliards en 2020), soit environ US\$1.00 sur US\$3.00 investis, à un TCAC de plus de 10% sur les quatre dernières années. Si le rythme de croissance des investissements dans les actifs ESG n'était même que de la moitié de ce taux, la valeur des actifs ESG sous gestion atteindrait US\$45,000 à US\$50,000 milliards d'ici 2025 ou US\$60,000 milliards à un TCAC historique de plus de 10%. Nous pensons que l'intégration des facteurs ESG et l'engagement ou l'appui des actionnaires à leur égard seront le principal style d'investissement dans les actifs ESG, surtout à mesure que l'information sur ces questions et la transparence s'amélioreront au niveau des entreprises et que les investisseurs institutionnels seront mieux informés des enjeux ESG. Selon nous, l'intégration des facteurs ESG, qui nécessite la prise en compte de paramètres non financiers dans l'analyse fondamentale, est le meilleur moyen pour les investisseurs de mettre en œuvre les facteurs ESG tout en générant des rendements adéquats, car elle permet à un investisseur de comprendre et, espérons-le, d'éviter les risques propres aux facteurs ESG, sans pour autant imposer de restrictions strictes à des secteurs particuliers.

Aperçu du marché du carbone

► Conformité et marchés volontaires

Les prix du carbone ont continué d'augmenter à un rythme effréné (70% a/a), tous systèmes et régions confondus (fourchette de 50% à 120% a/a). La hausse des prix était largement attribuable à une ambition plus grande des gouvernements de réduire les émissions en raison du réchauffement climatique, ce qui a entraîné des réglementations et législations plus strictes entourant la décarbonation. Non seulement les gouvernements légifèrent sur des cibles de réduction à court terme, avec l'objectif de la carboneutralité d'ici 2050, mais ils réduisent aussi les plafonds d'émissions par divers systèmes de taxation du carbone, dont les prix montent en conséquence.

Commençons par le marché du carbone le plus liquide. Le contrat actif du Système d'échange de quotas d'émissions de l'Union européenne (SEQUE-UE) a clôturé le mois de mai à €84 (US\$90) après avoir

dépassé US\$95 le mois dernier. Dans l'ensemble, en moyenne, les SEQUE-UE sont restés relativement stables au cours du mois dernier et restent en situation de report, l'écart entre le 23 décembre et le 22 décembre étant de €2.90. Si l'on examine les prix en glissement annuel, les SEQUE-UE ont augmenté de 40%. Ailleurs, les contrats à terme actifs United Kingdom Emissions Allowances (UKEA), négociés depuis la fin de mai 2021, ont clôturé à £83 (US\$104) à la fin de mai; ils sont eux aussi restés stables m/m, et en hausse de 60% depuis leur création.

En Amérique du Nord, les contrats à terme actifs Regional Greenhouse Gas Initiative (RGGI) ont clôturé le mois à US\$14; ils sont en repli de 1% en glissement mensuel, mais en hausse de 65% à 70% sur douze mois. Enfin, les contrats à terme actifs California Carbon Allowances (CCA) ont clôturé le mois à \$32, augmentant en moyenne mensuelle de 6%; cependant, nous notons que les prix des CCA sont en hausse de 35% à 40%.

Enfin, nous mettons en évidence les contrats à terme actifs du système volontaire de compensations d'émissions mondiales (SCEM), qui ont clôturé le mois à US\$5 et ont diminué de 15% m/m, tandis que le contrat à terme actif du système de compensations d'émissions mondiales basées sur la nature (SCEMN) a également suivi une voie similaire, diminuant de 2% et clôturant à US\$11. Nous notons que le SCEM a commencé à se négocier le 26 février 2021 à US\$2.63, avant de toucher un plancher à US\$2.33 le 21 mai et de voir son prix multiplié par environ 2.5.

Faits saillants du mois

► Que l'acheteur prenne garde : les apparences peuvent être trompeuses...

Sans conteste, et comme reflet de la dynamique en cours, rien n'indique plus que la thématique ESG est en train de passer de courant secondaire à courant dominant que le fait que le tiers environ des sommes investies va à l'investissement durable, c.-à-d. à la prise en compte des facteurs ESG dans la construction des portefeuilles. Les pronostiqueurs du marché estiment que les investissements durables atteindront US\$40,000 milliards d'ici la fin de l'année (contre US\$35,000 milliards en 2020) et US\$50,000 milliards d'ici 2025 (soit une augmentation de 25%), sachant que les États-Unis abritent actuellement environ la moitié de

cette valeur, le Canada se situant entre 5% et 10%. Notamment, pour obtenir une exposition supplémentaire, les participants au marché ont injecté fiévreusement des milliards de dollars dans les FNB ESG des deux côtés de la frontière, ce qui a entraîné une augmentation du nombre de FNB ESG et de leurs ASG (ASG au Canada : \$9,7 milliards, ASG aux États-Unis : \$100 milliards) au rythme de 10% à 15% et de 20%, respectivement, pour s'assurer qu'ils ne manquent pas cette ascension stratosphérique incessante.

La proportion deancements de FNB ESG (à l'exclusion des FNB en position inverse/courte et sur fonds empruntés), y compris au Canada et aux États-Unis, a connu une ascension remarquable sur 12 mois depuis la deuxième moitié de 2018, un lancement de FNB sur quatre étant soupçonné de faire progresser les thèmes et les initiatives ESG. Surtout, c'est que cela rappelle le positionnement relatif et l'appétit des investisseurs envers les vastes thèmes ancrés dans le discours.

Dans ce contexte, nous avons voulu mieux comprendre et, par analogie, « épucher l'oignon », en examinant de plus près la complexité sous-jacente des FNB ESG et, en fin de compte, leurs principaux moteurs. Pour analyser et évaluer la composition des FNB d'actions ESG, nous avons passé au crible les FNB d'actions actifs domiciliés soit au Canada, soit aux États-Unis, qui sont signalés comme des investissements éthiques et/ou responsables, ce qui a donné lieu à un regroupement de 85 FNB ESG, qui sont naturellement orientés vers les États-Unis (85%). Comme nous le suggérons plus en détail ci-dessous, les apparences peuvent être trompeuses, et cela ne pourrait pas être plus évident lorsqu'on examine les FNB d'actions estampillés ESG et/ou éthiques. Nous conseillons à tous les participants du marché de faire preuve de prudence en examinant de près la composition de ces fonds, car ils pourraient susciter un comportement plus conforme aux indices à forte composante technologique (ou axés sur le momentum). Nos résultats révèlent que la composition des FNB d'actions portant la marque ESG s'écarte de ce que la perception traditionnelle pourrait suggérer à première vue, c'est-à-dire une abondance de sociétés vertes et/ou à orientation positive soutenant le discours de la transition énergétique en cours.

Dans le prolongement de ce qui précède, ce qui nous surprend passablement est le manque d'orientation

sectorielle vers les énergies renouvelables et les producteurs autonomes, puisque seulement 15% à 20% des fonds analysés comptaient des sociétés de ces secteurs parmi les 10 principaux titres, avec un poids moyen de 4%, qui sont sans doute à l'avant-garde de la transition verte. La composition de l'ensemble du groupe de fonds reflète largement celle du secteur technologique, qui a conservé en sa faveur une exposition dans les indices classiques et qui est utilisé comme base de référence pour effectuer des ajustements mineurs et maintenir des pondérations sectorielles plus ou moins neutres. Vu les caractéristiques de croissance du secteur de la technologie au cours de la dernière décennie et ses rendements supérieurs relativement à ceux du marché, du moins jusqu'à présent, compte tenu de la réorientation vers les titres de valeur, les rendements pourraient être malmenés dans le contexte mondial actuel par : 1) l'incertitude géopolitique actuelle (Russie/Ukraine), 2) la hausse des taux d'intérêt (valorisations technologiques atténuées) et 3) la hausse du prix des matières premières en toile de fond (repositionnement, c'est-à-dire rééquilibrage des FNB Momentum de BlackRock). Comme nous l'illustrons, le secteur de la technologie est l'exception apparente, puisqu'il représente en moyenne 20% à 25% de la composition des fonds en termes de poids, à la fois sur la base de l'ensemble des FNB et des 10 principaux titres. L'accent mis sur ce secteur peut s'expliquer en partie par un profil d'intensité d'émissions généralement faible (de portée 1 et 2), associé à un changement minime ou nul de l'indice de référence.



Matt Kornack
Analyste
416 507-8104

—
Adjoint :
Anthony Bogdan: 416 869-7935



Tal Woolley
Analyste
416 507-8009

Sélections

- › *BSR REIT*
- › *Dream Industrial REIT*
- › *H&R REIT*
- › *Boardwalk REIT*
- › *Sienna Senior Living*
- › *Flagship Communities*

Faits saillants des résultats du T1

- › **H&R REIT:**
L'attente a été longue, mais la thèse d'investissement commence à se concrétiser; cours cible de \$18.50

Il y avait presque trop de bonnes nouvelles dans les résultats du T1 de H&R, ce qui contraste agréablement avec les résultats des trimestres précédents et témoigne du fait que le plan stratégique commence à porter ses fruits. En outre, les chiffres étaient clairs, sans postes importants de loyers gratuits ou de revenus de résiliation de bail. Nous considérons que les \$178 millions en rachats de parts depuis le début de l'année et la hausse de 5.8% des distributions témoignent de la confiance et de l'optimisme de la direction à l'égard de l'exposition actuelle du portefeuille et du programme d'aliénations. Cela est rendu possible par des liquidités d'environ \$1 milliard, un vaste bassin d'actifs non grevés et le produit attendu de la vente de biens immobiliers. De meilleures attentes au chapitre des loyers et des taux de capitalisation réduits, combinés à des transactions de terrains industriels, ont justifié un ajustement positif de la valeur actuelle de \$1 milliard. H&R est en train de devenir un titre de croissance, mais il se négocie à un multiple de valeur, ce qui fonctionne bien sur le marché actuel et représente, selon nous, une importante opportunité en termes de rendement total.

- › **Tricon Residential Inc.:**
Difficile d'ignorer la dynamique sur le terrain; réitération de la cote Rendement supérieur, cours cible de \$21
- › **Réitération de la cote Rendement supérieur, cours cible de \$21 :** Les actions de TCN ont été faibles, mais ont connu une certaine hausse ces derniers jours. Malgré la volatilité du marché, il nous est difficile de faire marche arrière avec une telle dynamique d'exploitation et un tel potentiel de croissance des bénéfices (TCAC de +14% envisagé jusqu'en 2024). Notre cours cible de C\$21.00 équivaut à un ratio FPER par part 2023e de 27.1x (28.3x auparavant) et à une décote de 6% par rapport à nos prévisions de VAN sur un an (-2% auparavant), reflétant les risques commerciaux, le levier d'endettement et les perspectives de croissance de TCN.
- › **Les activités de SFR continuent de battre des records :** Le BNE à portefeuille identique de SFR a progressé de +11.6% (soit +4.1% par rapport à l'année dernière), grâce à un taux d'occupation des logements identiques de 98.0% (soit +40 pb t/t et +70 pb a/a). Ce momentum s'est poursuivi au T2.
- › **Les taux sont susceptibles de modifier le rythme du marché du logement :** Des taux supérieurs pourraient ralentir la hausse des prix, ce qui, tout en risquant de se répercuter sur la VAN de TCN (d'où le cours cible avec une décote), pourrait permettre d'acquérir des biens à des taux de capitalisation plus attrayants.

| Matt Kornack, Tal Woolley | | Cap. bours. | | | Cours | | | Distributions par part | | | Rend. des distributions | | | | FPE dilués | | | C/FPE | | | 12 mois | | |
|--|---------|-------------|-----|------------|---------|-----------|----------|------------------------|----------|-------|-------------------------|-----------|-------|----------|------------|----------|-------|-------|-------|-----------|-----------|-------|------|
| | | | | | | | | (A) | (A) | est. | 2021A | 2022E | 2023E | courant | (A) | est. | est. | (A) | (A) | est. | (A) | (A) | est. |
| Symb. | titre | Δ | (M) | Analyste | 5-31 | 2021 | 2022 | 2023 | 2021A | 2022E | 2023E | annualisé | 2021 | 2022 | 2023 | 2021A | 2022E | 2023E | VAN | Cible | Rend. | Δ | |
| Détail | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| RioCan REIT | REI.un | RS | ↔ | \$7,050 | Woolley | \$22.75 | \$1.02 | \$1.02 | \$1.02 | 4.5% | 4.5% | 4.5% | 4.5% | \$1.60 | \$1.71 | \$1.80 | 14.2x | 13.3x | 12.6x | \$27.80 | \$27.00 | 23.2% | ↓ |
| Choice Properties REIT | CHP.un | RM | ↔ | \$10,909 | Woolley | \$15.08 | \$0.74 | \$0.74 | \$0.74 | 4.9% | 4.9% | 4.9% | 4.9% | \$0.95 | \$0.96 | \$0.97 | 15.9x | 15.7x | 15.5x | \$14.20 | \$16.00 | 11.0% | ↔ |
| First Capital REIT | FCR | RM | ↔ | \$3,424 | Woolley | \$15.59 | \$0.43 | \$0.43 | \$0.43 | 2.8% | 2.8% | 2.8% | 2.8% | \$1.14 | \$1.15 | \$1.20 | 13.7x | 13.6x | 13.0x | \$23.50 | \$19.50 | 27.9% | ↔ |
| SmartCentres REIT | SRU.un | RM | ↔ | \$5,240 | Woolley | \$29.42 | \$1.85 | \$1.85 | \$1.85 | 6.3% | 6.3% | 6.3% | 6.3% | \$2.21 | \$2.09 | \$2.27 | 13.3x | 14.1x | 13.0x | \$33.80 | \$34.00 | 21.9% | ↔ |
| CT REIT | CRT.un | RS | ↔ | \$4,096 | Woolley | \$17.52 | \$0.87 | \$0.87 | \$0.87 | 5.0% | 5.0% | 5.0% | 5.0% | \$1.24 | \$1.28 | \$1.34 | 14.1x | 13.7x | 13.1x | \$17.90 | \$20.00 | 19.1% | ↔ |
| Crombie REIT | CRR.un | RS | ↔ | \$3,064 | Woolley | \$17.34 | \$0.89 | \$0.89 | \$0.89 | 5.1% | 5.1% | 5.1% | 5.1% | \$1.15 | \$1.17 | \$1.21 | 15.1x | 14.8x | 14.3x | \$19.06 | \$20.00 | 20.5% | ↔ |
| Automotive Properties REIT | APR.un | RS | ↔ | \$693 | Woolley | \$14.15 | \$0.80 | \$0.80 | \$0.80 | 5.7% | 5.7% | 5.7% | 5.7% | \$0.94 | \$0.98 | \$1.04 | 15.1x | 14.4x | 13.6x | \$13.20 | \$15.50 | 15.2% | ↔ |
| Bureau & Diversifié | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Allied Properties REIT | AP.un | RS | ↔ | \$5,487 | Kornack | \$38.78 | \$1.75 | \$1.75 | \$1.75 | 4.5% | 4.5% | 4.5% | 4.5% | \$2.40 | \$2.50 | \$2.67 | 16.2x | 15.5x | 14.5x | \$48.95 | \$51.00 | 36.0% | ↔ |
| DREAM Office REIT | D.un | RM | ↔ | \$1,217 | Kornack | \$23.28 | \$1.00 | \$1.00 | \$1.00 | 4.3% | 4.3% | 4.3% | 4.3% | \$1.54 | \$1.57 | \$1.64 | 15.1x | 14.8x | 14.2x | \$25.55 | \$27.00 | 20.3% | ↔ |
| Slate Office REIT | SOT.un | RM | ↔ | \$366 | Kornack | \$5.01 | \$0.40 | \$0.40 | \$0.40 | 8.0% | 8.0% | 8.0% | 8.0% | \$0.55 | \$0.56 | \$0.57 | 9.2x | 8.9x | 8.9x | \$6.10 | \$5.00 | 7.8% | ↔ |
| True North Commercial REIT | TNT.un | RM | ↔ | \$615 | Kornack | \$6.65 | \$0.59 | \$0.59 | \$0.59 | 8.9% | 8.9% | 8.9% | 8.9% | \$0.59 | \$0.57 | \$0.56 | 11.3x | 11.8x | 11.8x | \$6.90 | \$7.00 | 14.2% | ↔ |
| H&R REIT | HR.un | RS | ↔ | \$4,169 | Kornack | \$14.02 | \$0.55 | \$0.55 | \$0.55 | 3.9% | 3.9% | 3.9% | 3.9% | \$1.53 | \$1.15 | \$1.25 | 9.2x | 12.2x | 11.2x | \$20.25 | \$18.50 | 35.9% | ↑ |
| Artis REIT | AX.un | RM | ↔ | \$1,571 | Kornack | \$13.17 | \$0.60 | \$0.60 | \$0.60 | 4.6% | 4.6% | 4.6% | 4.6% | \$1.31 | \$1.27 | \$1.20 | 10.1x | 10.4x | 10.9x | \$15.10 | \$12.50 | -0.5% | ↔ |
| BTB REIT | BTB.un | RM | ↔ | \$339 | Kornack | \$4.00 | \$0.30 | \$0.30 | \$0.30 | 7.5% | 7.5% | 7.5% | 7.5% | \$0.41 | \$0.43 | \$0.44 | 9.8x | 9.4x | 9.2x | \$4.85 | \$4.60 | 22.5% | ↓ |
| Industriel | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Granite REIT | GRT.un | RS | ↔ | \$5,989 | Kornack | \$91.09 | \$3.10 | \$3.10 | \$3.10 | 3.4% | 3.4% | 3.4% | 3.4% | \$4.04 | \$4.44 | \$4.80 | 22.5x | 20.5x | 19.0x | \$98.40 | \$115.00 | 29.7% | ↔ |
| DREAM Industrial REIT | DIR.un | RS | ↔ | \$3,875 | Kornack | \$14.21 | \$0.70 | \$0.70 | \$0.70 | 4.9% | 4.9% | 4.9% | 4.9% | \$0.81 | \$0.88 | \$0.93 | 17.6x | 16.1x | 15.3x | \$17.50 | \$19.25 | 40.4% | ↔ |
| Nexus Industrial REIT | NXR.un | RS | ↔ | \$929 | Kornack | \$11.78 | \$0.64 | \$0.64 | \$0.64 | 5.4% | 5.4% | 5.4% | 5.4% | \$0.77 | \$0.83 | \$0.91 | 15.3x | 14.3x | 13.0x | \$14.30 | \$15.00 | 32.8% | ↔ |
| Summit Industrial | SMU.un | RS | ↔ | \$3,647 | Kornack | \$19.24 | \$0.58 | \$0.58 | \$0.58 | 3.0% | 3.0% | 3.0% | 3.0% | \$0.70 | \$0.75 | \$0.83 | 27.3x | 25.6x | 23.3x | \$22.55 | \$26.50 | 40.8% | ↔ |
| Hôtels | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| American Hotel Income Properties | HOT.un | RM | ↔ | \$376 | Woolley | \$3.83 | \$0.23 | \$0.23 | \$0.23 | 5.9% | 5.9% | 5.9% | 5.9% | \$0.52 | \$0.45 | \$0.50 | 7.4x | 8.5x | 7.7x | \$5.00 | \$4.75 | 30.0% | ↓ |
| Appartements | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| CAP REIT | CAR.un | RS | ↔ | \$8,687 | Kornack | \$49.50 | \$1.45 | \$1.45 | \$1.45 | 2.9% | 2.9% | 2.9% | 2.9% | \$2.33 | \$2.35 | \$2.47 | 21.3x | 21.1x | 20.1x | \$57.25 | \$62.25 | 28.7% | ↔ |
| Boardwalk REIT | BEI.un | RS | ↔ | \$2,532 | Kornack | \$50.16 | \$1.08 | \$1.08 | \$1.08 | 2.2% | 2.2% | 2.2% | 2.2% | \$2.96 | \$3.06 | \$3.18 | 16.9x | 16.4x | 15.8x | \$64.90 | \$68.50 | 38.7% | ↔ |
| Killam Apartment REIT | KMP.un | RS | ↔ | \$2,297 | Kornack | \$19.20 | \$0.70 | \$0.70 | \$0.70 | 3.6% | 3.6% | 3.6% | 3.6% | \$1.07 | \$1.12 | \$1.21 | 18.0x | 17.2x | 15.9x | \$23.30 | \$25.00 | 33.9% | ↔ |
| InterRent REIT | IIP.un | RS | ↔ | \$1,973 | Kornack | \$13.68 | \$0.34 | \$0.34 | \$0.34 | 2.5% | 2.5% | 2.5% | 2.5% | \$0.51 | \$0.56 | \$0.58 | 26.8x | 24.5x | 23.7x | \$16.30 | \$17.00 | 26.8% | ↔ |
| Minto Apartment REIT | MI.un | RS | ↔ | \$1,211 | Kornack | \$18.40 | \$0.48 | \$0.48 | \$0.48 | 2.6% | 2.6% | 2.6% | 2.6% | \$0.81 | \$0.86 | \$0.92 | 22.6x | 21.4x | 20.1x | \$23.30 | \$24.50 | 35.7% | ↔ |
| BSR REIT | HOM.un | RS | ↔ | \$1,030 | Kornack | \$17.76 | \$0.52 | \$0.52 | \$0.52 | 2.9% | 2.9% | 2.9% | 2.9% | \$0.65 | \$0.86 | \$0.92 | 27.3x | 20.7x | 19.3x | \$22.95 | \$24.50 | 40.9% | ↔ |
| ERES REIT | ERE.un | RS | ↔ | \$1,077 | Kornack | \$4.65 | \$0.16 | \$0.16 | \$0.16 | 3.5% | 3.5% | 3.5% | 3.5% | \$0.21 | \$0.23 | \$0.24 | 22.3x | 20.1x | 19.4x | \$5.83 | \$5.80 | 28.2% | ↑ |
| International | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Inovalis REIT | INO.un | RM | ↔ | \$268 | Kornack | \$7.98 | \$0.83 | \$0.83 | \$0.83 | 10.3% | 10.3% | 10.3% | 10.3% | \$0.50 | \$0.51 | \$0.68 | 16.0x | 15.5x | 11.8x | \$9.70 | \$9.00 | 23.1% | ↓ |
| Résidences pour personnes âgées | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Charwell Retirement Residences | CSH.un | RS | ↔ | \$2,898 | Woolley | \$12.41 | \$0.61 | \$0.61 | \$0.61 | 4.9% | 4.9% | 4.9% | 4.9% | \$0.59 | \$0.59 | \$0.73 | 21.0x | 21.0x | 17.0x | \$13.06 | \$15.00 | 25.8% | ↔ |
| NorthWest H.P. REIT | NWH.un | RM | ↔ | \$3,157 | Woolley | \$13.21 | \$0.80 | \$0.80 | \$0.80 | 6.1% | 6.1% | 6.1% | 6.1% | \$0.84 | \$0.84 | \$0.89 | 15.8x | 15.7x | 14.8x | \$14.25 | \$15.00 | 19.6% | ↔ |
| Sienna Senior Living | SIA | RS | ↔ | \$991 | Woolley | \$13.59 | \$0.94 | \$0.94 | \$0.94 | 6.9% | 6.9% | 6.9% | 6.9% | \$1.15 | \$1.00 | \$1.21 | 11.8x | 13.6x | 11.2x | \$15.83 | \$17.50 | 35.7% | ↔ |
| Extencicare | EXE | RM | ↔ | \$645 | Woolley | \$7.20 | \$0.48 | \$0.48 | \$0.48 | 6.7% | 6.7% | 6.7% | 6.7% | \$0.52 | \$0.36 | \$0.47 | 13.8x | 20.0x | 15.3x | \$9.40 | \$8.00 | 17.8% | ↔ |
| Invesque | IVQu | RM | ↔ | \$74 | Woolley | \$1.32u | \$0.00u | \$0.00u | \$0.00u | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | \$0.44u | \$0.28u | \$0.29u | 3.0x | 4.7x | 4.6x | \$1.80u | \$1.75u | 32.6% | ↔ |
| Entreposage libre-service | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| StorageVault Canada | SVL.V | RS | ↔ | \$2,453 | Woolley | \$6.48 | \$0.20 | \$0.20 | \$0.20 | 3.1% | 3.1% | 3.1% | 3.1% | \$0.15 | \$0.19 | \$0.23 | 43.0x | 34.1x | 28.2x | \$6.30 | \$8.00 | 26.5% | ↔ |
| MHC | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Flagship Communities REIT | MHCu.TO | RS | ↔ | US\$346.53 | Woolley | US\$17.68 | US\$0.54 | US\$0.54 | US\$0.54 | 3.1% | 3.1% | 3.1% | 3.1% | US\$1.03 | US\$1.14 | US\$1.14 | 17.2x | 15.5x | 15.5x | US\$24.00 | US\$24.00 | 38.8% | ↔ |
| Gestion d'actifs | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Tricon Capital Group | TCN | RS | ↔ | \$4,281 | Woolley | \$15.68 | \$0.30 | \$0.30 | \$0.30 | 1.9% | 1.9% | 1.9% | 1.9% | \$0.57 | \$0.61 | \$0.74 | 27.5x | 25.7x | 21.2x | \$22.44 | \$21.00 | 35.8% | ↔ |

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

Source: Rapports des sociétés, FBN, Refinitiv

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

Métaux et minerais : métaux communs



Don DeMarco

Analyste
416 869-7572

—
Adjoints :

Kelvin Lin : 416 869-8045
Yi Liu : 416 869 8524



Shane Nagle, cfa

Analyste
416 869-7936

—
Adjoints :

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

Sélections

- › Ressources Teck
- › Hudbay Minerals
- › First Quantum

La volatilité des prix devrait persister en 2022

La récente hausse des prix du cuivre a été en grande partie influencée par la reprise de la demande chinoise, la dépréciation du dollar et les attentes d'une reprise économique verte axée sur l'exploitation intensive de cuivre. On ne sait pas encore vraiment dans quelle mesure les pays pourront contenir de nouvelles vagues d'infections à court terme, ce qui pourrait influencer les perspectives macroéconomiques, si bien que les prix devraient rester volatils. En outre, nous pensons que les troubles persistants en Amérique latine et la structure des impôts/redevances risquent de comprimer les prix.

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

Premiers choix :

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

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

› Hudbay Minerals (HBM: TSX)

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

› First Quantum (FM: TSX)

La société reste un producteur de cuivre incontournable en raison de sa base d'actifs de grande qualité, de son faible CMTC et de sa réserve de projets parmi les plus fournies (notamment Cobre-Panama, Enterprise, l'expansion de Kansanshi S3 et Taca Taca).

Métaux et minerais : métaux communs

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

| Symbole | Cote du Titre | Δ | Cap. bours. (M) | Actions e.c. (M) | Cours 5/31 | 12 mois | | | Analyste | BPA | | | C/B | | FTP | | | C/F | | Valeur Actif | | |
|-----------------------------------|---------------|----|-----------------|------------------|------------|---------|--------|---|----------|--------------|----------|----------|-------|-------|--------------|----------|----------|------|------|--------------|-------|--|
| | | | | | | Cours | Cible | Δ | | (A) Dern.Ex. | est. Ex1 | est. Ex2 | Ex1 | Ex2 | (A) Dern.Ex. | est. Ex1 | est. Ex2 | Ex.1 | Ex.2 | Net | C/VAN | |
| Production | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Capstone Copper | CS | RM | - | 3,301 | 689.1 | 4.79 | 7.25 | ↓ | Nagle | 0.07u | 0.60u | 0.51u | 6.0x | 9.4x | 0.34u | 0.93u | 0.86u | 3.9x | 4.2x | 5.72 | 0.8x | |
| Copper Mountain Mining | CMMC | RS | - | 581 | 211.3 | 2.75 | 4.50 | - | Nagle | 0.11u | 0.62u | 0.42u | 4.4x | 6.5x | 0.61u | 1.53u | 1.00u | 1.8x | 2.7x | 4.78 | 0.6x | |
| Ero Copper | ERO | RM | - | 1,418 | 90.4 | 15.69 | 21.50 | - | Nagle | 1.34u | 2.44u | 2.44u | 4.8x | 6.4x | 2.02u | 3.17u | 3.22u | 3.7x | 3.7x | 18.78 | 0.8x | |
| First Quantum Minerals | FM | RS | - | 25,308 | 691.1 | 36.62 | 46.00 | - | Nagle | (0.07)u | 1.20u | 3.95u | 23.0x | 9.3x | 2.64u | 4.22u | 6.84u | 6.5x | 4.0x | 31.84 | 1.2x | |
| Hudbay Minerals | HBM | RS | - | 1,895 | 261.7 | 7.24 | 11.50 | ↓ | Nagle | (0.44)u | 0.23u | 0.59u | 23.5x | 12.3x | 0.93u | 1.87u | 2.53u | 2.9x | 2.2x | 8.41 | 0.9x | |
| Lundin Mining | LUN | RM | - | 8,309 | 737.9 | 11.26 | 14.00 | - | Nagle | 0.31u | 1.11u | 1.73u | 7.6x | 6.5x | 1.00u | 2.11u | 2.66u | 4.0x | 3.2x | 11.11 | 1.0x | |
| Sherritt International | S | RM | - | 238 | 397.3 | 0.60 | 1.10 | - | Nagle | (0.37)u | (0.03)u | 0.47u | n/a | 1.3x | 0.09u | (0.11)u | 0.43u | n/a | 1.1x | 1.18 | 0.5x | |
| Taseko Mines | TKO | RM | - | 570 | 286.3 | 1.99 | 3.00 | ↓ | Nagle | (0.11)c | 0.16c | 0.29c | 12.6x | 6.9x | 0.44c | 0.73c | 0.68c | 2.7x | 2.9x | 3.61 | 0.6x | |
| Teck Resources | TECKb | RS | - | 28,421 | 542.0 | 52.44 | 65.00 | - | Nagle | 1.05c | 5.74c | 11.85c | 9.1x | 4.4x | 3.38c | 10.54c | 16.37c | 5.0x | 3.2x | 43.81 | 1.2x | |
| Trevali Mining | TV | RM | - | 67 | 98.9 | 0.68 | 1.50 | ↓ | Nagle | (0.03)c | 0.02c | (0.15)c | 31.3x | n/a | 0.01c | 0.12c | 0.77c | 4.3x | 0.7x | 1.79 | 0.4x | |
| Sociétés de mise en valeur | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Adventus Mining | ADZN | RS | - | 83 | 131.8 | 0.63 | 1.40 | - | Nagle | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | 1.87 | 0.3x | |
| Filo Mining | FIL | RS | - | 3,080 | 121.5 | 25.36 | 25.00 | - | Nagle | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | 28.53 | 0.9x | |
| Foran Mining | FOM.V | RM | - | 584 | 238.4 | 2.45 | 3.25 | - | Nagle | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | 3.64 | 0.7x | |
| Solaris Resources | SLS.TO | RS | - | 1,220 | 108.9 | 11.21 | 22.00 | - | Nagle | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | 25.97 | 0.4x | |
| Trilogy Metals | TMQ | RM | - | 177 | 145.5 | 1.22 | 2.50 | - | Nagle | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | 3.14 | 0.4x | |
| Sigma Lithium | SGML | RS | - | 2,127 | 100.4 | 21.18 | 26.00 | ↑ | Aganga | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | 30.39 | 0.8x | |
| Lithium Americas | LAC | RS | - | 3,718 | 120.1 | 30.97 | 38.50u | - | Aganga | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | 56.28 | 0.6x | |

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

u = dollars US; c = dollars canadiens

Source: Rapports des sociétés, Estimations FBN, Refinitiv

Métaux et minerais : métaux précieux



Don DeMarco

Analyste
416 869-7572

—

Adjoints :

Kelvin Lin : 416 869-8045
Yi Liu : 416 869 8524



Shane Nagle, CFA

Analyste
416 869-7936

—

Adjoints :

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



Michael Parkin

Analyste
416 869-6766

—

Adjoints :

Alessandro Cairo : 416 869-8511
Andrew Dusome : 416 507-8177



Rabi Nizami

Analyste
416 869-7925

L'inflation pourrait entraîner une reprise de l'or

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

Les répercussions économiques de la COVID-19 ont forcé les gouvernements à adopter de vastes programmes de stimulation pour protéger leurs économies. En plus de ces mesures, les taux d'intérêt restent faibles. Pour commencer l'année, le rendement des obligations du Trésor américain de 10 ans a monté, ce qui a entraîné une légère et brève faiblesse des prix de l'or au comptant. La Réserve fédérale américaine a commencé à relever les taux d'intérêt avec une hausse de 25 points de base (pb) en mars, suivie d'une hausse importante de 50 pb en mai. Les économistes interrogés par Bloomberg tablent désormais sur huit hausses des taux supplémentaires tout au long de 2022. Nous pensons qu'un taux d'inflation élevé et/ou persistant aux États-Unis et que le report potentiel de la baisse des achats d'actifs par la Fed (par rapport aux attentes du marché) pourraient faire monter les prix de l'or au comptant, et donc aussi les actions aurifères à court terme. Les tensions géopolitiques liées à l'invasion de l'Ukraine ont d'abord entraîné un pic de l'or vers des niveaux inégalés depuis août 2020, lequel est retombé vers US\$1,850, plombé par la hausse des taux d'intérêt. Nous pensons que les fluctuations futures des prix de l'or au comptant dépendront de l'évolution de la situation géopolitique.

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

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

Sélections

Producteurs d'or/d'argent :

- › *Centerra Gold (CG : TSX; cours cible de CA\$15.00)*
- › *Endeavour Mining plc (CG : TSX; cours cible de CA\$46.00)*
- › *Kinross Gold Corp. (K : TSX; cours cible de CA\$12.00)*
- › *Pan American Silver Corp. (PAAS : TSX; cours cible de CA\$44.75)*
- › *Wesdome Gold Mines Ltd. (WDO : TSX; cours cible de CA\$18.50)*

Sociétés de redevances :

- › *Wheaton Precious Metals Corp. (WPM : TSX; cours cible de CA\$75.00)*

| Symbole | Cote du Titre | Δ | Cap. bours. (M) | Actions e.c. (M) | Cours 5/31 | 12 mois | | | Analyste | BPA | | | | FTPA | | | C/FT | | Valeur Actif Net | C/VAN | |
|--|---------------|----|-----------------|------------------|------------|---------|---------|---|----------|--------------|----------|----------|---------|---------|--------------|----------|----------|--------|------------------|-------|--------|
| | | | | | | Cours | Cible | Δ | | (A) Dern.Ex. | est. Ex1 | est. Ex2 | C/B Ex1 | C/B Ex2 | (A) Dern.Ex. | est. Ex1 | est. Ex2 | Ex.1 | | | Ex.2 |
| Grands producteurs (production >1 Moz) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Agnico-Eagle Mines Ltd | AEM | RS | - | 30,497 | 454.90 | 67.04 | 98.00 | ↓ | Parkin | 2.40u | 2.51u | 2.60u | 21.1x | 20.4x | 6.51u | 6.26u | 6.68u | 8.5x | 7.9x | 50.17 | 1.34x |
| Barrick Gold | ABX | RM | - | 45,685 | 1,763.21 | 25.91 | 34.00 | ↓ | Parkin | 1.12u | 1.18u | 1.57u | 17.4x | 13.1x | 2.61u | 2.72u | 3.31u | 7.5x | 6.2x | 23.75 | 1.09x |
| Kinross Gold Corp | K | RS | - | 7,110 | 1,251.78 | 5.68 | 12.00 | - | Parkin | 0.77u | 0.52u | 0.64u | 8.6x | 7.0x | 0.76u | 1.13u | 1.34u | 4.0x | 3.4x | 11.20 | 0.51x |
| Newmont | NGT | RM | - | 67,920 | 791.05 | 85.86 | 115.00 | - | Parkin | 2.96u | 3.27u | 4.38u | 20.8x | 15.5x | 6.02u | 7.32u | 8.33u | 9.3x | 8.1x | 66.64 | 1.28x |
| Sociétés de redevances | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Franco-Nevada Corp | FNV | RM | - | 34,262 | 191.5 | 178.93 | 225.00 | - | Nagle | 2.72u | 3.53u | 3.77u | 38.1x | 47.5x | 4.22u | 5.21u | 5.21u | 25.8x | 25.8x | 72.21 | 2.48x |
| Maverix Metals Inc | MMX | RM | - | 803 | 147.4 | 5.45 | 6.75 | ↓ | Nagle | 0.12u | 0.12u | 0.17u | 45.4x | 32.8x | 0.29u | 0.29u | 0.30u | 19.1x | 18.3x | 4.50 | 1.21x |
| Osisko Gold Royalties Ltd | OR | RS | - | 2,638 | 184.8 | 14.27 | 22.00 | - | Nagle | 0.26u | 0.57u | 0.57u | 25.3x | 24.9x | 0.65u | 1.03u | 1.23u | 13.8x | 11.6x | 17.87 | 0.80x |
| Royal Gold Inc | RGLD | RM | - | 7,377 | 65.2 | 113.08u | 165.00u | - | Nagle | 2.91u | 4.02u | 3.86u | 28.1x | 29.3x | 6.28u | 7.06u | 6.72u | 12.0x | 12.7x | 69.78 | 1.62x |
| Sandstorm Gold Ltd | SSL | R | - | 1,602 | 191.7 | 8.36 | R | - | Nagle | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R | R |
| Triple Flag Precious Metals Corp | TFFM | RM | - | 2,482 | 156.0 | 15.91 | 23.00 | - | Nagle | 0.20u | 0.39u | 0.48u | 30.7x | 33.1x | 0.78u | 0.80u | 0.90u | 15.0x | 13.3x | 12.68 | 1.25x |
| Wheaton Precious Metals Corp | WPM | RS | - | 23,575 | 451.3 | 52.24 | 75.00 | - | Nagle | 1.10u | 1.31u | 1.37u | 30.0x | 38.1x | 1.71u | 1.90u | 1.95u | 20.7x | 20.1x | 24.96 | 2.09x |
| Producteurs intermédiaires (production >250 Koz) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Alamos Gold Inc | AGI | RS | - | 3,702 | 392.14 | 9.44 | 13.00 | - | Parkin | 0.41u | 0.29u | 0.43u | 26.0x | 17.5x | 1.05u | 1.00u | 1.09u | 7.5x | 6.8x | 12.55 | 0.75x |
| B2Gold | BTO | RS | - | 5,807 | 1,055.8 | 5.50 | 8.50 | - | DeMarco | 0.36u | 0.38u | 0.43u | 14.4x | 12.7x | 0.68u | 0.78u | 0.92u | 7.1x | 6.0x | 5.29 | 1.04x |
| Centerra Gold Inc | CG | RS | - | 2,936 | 297.44 | 9.87 | 15.00 | ↓ | Parkin | 0.62u | 0.58u | 0.75u | 13.4x | 10.4x | 1.43u | 1.12u | 1.19u | 7.0x | 6.6x | 13.54 | 0.73x |
| Dundee Precious Metals | DPM | RM | - | 1,413 | 191.4 | 7.38 | 10.50 | ↑ | DeMarco | 1.03u | 0.78u | 1.04u | 9.5x | 7.1x | 1.66u | 1.28u | 1.72u | 5.8x | 4.3x | 12.26 | 0.60x |
| Eldorado Gold Corp | ELD | RS | - | 1,874 | 184.79 | 10.14 | 19.00 | ↓ | Parkin | (0.15)u | 0.51u | 1.10u | 19.8x | 9.2x | 2.06u | 1.85u | 2.50u | 4.3x | 3.2x | 21.97 | 0.46x |
| Endeavour Mining | EDV | RS | - | 7,802 | 249.2 | 31.31 | 46.00 | ↑ | DeMarco | 2.42u | 2.42u | 2.68u | 12.9x | 11.7x | 4.75u | 4.97u | 4.69u | 6.3x | 6.7x | 33.35 | 0.94x |
| Equinox Gold Corp | EQX | RS | - | 2,256 | 303.2 | 7.44 | 12.00 | ↓ | Parkin | 0.21u | 0.22u | 0.39u | 33.1x | 19.2x | 0.79u | 0.99u | 1.15u | 7.5x | 6.5x | 13.99 | 0.53x |
| IAMGOLD Corp | IMG | RM | ↓ | 1,551 | 553.90 | 2.80 | 3.25 | ↓ | Parkin | 0.02u | 0.14u | 0.36u | 16.3x | 6.2x | 0.61u | 0.86u | 1.03u | 2.6x | 2.1x | 3.48 | 0.80x |
| Lundin Gold Inc. | LUG | RM | - | 2,396 | 232.2 | 10.32 | 14.00 | ↑ | DeMarco | 1.07u | 0.72u | 0.69u | 14.3x | 15.0x | 1.58u | 1.45u | 1.37u | 7.1x | 7.5x | 13.36 | 0.77x |
| New Gold Inc | NGD | RM | - | 1,117 | 681.35 | 1.64 | 2.50 | - | Parkin | 0.32u | 0.12u | 0.13u | 14.2x | 12.6x | 0.47u | 0.41u | 0.45u | 3.2x | 2.9x | 2.19 | 0.75x |
| OceanaGold Corp | OGC | RS | - | 2,070 | 704.20 | 2.94 | 4.00 | - | Parkin | 0.20u | 0.24u | 0.22u | 12.3x | 13.6x | 0.47u | 0.66u | 0.66u | 3.5x | 3.5x | 3.08 | 0.95x |
| SSR Mining Inc | SSRM | RM | - | 5,229 | 212.56 | 24.60 | 32.50 | ↓ | Parkin | 1.32u | 1.33u | 1.38u | 14.7x | 14.0x | 2.74u | 2.60u | 2.76u | 7.5x | 7.1x | 25.32 | 0.97x |
| Yamana Gold Inc | YRI | AO | - | 6,480 | 952.97 | 6.80 | 7.20 | ↓ | Parkin | 0.34u | 0.27u | 0.34u | 19.6x | 16.0x | 0.76u | 0.83u | 0.95u | 6.5x | 5.6x | 6.06 | 1.12x |
| Torex Gold Resources Inc | TXG | RM | - | 1,211 | 85.75 | 14.12 | 22.00 | - | DeMarco | 2.36u | 1.74u | 1.41u | 8.1x | 10.0x | 4.29u | 4.31u | 4.00u | 3.3x | 3.5x | 22.08 | 0.64x |
| Producteurs d'argent | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Aya Gold and Silver | AYA | RS | - | 861 | 105.1 | 8.19 | 11.50 | ↑ | DeMarco | 0.05u | 0.01u | (0.12)u | 1034.6x | - | 0.13u | 0.04u | (0.05)u | 226.3x | - | 7.72 | 1.06x |
| First Majestic Silver Corp | FR | RM | - | 3,498 | 256.8 | 13.62 | 18.00 | - | DeMarco | 0.05u | 0.26u | 0.43u | 52.1x | 31.5x | 0.39u | 1.03u | 1.75u | 13.2x | 7.8x | 6.81 | 2.00x |
| Fortuna Silver Mines Inc | FVI | RM | - | 1,332 | 292.1 | 4.56 | 6.50 | - | DeMarco | 0.45u | 0.36u | 0.69u | 12.8x | 6.6x | 0.79u | 0.95u | 1.29u | 4.8x | 3.5x | 5.18 | 0.88x |
| Pan American Silver | PAAS | RS | - | 6,751 | 210.1 | 32.13 | 47.00 | - | DeMarco | 0.77u | 0.95u | 1.85u | 34.0x | 17.3x | 2.21u | 2.45u | 3.81u | 13.1x | 8.4x | 19.48 | 1.65x |
| Petits producteurs (production <250 Koz) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Argonaut Gold Inc. | AR | ER | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| K92 Mining Inc. | KNT | RS | - | 1,986 | 223.1 | 8.90 | 12.75 | ↑ | DeMarco | 0.10u | 0.43u | 0.53u | 20.9x | 16.8x | 0.27u | 0.55u | 0.65u | 16.2x | 13.7x | 10.96 | 0.81x |
| Minera Alamos Inc. | MAI | RS | - | 250 | 446.1 | 0.56 | 1.10 | - | Nizami | 0.01u | (0.00)u | 0.02u | n/a | 24.2x | 0.00u | (0.01)u | 0.03u | - | 18.3x | 1.08 | 0.52x |
| Wesdome Corp. | WDO | RS | - | 1,843 | 141.2 | 13.06 | 19.00 | ↑ | DeMarco | 0.47u | 0.98u | 1.37u | 13.4x | 9.5x | 0.78u | 1.32u | 1.93u | 9.9x | 6.8x | 12.64 | 1.03x |
| Sociétés de mise en valeur | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| AbraSilver Resource Corp | ABRA | RS | - | 200 | 453.8 | 0.44 | 0.70 | - | DeMarco | (0.00)u | (0.01)u | (0.01)u | - | - | (0.01)u | (0.01)u | (0.01)u | - | - | 0.49 | 0.49x |
| Artemis Gold Inc. | ARTG | RS | - | 1,007 | 153.5 | 6.56 | 11.50 | - | DeMarco | (0.05)u | (0.04)u | (0.05)u | - | - | (0.08)u | (0.06)u | (0.04)u | - | - | 11.38 | 11.38x |
| Barsele Minerals Corp. | BME | ER | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Bluestone Resources Inc. | BSR | ER | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Falco Resources Ltd. | FPC | ER | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| G Mining Ventures | GMIN | RS | - | 165 | 235.8 | 0.70 | 1.75 | - | Nizami | (0.04)u | (0.05)u | (0.01)u | n/a | n/a | (0.04)u | (0.04)u | (0.04)u | - | - | 1.76 | 0.40x |
| Gold Standard Ventures Corp. | GSV | RS | - | 179 | 358.0 | 0.50 | 1.30 | - | Nizami | (0.04)u | (0.03)u | (0.03)u | n/a | n/a | (0.03)u | (0.02)u | (0.02)u | - | - | 1.18 | 0.42x |
| Integra Resources Corp. | ITR | RS | - | 87 | 62.1 | 1.40 | 3.00 | - | Nizami | (0.54)u | (0.72)u | (0.28)u | n/a | n/a | (0.50)u | (0.67)u | (0.26)u | - | - | 2.79 | 0.50x |
| Liberty Gold Corp | LGD | RS | - | 193 | 315.8 | 0.61 | 1.80 | - | Nizami | 0.03u | (0.11)u | (0.11)u | n/a | n/a | (0.05)u | (0.08)u | (0.11)u | - | - | 1.79 | 0.34x |
| MAG Silver Corp | MAG | RS | - | 1,881 | 97.9 | 19.21 | 28.25 | - | DeMarco | (0.07)u | 0.88u | 0.00u | 21.8x | - | (0.04)u | 0.70u | 2.08u | 27.5x | 9.2x | 18.90 | 1.02x |
| Marathon Gold Corp. | MOZ | RS | - | 589 | 253.9 | 2.32 | 3.75 | - | DeMarco | (0.02)u | (0.06)u | (0.07)u | - | - | (0.02)u | (0.03)u | (0.03)u | - | - | 3.72 | 0.62x |
| O3 Mining Inc. | OIII | RS | - | 153 | 68.2 | 2.25 | 3.75 | ↓ | DeMarco | (0.20)u | (0.01)u | (0.38)u | - | - | (0.20)u | (0.01)u | (0.38)u | - | - | 5.03 | 0.45x |
| Osisko Development | ODV | RS | - | 558 | 132.1 | 4.22 | 27.00 | - | DeMarco | - | - | 0.79u | - | 5.3x | (0.04)u | - | 0.86u | - | 4.9x | 8.93 | 0.47x |
| Osisko Mining | OSK | RS | - | 1,409 | 346.3 | 4.07 | 5.50 | - | DeMarco | (0.03)u | (0.05)u | (0.05)u | - | - | (0.02)u | (0.04)u | (0.04)u | - | - | 5.38 | 0.76x |
| Pure Gold Mining Inc. | PGM | ER | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Sabina Gold and Silver Corp. | SBB | RS | - | 474 | 356.2 | 1.33 | 3.00 | - | DeMarco | (0.00)u | (0.00)u | (0.00)u | - | - | 0.00u | (0.00)u | (0.00)u | - | - | 2.95 | 0.45x |

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

u = dollar US; c = dollars canadiens

Moyennes sociétés et services pétroliers



Dan Payne
Analyste
403 290-5441

Adjoints :
Trevor Martensson : 403 290-5624
Nick Stevenson : 403 441-0928

Grandes capitalisations



Travis Wood
Analyste
403 290-5102

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

Sélections

- › **Cenovus**
- › **Tourmaline**

Crude Oil Outlook

Le baril de WTI a fluctué dans une fourchette de US\$105 à US\$115 en mai, le conflit en Ukraine étant entré dans son troisième mois et s'ancrant visiblement de plus en plus dans la durée. Le sommet de l'UE à Bruxelles a ouvert la voie à un accord visant à interdire les importations de pétrole russe; toutefois, les sanctions sur les importations par oléoduc ne prendront vraisemblablement pas pleinement effet tant que tous les pays du bloc ne seront pas convaincus qu'ils ne seront pas touchés de manière disproportionnée (Hongrie). Cet accord donne à penser que l'UE a commencé à s'émanciper de sa dépendance aux produits russes, processus qui devrait se poursuivre jusqu'à la fin de l'année 2022, mais l'impact pourrait être limité, car la Russie a pu vendre la plupart des barils touchés par les sanctions à la Chine et à l'Inde. Le baril de WTI se situait en moyenne à

US\$110 en mai (contre US\$101 en avril), ce qui représente une augmentation considérable en glissement mensuel, car le marché appréhende mieux l'impact de la guerre et des sanctions connexes. En outre, les mesures de restriction en Chine semblent être progressivement levées, même si le risque d'autres confinements n'est pas à exclure en raison de la politique zéro-covid du pays. Une réouverture progressive de l'économie chinoise exercerait une pression à la hausse supplémentaire sur les prix du pétrole brut. De plus, la saison de conduite estivale démarre officiellement aux États-Unis, et il y a toujours des signes de pénuries de produits raffinés et de carburants en Amérique du Nord, amplifiées par les révisions planifiées des raffineries, elles-mêmes conjuguées à l'augmentation des exportations américaines, les États-Unis livrant davantage de pétrole brut et de produits raffinés vers l'Europe. Il semble probable que ce problème persistera tout au long de l'été, à mesure que la demande remontera vers les niveaux d'avant la pandémie. L'offre (ou l'absence d'offre) reste à l'origine du déficit pétrolier structurel, car tout indique que l'OPEP+ peine à respecter ses quotas de production. Bien qu'improbable, le retour des barils vénézuéliens et iraniens sur le marché reste une lointaine possibilité. En Amérique du Nord, les prévisions de production au T1 donnent à penser que certaines grandes entreprises américaines ont prévu d'augmenter leur production d'environ 1 Mb/j. Mais la plupart des sociétés d'exploration et de production continuent de se concentrer sur l'affectation rigoureuse du capital et les rendements aux actionnaires. Un déport s'observe toujours sur la courbe des contrats à terme, le CAL-22 WTI et le CAL-23 WTI se situant à environ US\$106/b et US\$91/b, respectivement. Par conséquent, les caractéristiques fondamentales sous-jacentes restent solides pour les actions connexes (en particulier celles qui sont exposées au raffinage en raison de marges de craquage record), car les entreprises font entrer des flux de trésorerie sans précédent.

Perspectives dans le secteur du gaz naturel :

Le gaz NYMEX a continué d'enregistrer des gains importants en mai, avec une moyenne d'environ US\$8.15/MBTU, soit une hausse d'environ 22% par rapport à avril. La vigueur des prix du gaz naturel américain pourrait se maintenir, car les changements structurels du marché (exportations nettes, élasticité de la consommation d'électricité, découplage de l'offre, conditions météorologiques et stockage) semblent être de nature à s'ancrer dans la durée. En outre, la prime géopolitique liée à l'invasion russe se maintient, l'Europe progressant dans l'élimination progressive de sa dépendance au gaz russe. Toutefois, les sanctions de l'UE visant le gaz naturel seront beaucoup plus difficiles à

mettre en œuvre, car la Russie représente un pourcentage plus important de la consommation énergétique de l'Europe. Au Canada, les prix du gaz AECO étaient d'environ \$7.15/GJ en mai, en hausse de près de 8% par rapport à avril. Bentek estime que la production totale aux États-Unis a augmenté de 93.2 Gpi³/j en avril à 93.9 Gpi³/j en mai. En outre, les exportations de GNL étaient en légère hausse, de 12.3 Gpi³/j en avril à 12.4 Gpi³/j en mai et, comme toujours compte tenu du caractère saisonnier de l'utilisation du gaz, la demande globale était estimée à 87.4 Gpi³/j, en baisse par rapport à 92.3 Gpi³/j en avril.

Premiers choix :

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

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

► **Tourmaline Oil Corp. (TOU: TSX)**

L'un des plus importants producteurs de gaz naturel au Canada, TOU demeure parmi nos titres favoris pour les investisseurs recherchant une exposition au gaz naturel en raison de sa capitalisation et de ses activités endogènes solides, avec des caractéristiques fondamentales positives (coûts, gains d'efficacité des investissements et revenus nets) qui contribuent à la solide proposition de valeur du titre. La société présente par ailleurs un bilan sain, des stocks abondants, une structure de coûts de premier ordre, et dégage des flux de trésorerie élevés. Dans le contexte macroéconomique actuel, TOU est l'un des titres les plus intéressants pour l'investisseur, car la société présente des liquidités positives et bien entretenues, 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 | | Cap. bours. (M) | Rend. (%) | VE/FTCD | | | FTPA dilués | | | 12 mois | | | | | | |
|-----------------------------------|-------|---------------|---|----------|----------|------------|-----------------|-----------|---------|------------|------------|-------------|-------|---------|------------|------------|--------|-------|----------|-------|-------|
| | | | | | e.c. (M) | Cours 5/31 | | | 2021A | est. 2022E | est. 2023E | 2022E | 2023E | 2021A | est. 2022E | est. 2023E | C/FTPA | 2022E | 2023E | Cible | Rend. |
| Grandes sociétés/Intégrées | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Canadian Natural Resources | CNQ | RS | | Wood | 1110.3 | \$83.71 | \$92,947 | 4% | 7.9x | 5.0x | 4.9x | 0.5x | 0.3x | \$11.57 | \$17.25 | \$16.56 | 4.7x | 4.9x | \$100.00 | 23% | |
| Cenovus Energy | CVE | RS | | Wood | 1729.9 | \$29.32 | \$50,720 | 1% | 8.6x | 4.6x | 3.7x | 0.4x | 0.3x | \$3.56 | \$5.96 | \$7.12 | 4.4x | 3.5x | \$35.00 | 21% | |
| Imperial Oil | IMO | RM | | Wood | 619.0 | \$69.28 | \$42,884 | 2% | 9.7x | 6.1x | 5.5x | 0.3x | -0.2x | \$7.17 | \$11.34 | \$11.86 | 5.9x | 5.8x | \$80.00 | 17% | ↑ |
| Suncor Energy | SU | RM | | Wood | 1338.8 | \$50.89 | \$68,133 | 4% | 7.7x | 4.4x | 4.5x | 0.5x | 0.5x | \$6.89 | \$12.20 | \$11.61 | 4.0x | 4.1x | \$54.00 | 10% | |
| Grandes cap./Cap. Moyennes | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Advantage Oil & Gas | AAV | RS | | Payne | 195.7 | \$10.98 | \$2,149 | 0% | 9.1x | 4.7x | 4.5x | -0.2x | -0.6x | \$1.18 | \$2.23 | \$2.20 | 4.9x | 5.0x | \$12.50 | 14% | |
| ARC Resources Ltd. | ARX | RS | | Wood | 632.5 | \$19.05 | \$12,048 | 3% | 3.4x | 4.0x | 3.7x | 0.4x | 0.0x | \$3.86 | \$4.88 | \$5.04 | 3.7x | 3.8x | \$24.00 | 29% | |
| Baytex Energy | BTE | RS | | Payne | 578.7 | \$6.97 | \$4,033 | 0% | 6.4x | 3.7x | 2.6x | 0.6x | -0.1x | \$1.30 | \$2.13 | \$2.56 | 3.3x | 2.7x | \$9.50 | 36% | ↑ |
| Birchcliff Energy | BIR | RS | | Payne | 266.8 | \$11.40 | \$3,042 | 1% | 6.5x | 3.8x | 4.3x | 0.0x | -0.6x | \$1.97 | \$3.02 | \$2.41 | 3.8x | 4.7x | \$12.50 | 10% | |
| Crescent Point Energy Corp. | CPG | RS | | Wood | 567.5 | \$11.20 | \$6,356 | 2% | 5.5x | 3.2x | 2.1x | 0.4x | -0.3x | \$2.57 | \$3.90 | \$4.78 | 2.8x | 2.3x | \$20.00 | 81% | |
| Enerplus Corporation (SUS) | ERF | RS | | Wood | 219.7 | \$14.84 | \$3,261 | 1% | 3.8x | 3.1x | 2.3x | 0.4x | -0.3x | \$2.74 | \$4.97 | \$5.68 | 2.8x | 2.6x | \$24.00 | 63% | |
| Freehold Royalties | FRU | RS | | Wood | 150.7 | \$15.70 | \$2,365 | 6% | 12.8x | 7.3x | 7.9x | -0.2x | -0.7x | \$1.39 | \$2.08 | \$1.82 | 7.5x | 8.6x | \$19.50 | 30% | |
| Headwater Exploration | HWX | RS | | Payne | 237.8 | \$7.32 | \$1,741 | 0% | 13.8x | 5.3x | 4.1x | -0.5x | -0.9x | \$0.55 | \$1.26 | \$1.49 | 5.8x | 4.9x | \$10.50 | 43% | |
| Kelt Exploration | KEL | RS | | Payne | 195.2 | \$7.11 | \$1,388 | 0% | 8.5x | 3.7x | 2.8x | -0.2x | -0.6x | \$0.85 | \$1.81 | \$2.12 | 3.9x | 3.3x | \$10.00 | 41% | |
| MEG Energy | MEG | RS | | Wood | 270.0 | \$22.07 | \$5,959 | 0% | 9.0x | 3.2x | 3.3x | 0.6x | 0.6x | \$2.60 | \$7.09 | \$6.45 | 2.8x | 3.1x | \$32.00 | 45% | |
| NuVista Energy | NVA | RM | | Payne | 240.4 | \$12.95 | \$3,114 | 0% | 9.5x | 3.6x | 3.2x | 0.0x | -0.6x | \$1.38 | \$3.48 | \$3.50 | 3.7x | 3.7x | \$14.50 | 12% | |
| Ovintiv Inc (US\$) | OVV | RS | | Wood | 248.9 | \$55.99 | \$13,936 | 2% | 5.5x | 3.7x | 2.5x | 0.8x | 0.4x | \$12.18 | \$17.46 | \$23.67 | 3.1x | 2.2x | \$90.00 | 63% | |
| Paramount Resources | POU | RS | | Payne | 148.2 | \$37.78 | \$5,597 | 3% | 11.2x | 4.7x | 3.8x | 0.0x | -0.4x | \$3.38 | \$8.06 | \$9.13 | 4.7x | 4.1x | \$45.00 | 22% | |
| Peyto Exploration & Development | PEY | RS | | Wood | 169.3 | \$15.48 | \$2,620 | 4% | 7.0x | 3.7x | 3.5x | 0.8x | 0.5x | \$2.77 | \$5.01 | \$4.88 | 3.1x | 3.2x | \$18.00 | 20% | |
| Pipetstone Energy | PIPE | RM | | Payne | 281.4 | \$5.84 | \$1,644 | 0% | 10.1x | 4.1x | 2.9x | 0.1x | -0.4x | \$0.59 | \$1.41 | \$1.76 | 4.1x | 3.3x | \$7.00 | 20% | |
| PrairieSky Royalty | PSK | RM | | Wood | 238.8 | \$18.94 | \$4,524 | 3% | 18.5x | 10.7x | 11.2x | 0.7x | 0.1x | \$1.22 | \$1.87 | \$1.71 | 10.1x | 11.1x | \$24.00 | 29% | |
| Spartan Delta | SDE | RS | | Payne | 172.9 | \$14.53 | \$2,512 | 0% | 9.4x | 3.4x | 2.6x | 0.1x | -0.5x | \$2.26 | \$4.29 | \$4.70 | 0.0x | 0.0x | \$18.00 | 24% | |
| Tamarack Valley Energy | TVE | RS | | Payne | 452.9 | \$5.28 | \$2,391 | 2% | 7.4x | 3.4x | 3.0x | 0.3x | -0.2x | \$0.94 | \$1.68 | \$1.66 | 3.1x | 3.2x | \$8.50 | 63% | |
| Topaz Energy | TPZ | RS | | Payne | 144.6 | \$23.64 | \$3,419 | 4% | 18.3x | 10.6x | 10.2x | 0.2x | -0.3x | \$1.54 | \$2.26 | \$2.25 | 10.5x | 10.5x | \$27.50 | 21% | |
| Tourmaline Oil | TOU | RS | | Payne | 340.5 | \$78.08 | \$26,589 | 1% | 9.1x | 6.4x | 5.6x | -0.1x | -0.8x | \$9.25 | \$11.98 | \$12.36 | 6.5x | 6.3x | \$75.00 | -3% | |
| Vermilion Energy Inc. | VET | RS | | Wood | 162.8 | \$27.36 | \$4,454 | 1% | 6.2x | 2.5x | 1.6x | 0.4x | -0.4x | \$5.59 | \$12.87 | \$13.77 | 2.1x | 2.0x | \$53.00 | 95% | |
| Whitecap Resources | WCP | RS | | Wood | 629.4 | \$11.25 | \$7,080 | 3% | 7.2x | 3.2x | 2.9x | 0.0x | -0.6x | \$1.82 | \$3.49 | \$3.15 | 3.2x | 3.6x | \$17.50 | 59% | |
| Petites capitalisations | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Crew Energy | CR | RM | | Payne | 159.3 | \$6.29 | \$1,002 | 0% | 9.1x | 4.2x | 3.8x | 0.8x | 0.1x | \$0.82 | \$1.71 | \$1.66 | 3.7x | 3.8x | \$6.00 | -5% | ↑ |
| Lucero | LOU | RM | | Payne | 676.7 | \$0.74 | \$501 | 0% | 7.9x | 3.1x | 2.1x | 0.2x | -0.5x | \$0.15 | \$0.25 | \$0.29 | 3.0x | 2.6x | \$1.10 | 49% | |
| Surge Energy | SGY | RS | | Payne | 87.2 | \$11.54 | \$1,006 | 4% | 10.5x | 3.1x | 2.3x | 0.4x | -0.2x | \$1.79 | \$3.86 | \$4.54 | 3.0x | 2.5x | \$14.50 | 29% | |
| Yangarra Resources | YGR | RM | | Payne | 91.7 | \$3.41 | \$313 | 0% | 4.9x | 2.1x | 1.8x | 0.6x | 0.0x | \$1.02 | \$2.09 | \$1.84 | 1.6x | 1.9x | \$3.50 | 3% | |

*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 5/31 | BAIIA (M) | | | VE/BAIIA | | | Dettes nette / BAIIA | | | 12 mois cours | | |
|-----------------------------------|-------|---------------|---|----------|-----------------|------------------|-----------------------|-----------|-----------|-----------|----------|-------|-------|----------------------|-------|-------|---------------|-------|---|
| | | | | | | | | 2020 | 2021e | 2022e | 2020 | 2021e | 2022e | 2020 | 2021e | 2022e | Cible | Rend. | Δ |
| Services pétroliers | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| National Energy Services Reunited | NESR | RM | | Payne | US\$680.73 | 91.3 | US\$7.46 | US\$213.2 | US\$201.8 | US\$223.7 | 4.7x | 5.5x | 4.6x | 1.5x | 2.2x | 1.6x | US\$10.00 | 34% | |
| Precision Drilling Corp. | PD | RS | | Payne | \$ 1,308.98 | 13.3 | \$98.39 | \$ 285.2 | \$ 249.5 | \$ 390.7 | 8.6x | 11.5x | 6.4x | 4.0x | 4.3x | 2.5x | \$120.00 | 22% | |
| Trican Well Services | TCW | RS | | Payne | \$ 1,091.69 | 235.8 | \$4.63 | \$ 30.6 | \$ 101.6 | \$ 136.2 | 7.5x | 9.6x | 6.7x | -0.7x | -0.3x | -0.3x | \$6.25 | 35% | |

*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 5/31 | BAIIA (M) | | | VE/BAIIA | | | Dettes nette / BAIIA | | | 12 mois cours | | |
|---------------------------------|-------|---------------|---|----------|-----------------|------------------|-----------------------|-----------|---------|----------|----------|-------|-------|----------------------|-------|-------|---------------|-----|--|
| | | | | | | | | 2021 | 2022e | 2023e | 2022e | 2023e | 2022e | 2023e | Cible | Rend. | Δ | | |
| Carburants de transition | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Anaergia | ANRG | RM | | Payne | \$ 499.56 | 67.1 | \$7.45 | \$ 5.0 | \$ 24.1 | \$ 90.5 | 30.8x | 9.1x | 10.8x | 3.6x | | | US\$14.00 | 88% | |
| Green Impact Partners | GIP | RS | | Payne | \$ 144.13 | 20.3 | \$7.10 | \$ 3.6 | \$ 6.3 | \$ 22.2 | 25.5x | 7.9x | 2.7x | 1.4x | | | \$12.00 | 69% | |
| Tidewater Renewables | LCFS | RS | | Payne | \$ 465.49 | 34.7 | \$13.41 | \$ 15.3 | \$ 45.4 | \$ 138.6 | 13.8x | 4.2x | 3.3x | 0.4x | | | \$18.00 | 35% | |

*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
Johnathan Pescod: 403 355-6643

Sélections

- › [AltaGas](#)
- › [Capital Power](#)
- › [Keyera](#)
- › [Secure Energy](#)

Aperçu

La sécurité énergétique reste un sujet brûlant alors que le marché continue d'explorer les options pour la décarbonation; le contexte macroéconomique devrait rester positif à court terme, les sociétés que nous couvrons cherchant à déployer la somme faramineuse de plus de \$115 milliards de flux de trésorerie disponibles (nets des dividendes) jusqu'en 2030 dans le réalignement des modèles d'affaires à long terme pour les conformer aux politiques d'énergie durable – sans empiéter sur la croissance par action et l'augmentation des valorisations.

Mise à jour sur les produits de base

Entre les mesures prises pour interdire les importations de pétrole russe et l'assouplissement des restrictions de lutte contre la COVID-19 en Chine, le WTI était en moyenne de US\$108.92 le baril, soit 7% de plus que sa moyenne d'avril de près de US\$101.89, enregistrant une croissance totale d'environ 60% par rapport au prix moyen de 2021 d'environ US\$68 le baril. Du côté du gaz naturel, les prix du NYMEX ont accéléré, étant en moyenne de US\$8.16/kpi³, soit environ 21% de plus que les niveaux d'avril de US\$6.73/kpi³, et le gaz AECO lui a emboîté le pas, affichant une moyenne de \$7.58/kpi³ supérieure d'environ 9% à celle d'avril de \$6.96/kpi³. En ce qui concerne les perspectives de marketing, le différentiel du pétrole lourd WCS s'est creusé, montant à une moyenne d'environ US\$15.4/baril en mai, tout en restant inférieure aux niveaux moyens de l'année 2021 complète de US\$13.57/baril environ.

Mise à jour sur les sociétés pipelinères et le secteur intermédiaire

Enbridge a annoncé qu'elle s'engageait à entreprendre et à faire progresser deux projets d'expansion de pipelines, le projet d'extension Venice (Venice Extension Project) et le projet de compteur Gator Express (Gator Express Meter Project), qui devraient être achevés en 2023 et 2024, respectivement. Ces projets permettront de livrer 1.5 Gpi³/j de gaz naturel à l'installation de GNL Plaquemines de Venture Global, qui a récemment obtenu ses autorisations. Le projet global, qui comprend un gazoduc de 36 pouces de diamètre et l'ajout de stations de comptage et de compression, devrait coûter environ US\$400 millions et être soutenu par des contrats d'enlèvement ferme à long terme. Notons que le terminal de Plaquemines, tout comme plusieurs autres projets de GNL à l'étude, suscite l'intérêt des acheteurs qui cherchent des accords d'approvisionnement à long terme, en particulier à l'heure où l'Europe tente de supprimer sa dépendance au gaz russe.

Mise à jour – Électricité et services publics

Pendant ce temps, nous avons récemment rencontré Capital Power (CPX); la société a insisté sur le fait que les actifs de gaz naturel restent essentiels pour assurer la fiabilité et l'abordabilité pendant la période de transition, validant ainsi la stratégie de CPX de posséder des actifs hautement efficaces dans les régions qui nécessitent des reconductions de contrats. La société a récemment prolongé trois CAE de gaz naturel à des conditions favorables (Decatur, Arlington, Island Gen), la centrale de Goreway, en Ontario, étant bien placée pour prolonger son CAE au-delà de la date d'expiration de 2029 compte tenu du rapport annuel d'acquisition de la SIERE qui évalue les besoins en capacités supplémentaires à environ 4,000 MW d'ici 2030. Après avoir affiché un prix moyen de \$102/MWh en 2021, les prix de l'électricité en Alberta devraient se maintenir en 2022, avec une moyenne de \$100/MWh depuis le début de l'année dans un contexte de hausse de la demande et de mise hors service croissante d'actifs productifs d'énergie thermique tiers vieillissants. Les prix devraient diminuer en 2024/2025 en raison de la mise en service d'environ 2,200 MW de nouvelles centrales au gaz (Cascade 900 MW, projet de cogénération Suncor de 800 MW, Genesee plus de 500 MW). Pour l'avenir, avec des projets de développement d'infrastructures d'énergie renouvelable de plus de 3,300 MW en Amérique du Nord, CPX s'attend à ce que les futures négociations de CAE reflètent les nouvelles conditions du marché, ce qui permettra de réaligner les rendements sur le risque accru entourant l'exécution des

projets. À l'heure où la sécurité, la fiabilité et l'accessibilité de l'énergie sont les préoccupations majeures du secteur ESG, le portefeuille d'actifs nord-américains de haute qualité de CPX est bien positionné pour une production fiable.

AltaGas a annoncé la conclusion d'un accord en vue de vendre ses sociétés de services publics en Alaska (ENSTAR et CINGSA) à TriSummit Utilities Inc. pour un produit total de US\$800 millions (environ \$1.025 milliard), avec une clôture de la transaction attendue au T1 2023. La société prévoit d'abord d'utiliser environ \$985 millions du produit de la vente (nets des impôts prévus) pour réduire l'endettement à court terme et renforcer son bilan, mais la vente offre aussi à ALA la souplesse financière nécessaire pour investir dans des occasions de croissance accrue à plus long terme dans ses segments des services publics et du secteur intermédiaire. À ce titre, nous considérons qu'une participation potentielle de 50% dans le terminal d'exportation de Vopak à Prince Rupert (site B) de \$885 millions permettrait à ALA de s'assurer une capacité d'exportation mondiale supplémentaire à proximité de RIPET, l'un des principaux éléments du portefeuille actuel d'occasions de croissance de la société.

Mise à jour sur la transition énergétique

Inter Pipeline a annoncé un partenariat avec ITOCHU Corp. et PETRONAS Energy Canada pour évaluer les possibilités de développement d'installations de production d'ammoniac bleu et de méthanol bleu en Alberta, parmi les premières du genre en Amérique du Nord. Avant que le projet ne soit entériné, les partenaires doivent réaliser une étude de faisabilité et une évaluation des risques. Ils devraient prendre une décision d'investissement d'ici le début de 2024, avec un début des travaux dès la fin du T4 2024, pour une mise en service en 2027. Entièrement intégré pour disposer d'infrastructures de CSC, le projet pourrait se joindre aux efforts mondiaux de production de milliers de tonnes par jour d'ammoniac bleu et de méthanol bleu destinés aux moyens de transport à l'hydrogène, aux carburants à faible teneur en carbone et aux produits industriels.

Titres favoris

Dans l'ensemble, compte tenu de nos estimations pour 2023, nous prévoyons une croissance des FPER par action d'environ 7% en 2022e (excl. Tidewater), les dividendes devant croître d'environ 3% en moyenne. Nous sélectionnons nos titres de prédilection en fonction d'une approche à trois volets, soit : 1) un rendement à deux chiffres des flux de trésorerie disponibles (FPER); 2) un bilan sain; et 3) un fort potentiel d'éléments catalyseurs.

| | Symb. | Cote du titre | Parts | | Cap. bours. | Distributions par part | | | Rendement des distr. | | FTPA distr. Dilués | | | C/FT distr. | | Dettes/ Enc. distr. 22e | 12 mois | | Rendement combiné | |
|--|-------|---------------|----------|-------------|-------------|------------------------|------------|------------|----------------------|-------|--------------------|------------|------------|-------------|-------|-------------------------|---------|-------|-------------------|-------|
| | | | e.c. (M) | Cours 05-31 | | est. 2021e | est. 2022e | est. 2023e | 2022e | 2023e | est. 2021e | est. 2022e | est. 2023e | 2022e | 2023e | | Cible | Rend. | | |
| Pipelines et divers | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| AltaGas | ALA | RS | 280.5 | \$30.54 | \$8,568 | \$1.00 | \$1.06 | \$1.12 | 3.5% | 3.7% | \$2.79 | \$2.69 | \$3.11 | 11.4x | 9.8x | 5.1x | 33.00 | 8.1% | ↑ | 11.5% |
| Enbridge Inc. | ENB | RS | 2026.0 | \$58.43 | \$118,379 | \$3.34 | \$3.44 | \$3.54 | 5.9% | 6.1% | \$4.96 | \$5.40 | \$5.70 | 10.8x | 10.2x | 4.7x | 60.00 | 2.7% | ↑ | 8.6% |
| Gibson Energy | GEI | RM | 150.4 | \$26.79 | \$4,030 | \$1.40 | \$1.46 | \$1.51 | 5.5% | 5.6% | \$1.95 | \$2.12 | \$2.25 | 12.6x | 11.9x | 2.7x | 25.00 | -6.7% | ↑ | -1.2% |
| Keyera | KEY | RS | 221.0 | \$33.71 | \$7,451 | \$1.92 | \$1.92 | \$2.01 | 5.7% | 6.0% | \$3.03 | \$2.96 | \$3.57 | 11.4x | 9.5x | 2.7x | 38.00 | 12.7% | ↑ | 18.4% |
| Pembina Pipelines | PPL | RM | 544.0 | \$51.00 | \$27,746 | \$2.52 | \$2.54 | \$2.61 | 5.0% | 5.1% | \$4.05 | \$4.43 | \$4.68 | 11.5x | 10.9x | 3.6x | 48.00 | -5.9% | ↑ | -0.9% |
| Secure Energy | SES | RS | 310.4 | \$7.38 | \$2,290 | \$0.03 | \$0.03 | \$0.03 | 0.4% | 0.4% | \$0.65 | \$1.09 | \$1.18 | 6.8x | 6.2x | 1.1x | 9.00 | 22.0% | ↑ | 22.4% |
| Superior Plus | SPB | RS | 201.7 | \$12.39 | \$2,499 | \$0.72 | \$0.72 | \$0.72 | 5.8% | 5.8% | \$1.16 | \$1.32 | \$1.27 | 9.4x | 9.7x | 3.7x | 13.00 | 4.9% | ↑ | 10.7% |
| Tidewater Midstream | TWM | RS | 341.8 | \$1.48 | \$506 | \$0.04 | \$0.04 | \$0.04 | 2.7% | 2.7% | \$0.18 | \$0.28 | \$0.48 | 5.3x | 3.1x | 2.3x | 1.75 | 18.2% | ↑ | 20.9% |
| TC Energy Corp. | TRP | RM | 983.0 | \$73.21 | \$71,965 | \$3.48 | \$3.60 | \$3.74 | 4.9% | 5.1% | \$5.74 | \$5.34 | \$5.99 | 13.7x | 12.2x | 5.2x | 66.00 | -9.8% | ↑ | -4.9% |
| Producteurs d'électricité et services publics | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| ATCO Ltd. | ACO | RM | 114.7 | \$45.88 | \$5,260 | \$1.79 | \$1.85 | \$1.87 | 4.0% | 4.1% | \$2.65 | \$3.29 | \$3.13 | 13.9x | 14.6x | 4.5x | 46.00 | 0.3% | ↑ | 4.3% |
| Brookfield Infrastructure ⁽¹⁾ | BIP | RS | 514.4 | \$59.66 | \$30,689 | \$2.04 | \$2.16 | \$2.29 | 3.6% | 3.8% | \$2.93 | \$3.54 | \$3.96 | 16.8x | 15.1x | 6.0x | 69.00 | 15.7% | ↑ | 19.3% |
| Canadian Utilities | CU | RM | 275.9 | \$40.13 | \$11,072 | \$1.76 | \$1.78 | \$1.79 | 4.4% | 4.5% | \$2.97 | \$3.46 | \$3.17 | 11.6x | 12.7x | 5.1x | 37.00 | -7.8% | ↑ | -3.4% |
| Capital Power | CPX | RS | 114.6 | \$45.46 | \$5,208 | \$2.12 | \$2.24 | \$2.36 | 4.9% | 5.2% | \$5.39 | \$5.70 | \$6.30 | 8.0x | 7.2x | 3.3x | 48.00 | 5.6% | ↑ | 10.5% |
| Emera Inc. | EMA | RM | 268.8 | \$62.87 | \$16,902 | \$2.58 | \$2.68 | \$2.78 | 4.3% | 4.4% | \$1.50 | \$4.59 | \$4.55 | 13.7x | 13.8x | 6.0x | 60.00 | -4.6% | ↑ | -0.3% |
| Fortis Inc. | FTS | RM | 481.7 | \$63.79 | \$30,728 | \$2.05 | \$2.17 | \$2.30 | 3.4% | 3.6% | \$3.76 | \$4.41 | \$4.85 | 14.5x | 13.1x | 6.0x | 60.00 | -5.9% | ↑ | -2.5% |
| Hydro One Ltd. | H | RM | 596.9 | \$35.28 | \$21,060 | \$1.07 | \$1.11 | \$1.16 | 3.1% | 3.3% | \$2.03 | \$2.11 | \$1.66 | 16.7x | 21.3x | 5.8x | 34.00 | -3.6% | ↑ | -0.5% |
| TransAlta | TA | RM | 271.0 | \$14.42 | \$3,908 | \$0.18 | \$0.20 | \$0.20 | 1.4% | 1.4% | \$2.08 | \$1.89 | \$1.76 | 7.6x | 8.2x | 3.4x | 15.00 | 4.0% | ↑ | 5.4% |

Source: Rapports des sociétés, Estimations FBN, Refinitiv

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

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

**Maxim Sytchev**Analyste
416 869-6517Adjoints :
Kazim Naqvi
416 869-6754Roman Pshenychnyi
416 869-7937**Sélections**

- › WSP Global
- › ATS Automation Solutions
- › Finning International

WSP Global Inc.

Points à retenir de la conférence téléphonique : l'exploitation conserve son élan et le rendement à 10 ans offre un répit

Conclusion : réflexivité des taux d'actualisation et perception du prix de l'action

Le monde où TTEK affichait un ratio VE/BAIIA de 30x (il y a neuf mois) n'existe plus. Pour le moment, le marché est toujours à la recherche d'une prime sur les capitaux propres appropriée, qui dépend bien sûr de la trajectoire de l'inflation. Bien que nous ne voulions pas que la présente analyse porte sur des thèmes économiques généraux (et le redoutable « R », pour récession), nous pensons que c'est le facteur déterminant de la baisse du cours de l'action de WSP depuis le début de l'année (-25% par rapport à -2% pour le TSX). La crainte d'une réduction du nombre de fusions et acquisitions, alors que le ratio VE/BAIIA 2022e de WSP est désormais de 14x, est également un sujet de discussion fréquent avec les investisseurs. Nous pensons qu'en termes d'acteurs stratégiques pour le déploiement de capitaux, WSP occupe une place de choix (compte tenu d'un historique de fusions et acquisitions cohérent et d'une base d'actionnaires unique apte à soutenir un plan de croissance). Même si les fonds de capital-investissement demeurent de possibles substituts (comme nous l'avons vu dans un certain nombre de cas au cours des deux dernières années lorsque les multiples transactionnels ont fortement augmenté), nous pensons que, avec la croissance des taux (et une approche généralement éprouvée consistant à accumuler des dettes après les fusions et acquisitions), une dose de pragmatisme s'installe en ce moment même. Pour une société qui dispose d'une visibilité sur ses dépenses (la plupart des zones géographiques sont solides à l'heure actuelle) et d'un modèle d'exploitation qui lui permet d'assouplir sa structure de coûts au moment d'un bouleversement potentiel (c.-à-d. préserver son profil de marge), nous considérons WSP comme un élément clé d'un portefeuille industriel au Canada. Nous attribuons à WSP la cote Rendement supérieur, avec un cours cible de \$180 (compte tenu d'un ratio VE/BAIIA de 15x appliqué aux prévisions pour 2023E et la possibilité de réaliser des fusions et acquisitions).

- ▣ La direction demeure résolue à exécuter la stratégie à long terme de la société, qui consiste à devenir un chef de file dans tous les segments verticaux du marché, grâce à une croissance considérable alimentée notamment à la fois par l'augmentation de la part de marché et la réalisation de fusions et acquisitions opportunistes. À long terme, un effectif de 100 000 à 120 000 personnes est envisageable, car la société cherche à élargir ses sources de revenus et sa présence géographique et à approfondir son expertise sectorielle pour mieux servir ses clients. Le plan d'action stratégique 2022-2024 constitue une étape définitive vers la réalisation de ces objectifs, puisque la société vise à atteindre un chiffre d'affaires net de 10 milliards de dollars grâce à la poursuite des fusions et acquisitions et à une croissance endogène de plus de 5%, ainsi qu'une marge de BAIIA ajusté de 17,5% à 18,5%. Pour le contexte, il faudrait que, pour atteindre son objectif de chiffre d'affaires, la société conclue deux acquisitions supplémentaires équivalentes à Golder au cours des trois prochaines années (il est à noter que notre méthode de calcul de la VAN tient explicitement compte de cette probabilité de fusions et d'acquisitions).
- ▣ Les fusions et acquisitions continueront à jouer un rôle essentiel dans cette expansion. WSP a fait ses preuves en matière d'acquisition d'entreprises complémentaires à des prix raisonnables. En plus de réaliser d'importants gains de synergie sur les coûts, la société peut également utiliser sa vaste présence géographique et son expertise étendue pour générer des gains de synergie sur les revenus. Si l'on ajoute à cela le fait qu'elle est en tête de nombreux projets de premier plan dans le monde entier, nous pensons que cela fait de WSP un « acheteur de choix » pour les cibles potentielles dans cet espace très fragmenté (car les ingénieurs préfèrent travailler sur les projets les plus intéressants). Malgré le récent recul des marchés boursiers, de nombreux vendeurs potentiels (principalement privés) sont restés fermes sur leurs prix, ce qui, combiné à un excédent de sociétés de capital-investissement cherchant à déployer des capitaux, a maintenu les multiples cibles au-dessus des fourchettes traditionnelles. Néanmoins, nous restons confiants dans la capacité de la direction à déployer des capitaux, tandis que le bilan exceptionnel de WSP (ratio dette nette/BAIIA

ajusté de 0,8x au T1 2022) et l'accès à des financements par emprunt à des prix attractifs (dans la fourchette des 5%, avant impôts) permettent d'envisager une croissance par acquisition.

► **Les projets d'infrastructures qui s'annoncent aux É.-U. devraient avoir un effet très positif sur le chiffre d'affaires dès le début de l'année prochaine.** En premier lieu, les recettes fiscales des États et des collectivités locales sont bien supérieures aux niveaux d'avant la COVID et les fonds sont en train d'être affectés à des projets déterminés. Ensuite, l'afflux de dépenses a considérablement amélioré le sentiment d'avenir parmi les clients américains actuels et potentiels de WSP, offrant une visibilité importante pour de nombreuses sources de revenus et ajoutant au carnet de commandes record de la société (\$11.0 milliards au 2 avril 2022). La direction a également noté que la conversion de clients potentiels (le carnet de commandes dit soft) en clients engagés (le carnet de commandes dit hard) se poursuit à un bon rythme. Ces facteurs devraient faciliter la capacité de la direction à renforcer sa présence dans les principaux États américains (Californie, Texas et Floride). Il convient également de noter que WSP fait office de conseiller stratégique pour le gouvernement fédéral américain, tant pour la planification que pour

l'exécution de projets de dépenses d'infrastructure, ce qui renforce la crédibilité de la société en tant que conseiller de confiance ainsi que son statut de cabinet de conseil en ingénierie de catégorie 1.

► **Sur le terrain, on a recours au blocage et au tacle.** WSP a fait des progrès dans la mise en œuvre future d'un système ERP mondial standardisé, qui devrait simplifier un certain nombre de fonctions et de processus commerciaux et permettre à la société de réaliser des économies à long terme. Le projet est mis en œuvre par étape et par zone géographique; le nouveau système ERP sera déployé par l'entreprise canadienne d'ici la fin de l'année, puis, à compter de 2023, ce sera au tour des entreprises américaine et britannique.

► **La société (à l'instar de la plupart des entreprises) continue de surveiller l'inflation, car les augmentations de coûts se traduisent par une accentuation de la pression sur les salaires et une accélération de la rotation dans un marché du travail tendu; toutefois, la société gère ces pressions avec efficacité.** Heureusement, la société a largement réussi à atténuer ces facteurs en usant de sa capacité à répercuter les coûts sur ses clients. Nous sommes également impressionnés par les mesures d'amélioration continue des activités de

la société, telles que l'objectif d'économiser un million d'heures de travail (ce qui correspond à environ 1% du nombre total d'heures de travail) et l'investissement continu dans le réseau de domaines de pratique (Practice Area Network), qui vise à accélérer le partage des connaissances entre les 55 000 et quelques employés dans le monde. Les centres de délocalisation aident également la société à se décharger de certaines pointes de capacité. En ce qui concerne la main-d'œuvre, WSP a embauché 4 000 personnes (chiffre brut) au T1 2022.

| Symb. | Cote du titre | Δ | 12 mois | | Cap. bours. (M) | Dernier exerc. déclaré | BPA dilué | | | C/B | | BAIIA (M) | | | VE/BAIIA | | Div. % | Dette nette/BAIIA Ex1 | |
|--|---------------|----|-------------|---|-----------------|------------------------|------------|-----------|----------|----------|--------------|--------------|---------|-----------|----------|-------------|-------------|-----------------------|------------------------|
| | | | Cours cible | Δ | | | Cours 5/31 | (A) | est. Ex1 | est. Ex2 | Ex1 | Ex2 | (A) | est. Ex1 | est. Ex2 | Ex1 | | | Ex2 |
| | | | | | | | | Dern. Ex. | Ex1 | Ex2 | Dern. Ex. | Ex1 | Ex2 | Dern. Ex. | Ex1 | Ex2 | | | Ex1 |
| Aecon Group | ARE | RM | \$18.00 | | \$14.79 | \$900 | 12 - 2021 | \$0.71 | \$0.83 | \$1.01 | 13.8x | 12.1x | \$230 | \$247 | \$260 | 6.2x | 5.9x | 5.0% | 1.9x |
| Bird Construction Inc. | BDT | RS | \$12.00 | | \$8.38 | \$450 | 12 - 2021 | \$0.95 | \$0.85 | \$0.99 | 9.4x | 8.0x | \$101 | \$98 | \$110 | 4.4x | 3.9x | 4.7% | 0.0x |
| Fining International Inc. | FTT | RS | \$46.00 | | \$33.62 | \$5,288 | 12 - 2021 | \$2.18 | \$2.51 | \$2.69 | 13.4x | 12.5x | \$855 | \$945 | \$1,007 | 7.2x | 6.8x | 2.8% | 1.6x |
| IBI Group Inc. | IBG | RS | \$20.00 | | \$13.24 | \$414 | 12 - 2021 | \$0.72 | \$0.90 | \$0.95 | 14.7x | 14.0x | \$53 | \$64 | \$62 | 7.2x | 7.4x | 0.0% | 0.4x |
| North American Construction Group Ltd. | NOA | RS | \$30.00 | | \$16.83 | \$478 | 12 - 2021 | \$2.06 | \$2.38 | \$2.65 | 7.2x | 6.4x | \$207 | \$227 | \$239 | 3.8x | 3.6x | 1.9% | 1.7x |
| Ritchie Bros. Auctioneers | RBA | RM | US\$56.00 | ↑ | US\$60.19 | \$6,660 | 12 - 2021 | US\$1.64 | US\$1.70 | US\$2.08 | 33.3x | 27.2x | US\$356 | US\$383 | US\$448 | 20.6x | 17.6x | 1.7% | 3.0x |
| SNC-Lavalin | SNC | RS | \$42.00 | | \$25.34 | \$4,449 | 12 - 2021 | \$1.31 | \$1.29 | \$1.72 | 10.1x | 7.6x | \$437 | \$479 | \$574 | 8.0x | 6.7x | 0.3% | 3.1x |
| Stantec Inc. | STN | RS | \$70.00 | ↓ | \$57.44 | \$6,396 | 12 - 2021 | \$2.38 | \$2.98 | \$3.30 | 19.3x | 16.4x | \$439 | \$559 | \$598 | 12.8x | 12.0x | 1.3% | 2.0x |
| Toromont Industries Ltd. | TIH | RS | \$127.00 | | \$112.19 | \$9,252 | 12 - 2021 | \$4.00 | \$4.61 | \$4.95 | 23.4x | 21.8x | \$634 | \$708 | \$753 | 12.5x | 11.7x | 1.4% | trésorerie nette; n.s. |
| WSP Global | WSP | RS | \$180.00 | ↓ | \$139.62 | \$16,460 | 12 - 2021 | \$5.08 | \$5.63 | \$5.63 | 24.8x | 21.7x | \$1,044 | \$1,187 | \$1,383 | 14.8x | 12.7x | 1.1% | 0.9x |
| AutoCanada | ACQ | RM | \$37.00 | ↓ | \$28.59 | \$774 | 12 - 2021 | \$4.16 | \$4.36 | \$3.80 | 6.7x | 7.7x | \$198 | \$231 | \$221 | 5.1x | 5.3x | 0.0% | 1.3x |
| Stelco | STLC | RM | \$55.00 | | \$39.25 | \$2,918 | 12 - 2021 | \$20.42 | \$17.91 | \$5.68 | 2.2x | 6.9x | \$2,055 | \$1,919 | \$699 | 1.1x | 2.9x | 3.1% | trésorerie nette; n.s. |
| ATS Automation | ATA | RS | \$52.00 | ↓ | \$37.13 | \$3,423 | 12 - 2021 | \$2.17 | \$2.18 | \$2.39 | 17.0x | 15.5x | \$318 | \$363 | \$381 | 11.9x | 11.3x | 0.0% | 2.4x |
| ABC Technologies | ABCT | RM | \$7.00 | | \$6.09 | \$520 | 12 - 2021 | -\$0.22 | -\$0.58 | \$0.36 | -8.2x | 13.2x | \$133 | \$69 | \$179 | 11.5x | 4.4x | 2.5% | 5.4x |
| Colliers International | CIGI | RS | US\$164.00 | ↓ | US\$121.75 | \$5,365 | 12 - 2021 | US\$6.18 | US\$7.23 | US\$7.59 | 15.5x | 14.8x | US\$544 | US\$632 | US\$693 | 10.3x | 9.4x | 0.2% | 0.8x |
| Stella-Jones | SJ | RS | \$57.00 | | \$36.06 | \$2,318 | 12 - 2021 | \$3.55 | \$3.48 | \$3.66 | 10.4x | 9.8x | \$365 | \$359 | \$378 | 8.3x | 7.9x | 2.2% | 2.0x |
| Médiane | | | | | | | | | | | 13.6x | 12.8x | | | | 8.1x | 7.1x | 1.5% | |

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

*Multiplicateurs rajustés en fonction des investissements en concessions



Endri Leno
Analyste
416 869-8047

Adjoints :
Eduardo Garcia Hubner
416 869-7476

Stephen Kwai
416 869-7571

Sélections

- › [Dialogue Technologies de la Santé](#)
- › [DRI Healthcare Trust](#)
- › [H₂O Innovation](#)
- › [Thérapeutique Knight](#)

Points saillants de mai 2022

Parmi les nombreuses sociétés de notre univers de couverture qui ont publié leurs résultats en mai, nous soulignons Jamieson Wellness (TSX : JWEL) et DRI Healthcare Trust (TSX : DHT.U).

Jamieson Wellness

JWEL a déclaré des résultats supérieurs aux attentes pour le T1 2022 grâce aux résultats vigoureux obtenus par le segment Jamieson Brands en raison de la croissance nationale et internationale, et a réitéré ses prévisions pour 2022. Le chiffre d'affaires, le BAIIA ajusté et le BPA ajusté ont augmenté de 6%, 13% et 24% a/a et ont dépassé de 2 %, 8 % et 16 % les estimations de FBN. En outre, la marge du BAIIA ajusté a augmenté de 130 pb a/a (pour s'établir à 20.2%) grâce à la composition des ventes et au levier opérationnel.

Le segment Jamieson Brands a enregistré un chiffre d'affaires et un BAIIA ajusté de +10% et +16% a/a et de +4% et +9% par rapport aux prévisions de FBN, grâce 1) à une croissance nationale de +9% a/a (de +5% par rapport à nos estimations), attribuable à de fortes ventes aux points de vente, à des activités promotionnelles saisonnières ainsi qu'aux prix; et 2) à une croissance internationale de +13% (de +10% par rapport à nos estimations a/a), occasionnée par la croissance en Chine malgré une concurrence difficile. Comme prévu, les résultats du segment Strategic Partners ont été touchés par le calendrier des livraisons, ce qui a entraîné une baisse du chiffre d'affaires et du BAIIA de 8% a/a et de 18% a/a, respectivement.

JWEL a également indiqué qu'elle réussit à atténuer les pressions de la chaîne d'approvisionnement et de l'inflation par le biais 1) de contrats d'approvisionnement à prix fixe; 2) de stocks plus importants; 3) d'augmentations de prix pour récupérer les coûts (certaines au T1 2021 et d'autres attendues au S2 2022); et 4) d'une grande souplesse opérationnelle. En outre, les confinements à Shanghai ont entraîné des perturbations dans les chaînes logistiques et de livraison locales, bien que ces dernières, selon JWEL, aient déjà été rétablies.

Nous réitérons la cote Rendement supérieur et maintenons notre cours cible de \$42.75, ce qui correspond à un ratio VE/BAIIA 2023e d'environ 16.5x.

DRI Healthcare Trust

DRI a publié des résultats conformes à nos estimations et au consensus pour le T1 2022, tandis que sa réserve de transactions potentielles, composée d'opérations à court terme (environ 60 jours d'ici la clôture) et à moyen terme (6-12 mois), reste bien garnie. Cette réserve est actuellement évalué à environ US\$1.7 milliard et comprend plus de 10 transactions (y compris les renouvellements) visant des produits pharmaceutiques commercialisés depuis au moins 6 à 12 mois dans divers domaines thérapeutiques (maladies rares, oncologie, douleur, maladies auto-immunes). Trois de ces transactions font l'objet d'une exclusivité et sont à un stade avancé dans leur contrôle préalable, et deux devraient être conclues dans les 60 prochains jours. Les autres transactions en réserve pourraient être réalisées dans un délai de 6 à 9 mois, à supposer qu'elles répondent aux critères d'investissement de DRI et/ou qu'elles franchissent l'étape du contrôle préalable.

Comme autres nouvelles concernant le portefeuille de DRI, mentionnons : 1) Vonjo devrait connaître un lancement vigoureux et DRI devrait toucher le premier paiement de redevances au T2 2022; 2) un certain nombre d'études/essais cliniques sur plusieurs produits du portefeuille de redevances pourraient mener à une utilisation élargie ou non indiquée sur l'étiquette; et 3) le rétablissement de Natpara peut être réglé par un nouvel auto-injecteur et pourrait avoir lieu dans les prochains mois.

Nous continuons à trouver les parts de DRI sous-évaluées par rapport à la VAN estimée sur la base des FTA de son portefeuille actuel, soit US\$7.15 par part, et à notre cours cible de US\$9.75 (y compris une VAN de US\$2.60 par part pour la composante croissance). Nous maintenons la cote Rendement supérieur.

| Symb. | Cote du titre | Δ | Capitalisation | | Cours | Dernier quartier déclaré | Rendement actuel | FTDPAD | | | C/FTDA | | BAIIA (M) | | | VE/BAIIA | | Dette Nette (M) | Dette nette/ BAIIA | Cours cible | 12 mois | Δ | | |
|---------------------------------|---------------|----|----------------|-------|-------|--------------------------|------------------|---------|-----------|---------|--------|-----------|-----------|--------|--------|----------|------|-----------------|--------------------|-------------|---------|---|-----|-----|
| | | | boursière | e.c. | | | | (A) | est. | est. | Ex1 | Ex2 | (A) | est. | est. | Ex1 | Ex2 | | | | | | Ex1 | Ex2 |
| | | | (M) | (M) | | | | 5/31 | Dern. Ex. | Ex1 | Ex2 | Dern. Ex. | Ex1 | Ex2 | Ex1 | Ex2 | Ex1 | | | | | | Ex2 | |
| Santé et biotechnologie | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Akumin | AKU | RI | 78.77 | 89.5 | 0.88u | 1/2022 | 0.0% | (0.56)u | (0.83)u | (0.71)u | nmf | nmf | 59.3u | 139.0u | 144.7u | 9.1 | 8.4 | 1,185.1u | 8.2 | 0.75u | | | | |
| Andlauer Healthcare Group | AND | RM | 2,015.50 | 41.8 | 48.19 | 1/2022 | 0.5% | 1.30 | 1.59 | 1.64 | 30.4 | 29.4 | 119.3 | 151.9 | 155.3 | 14.5 | 14.2 | 183.8 | 1.2 | 50.00 | ↑ | | | |
| Dialogue Health Technologies | CARE | RS | 274.78 | 65.9 | 4.17 | 1/2022 | 0.0% | (0.39) | (0.30) | 0.03 | nmf | nmf | (21.2) | (16.0) | 6.4 | nmf | nmf | - | - | 11.50 | ↓ | | | |
| DRI Healthcare Trust | DHT.UT | RS | 212.5u | 38.6 | 5.50u | 1/2022 | 5.5% | 0.62u | 0.67u | 0.72u | 8.2 | 7.6 | 101.2u | 79.0u | 76.6u | 2.9 | 2.8 | 39.4u | 0.5 | 9.75u | ↓ | | | |
| Jamieson Wellness | JWEL | RS | 1,390.36 | 40.5 | 34.37 | 1/2022 | 1.7% | 1.34 | 1.46 | 1.50 | 23.5 | 22.8 | 100.1 | 110.0 | 117.2 | 14.2 | 13.2 | 134.6 | 1.1 | 42.75 | | | | |
| Knight Therapeutics | GUD | RS | 639.77 | 117.2 | 5.46 | 1/2022 | 0.0% | 0.21 | 0.30 | 0.34 | 13.9 | 12.2 | 38.0 | 50.0 | 58.0 | 10.5 | 9.0 | - | - | 7.50 | ↓ | | | |
| Medical Facilities Corp. | DR | RM | 256.10 | 30.5 | 8.39 | 1/2022 | 3.8% | 0.96u | 0.87u | 0.92u | 7.5 | 7.2 | 63.6u | 51.6u | 53.6u | 6.1 | 5.6 | 81.9u | 1.9 | 10.50 | ↓ | | | |
| Theratechnologies | TH | RM | 318.66 | 95.1 | 3.35 | 1/2022 | 0.0% | (0.25)u | 0.01u | 0.08u | nmf | 31.4 | (14.6)u | 4.2u | 12.2u | 62.3 | 21.2 | - | - | 3.75 | | | | |
| Situations spéciales | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| H2O Innovation | HEO | RS | 183.62 | 90.0 | 2.04 | 3/2022 | 0.0% | 0.08 | 0.09 | 0.13 | 24.0 | 15.8 | 14.6 | 18.1 | 20.9 | 11.7 | 10.1 | 37.2 | 1.8 | 3.25 | | | | |
| K-Bro Linen | KBL | RM | 343.07 | 10.6 | 32.24 | 1/2022 | 3.7% | 2.23 | 2.34 | 2.70 | 13.8 | 11.9 | 42.8 | 45.2 | 51.4 | 9.6 | 8.4 | 90.2 | 1.8 | 38.00 | | | | |
| Rogers Sugar | RSI | RM | 659.56 | 104.2 | 6.33 | 2/2022 | 5.7% | 0.33 | 0.43 | 0.45 | 14.7 | 14.0 | 91.0 | 99.6 | 104.2 | 10.2 | 9.8 | 372.3 | 3.6 | 5.75 | | | | |
| Chemtrade Logistics Income Fund | CHE.UN | RS | 907.37 | 104.5 | 8.68 | 1/2022 | 6.9% | 0.70 | 1.09 | 1.27 | 8.0 | 6.8 | 280.4 | 325.9 | 329.8 | 6.3 | 6.2 | 1,180.1 | 3.6 | 9.25 | ↑ | | | |

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

u = dollars US

Source: Rapports des sociétés, FBN, Refinitiv



Jaeme Gloyn, CFA
Analyste
416 869-8042

Adjointe :
Julia Gul : 416 869-7495

Sélections

- › [Trisura Group](#)
- › [Fairfax Financial](#)
- › [ECN Capital](#)

Résultats du T1 2022

Trisura Group (TSU, Rendement supérieur, cours cible de \$58) – Les résultats trimestriels rebondissent et dépassent les prévisions de 22%

TSU a déclaré un BPA de \$0.45, en hausse de 11% a/a, contre \$0.37 pour les estimations des analystes (\$0.35 pour FBN). Nous considérons les résultats du T1 comme une forte réfutation des inquiétudes qui ont émergé à la suite de résultats inférieurs aux prévisions au T4 2021. Nous nous attendons à ce que le retard dans le rendement de l'action depuis le début de l'année disparaisse à mesure que TSU démontre une croissance rapide et une forte rentabilité. À cet égard, les bénéfices de souscription plus élevés que prévu au Canada et aux États-Unis ont permis d'obtenir des résultats nettement supérieurs aux prévisions au T1 2022. Le RCP ajusté consolidé s'est établi à 18.2%, contre 16.9% pour les estimations des analystes, et la VCPA s'est établie à \$8.66 (hausse de 15% a/a), contre \$9.01 pour les estimations des analystes.

Fairfax Financial Holdings (FFH, Rendement supérieur, cours cible de \$1,050) – Des résultats techniques supérieurs aux prévisions renforcent notre thèse

FFH a déclaré un BPA dilué de \$4.49, battant les estimations de FBN (-\$7.14) et celles des analystes (-\$0.98). FFH a battu les estimations au chapitre des primes souscrites (chiffre d'affaires) et du ratio combiné (résultat net), ce qui a conduit à un bénéfice d'exploitation de \$562.4 millions, ce qui est supérieur à notre estimation de \$293.7 millions. Fairfax a également déclaré des revenus de placement résilients; nous nous attendions à des pertes latentes sur les obligations (en raison de la hausse des taux d'intérêt), mais nous avons été agréablement surpris par les gains sur le portefeuille d'actions (probablement en raison du style de gestion de portefeuille de FFH, qui est axée sur la valeur). Dans l'ensemble, on a commencé 2022 avec des résultats trimestriels solides.

Element Fleet Management (EFN, Rendement supérieur, cours cible de \$20) – Résultats nettement supérieurs aux attentes, prévisions révisées à la hausse, excellent contexte

EFN a déclaré un BPA ajusté de \$0.24, soit 20% de plus que les \$0.20 prévus par les analystes et FBN, en raison de produits nets accrus et de charges d'exploitation conformes aux attentes. La société a revu à la hausse ses prévisions pour 2022 en ce qui concerne les produits nets (en hausse de 4% par rapport à l'ancien point médian), le BPA (en hausse de 6%) et les FTD par action (en hausse de 6%). Ce relèvement reflète la confiance de la direction dans le succès durable des initiatives de croissance endogène, le rebond de l'utilisation des services et les effets positifs de l'inflation. Compte tenu des premiers résultats et de la révision à la hausse des prévisions pour 2022, nous considérons que les résultats de 2023 sont nettement moins risqués. Comme les équipementiers augmentent leur capacité de production, EFN tirera des avantages financiers importants de son carnet de commandes de \$2.9 milliards (indépendamment du contexte macroéconomique). Le contexte à court et moyen terme est favorable.

Brookfield Business Partners (BBU, Rendement supérieur, cours cible de US\$37) – Solides résultats d'exploitation, à l'appui des opérations de monétisation

La direction a confiance dans la monétisation de ses actifs Westinghouse et Clarios, car ils bénéficient tous deux d'importants facteurs favorables sectoriels/sociétaux. Les monétisations permettront d'atteindre deux résultats cruciaux, selon nous : i) accroissement des liquidités en vue de poursuivre les fusions et acquisitions ou de racheter des actions ordinaires à des valeurs actuellement attrayantes, et ii) démonstration du modèle d'entreprise de BBU, c.-à-d. atténuation des inquiétudes quant à la capacité de BBU à recycler des entreprises de grande envergure (inquiétudes qui se sont accrues lorsque BBU a discuté de la monétisation de ces mêmes actifs, sans succès, l'année dernière).

| Symb. | Cote du titre | Δ | Cap. bours. (Md) | Actions e.c. (M) | Cours 5/31 | Dernier exercice déclaré | BPA dilué | | | C/B | 2022 | 2023 | VCPA | | | C/V/C | | Div. % | Cours cible 12 mois | Δ |
|---------------------------------|---------------|----|------------------|------------------|------------|--------------------------|-----------|-----------|-----------|------|------|-----------|-----------------|-----------|-----------|-------|------|----------|---------------------|---|
| | | | | | | | 2021 | est. 2022 | est. 2023 | | | | dernier Quarter | est. 2022 | est. 2023 | 2022 | 2023 | | | |
| Financement hypothécaire | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Equitable Group | EQB | RS | 2.18 | 34.1 | 63.74 | 12/2021 | 8.36 | 9.31 | 10.09 | 6.8 | 6.3 | 57.64 | 64.02 | 72.40 | 1.0 | 0.9 | 1.8% | 86.00 | ↑ | |
| First National Financial | FN | RM | 2.23 | 60.0 | 37.11 | 12/2021 | 3.13 | 2.69 | 3.53 | 13.8 | 10.5 | 9.33 | 9.77 | 10.65 | 3.8 | 3.5 | 6.3% | 36.00 | ↓ | |
| Home Capital Group | HCG | RS | 1.30 | 42.6 | 30.46 | 12/2021 | 4.87 | 4.42 | 4.97 | 6.9 | 6.1 | 37.45 | 40.85 | 45.04 | 0.7 | 0.7 | | 38.00 | ↓ | |
| Timbercreek Financial | TF | RM | 0.75 | 82.6 | 9.03 | 12/2021 | 0.68 | 0.70 | 0.74 | 13.0 | 12.3 | 8.33 | 8.34 | 8.38 | 1.1 | 1.1 | 7.6% | 9.50 | ↓ | |
| Financement spécialisé | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| ECN Capital | ECN | RS | 1.50 | 246.6 | 6.07 | 12/2021 | US 0.31 | US 0.32 | US 0.39 | 14.9 | 12.4 | US 0.66 | US 0.71 | US 0.80 | 6.8 | 6.0 | 0.7% | 8.00 | ↑ | |
| Element Fleet Management | EFN | RS | 5.66 | 401.6 | 14.09 | 12/2021 | 0.84 | 0.94 | 1.05 | 15.0 | 13.4 | 7.40 | 7.56 | 8.05 | 1.9 | 1.8 | 2.2% | 20.00 | ↓ | |
| goeasy | GSY | RS | 1.85 | 16.0 | 116.26 | 12/2021 | 10.43 | 11.62 | 14.66 | 10.0 | 7.9 | 47.10 | 53.10 | 63.21 | 2.2 | 1.8 | 3.1% | 155.00 | ↓ | |
| Brookfield Business Partners | BBU | RS | US 5.15 | US 218.7 | US 23.54 | 12/2021 | US 2.90 | US 0.27 | US 0.60 | 87.2 | 39.2 | US 19.43 | US 23.27 | US 28.66 | 1.0 | 0.8 | 1.1% | US 37.00 | ↓ | |
| Power Corporation of Canada | POW | RM | 24.61 | 673.8 | 36.53 | 12/2021 | 4.77 | 3.88 | 4.41 | 9.4 | 8.3 | 33.32 | 34.91 | 37.30 | 1.0 | 1.0 | 5.4% | 42.00 | ↓ | |
| Entreprises de RH | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| LifeWorks Inc. | LWRK | RM | 1.3 | 70.4 | 17.85 | 12/2021 | -0.34 | 0.74 | 0.88 | 24.0 | 20.3 | 8.24 | 8.32 | 8.56 | 2.1 | 2.1 | 4.4% | 24.00 | ↓ | |
| Bourses des valeurs | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| TMX Group | X | RM | 7.70 | 55.9 | 137.63 | 12/2021 | 7.10 | 6.96 | 7.54 | 19.8 | 18.2 | 69.48 | 71.41 | 74.66 | 1.9 | 1.8 | 2.4% | 141.00 | ↑ | |
| Assurance | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Definity Financial Corp. | DFY | RS | 3.9 | 115.9 | 33.77 | 12/2021 | 2.09 | 1.8 | 1.97 | 19.2 | 17.1 | 20.41 | 21.38 | 22.99 | 1.6 | 1.5 | 5.9% | 38.00 | ↑ | |
| Intact Financial Corp. | IFC | RS | 32.18 | 176.1 | 182.75 | 12/2021 | 12.32 | 11.63 | 11.84 | 15.7 | 15.4 | 82.20 | 88.52 | 94.49 | 2.1 | 1.9 | 2.2% | 230.00 | ↑ | |
| Trisura Group Ltd. | TSU | RS | 1.43 | 41.2 | 34.83 | 12/2021 | 1.48 | 1.65 | 1.89 | 21.2 | 18.5 | 8.66 | 9.86 | 11.74 | 3.5 | 3.0 | | 58.00 | ↑ | |
| Fairfax Financial Holdings | FFH | RS | 16.71 | 23.8 | 701.97 | 12/2021 | US 122.25 | US 61.32 | US 76.15 | 9.1 | 7.3 | US 626.21 | US 686.66 | US 757.86 | 0.8 | 0.7 | 1.8% | 1050.00 | ↑ | |
| Gestion d'actifs | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Fiera Capital Corp. | FSZ | RM | 1.02 | 102.5 | 9.95 | 12/2021 | 1.63 | 1.15 | 1.44 | 8.7 | 6.9 | 3.61 | 3.52 | 3.75 | 2.8 | 2.7 | 8.6% | 11.00 | ↓ | |
| IGM Financial Inc. | IGM | RS | 9.35 | 240.0 | 38.96 | 12/2021 | 4.04 | 3.85 | 4.22 | 10.1 | 9.2 | 26.53 | 27.75 | 29.76 | 1.4 | 1.3 | 5.8% | 53.00 | ↓ | |

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, CFA
Analyste
416 507-8007

Sélections

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

SCL continue de réduire ses coûts; l'acquisition de FormTex accroît l'échelle et la portée géographique de GDNP

Shawcor a annoncé un retrait anticipé d'une installation louée à Calgary où étaient hébergées les activités FlexFlow de la société, ce qui permettra de réaliser des économies nettes d'environ \$15 millions au cours des sept prochaines années.

SCL avait déjà annoncé la décision d'abandonner la gamme de produits FlexFlow (tubes de canalisation composites de grand diamètre et de longueur variables offerts par le segment des systèmes composites) au moment de la publication des résultats du T4 2021. Par suite de l'abandon de la gamme de produits FlexFlow et de la sortie de l'installation louée où étaient logées les activités

FlexFlow (qui devrait être achevée au troisième trimestre de 2022), les principales gammes de produits de SCL dans le segment des tubes de canalisation composites sont toutes fabriquées sous un même toit dans l'installation restante de Shawcor à Calgary. Bien que les économies de coûts annuelles implicites d'environ \$2.1 millions soient relativement faibles par rapport aux frais de vente, généraux et administratifs trimestriels de SCL d'environ \$50 millions, nous considérons cette annonce comme une autre illustration des efforts continus de SCL pour redimensionner l'empreinte et la structure de coûts de la société. **Nous continuons à considérer Shawcor comme notre meilleur choix, la direction réduisant les coûts et repositionnant la société vers des secteurs d'activité à marge supérieure et à volatilité réduite (les marchés finaux des infrastructures et de l'industrie représentant 49% du chiffre d'affaires total de SCL au T1 2022).** Compte tenu de l'amélioration du carnet de commandes et des perspectives des activités de revêtement de canalisations en mer, nous réitérons notre cote Rendement supérieur et notre cours cible de \$8.50, en fonction d'un ratio VE/BAIIA 2023e inchangé de 5.3x, soit environ 300 pb de moins que le ratio VE/BAIIA moyen sur un an de SCL après 2014, soit 8.2x.

GDNP lance un placement de bons de souscription spéciaux pour financer l'acquisition de Form-Tex Plastics.

GDNP a récemment annoncé un placement privé sans courtier de 15 millions de bons de souscription spéciaux au prix de 0,40 \$ chacun, pour un produit brut total pouvant atteindre \$6 millions (ultérieurement augmenté à \$6.6 millions), la majeure partie du produit net devant être utilisée pour financer l'acquisition précédemment annoncée de FormTex Plastics Corp.

En plus du financement du fonds de roulement à l'appui de la croissance endogène et des mesures d'amélioration de l'efficacité opérationnelle, la société affectera le produit net tiré du placement au financement de l'acquisition de Form-Tex Plastics Corp., fabricant d'emballages en plastique sur mesure établi à Houston, pour une contrepartie en espèces de US\$4.8 millions. L'acquisition cadre avec la stratégie principale de GDNP en matière de fusions et d'acquisitions; GDNP prévoit de convertir les produits en plastique traditionnels de FormTex en produits à base de plantes dans les années à venir, sans devoir changer l'équipement ou les machines. GDNP a fait remarquer que FormTex a réalisé un chiffre d'affaires et un BAIIA d'environ US\$4,9 millions et US\$0.6 million en 2021, ce qui traduit un ratio VE/ventes d'environ 1.0x et un ratio VE/BAIIA d'environ 8.0x (BAIIA d'environ 5.3x à 6.0x, si l'on tient compte des synergies de coûts potentielles d'environ US\$0.2 à US\$0.3 million qui devraient être réalisées dans l'année suivant l'acquisition). GDNP fournira à FormTex des feuilles extrudées en rouleaux à partir de son usine Ex-Tech de Richmond, dans l'Illinois. FormTex permettra de réduire les coûts d'expédition pour les clients de GDNP dans le sud des États-Unis (étant donné la proximité de l'usine avec l'une des 10 plus grandes destinations d'expédition en Amérique du Nord) et constituera un port d'entrée efficace de proximité pour les matières premières en provenance d'Europe et d'Amérique du Sud. **Nous considérons la transaction comme positive, car elle permet à GDNP d'accroître sa taille et sa portée géographique tout en générant une combinaison de revenus à marge supérieure, ce qui renforce notre cote Rendement supérieur. Nous maintenons notre cours cible de \$1.25 en raison d'un ratio VE/ventes inchangé de 2.9x.**

| | Symb. | Cote du titre | Cap. bours. (M) | Actions e.c. (M) | Cours 5/31 | BAIIA (M) | | | VE/BAIIA | | | Dette nette BAIIA | 12 mois cours | | |
|------------------------------|-------|---------------|-----------------|------------------|------------|-----------|-------|-------|----------|-------|-------|-------------------|---------------|--------|---|
| | | | | | | 2021 | 2022e | 2023e | 2021 | 2022e | 2023e | 2022e | Target | Return | Δ |
| | | | | | | | | | | | | | | | |
| Ag Growth International Inc. | AFN | RS | 647.13 | 18.8 | 34.39 | 176.3 | 202.8 | 224.9 | 8.4 | 7.5 | 6.5 | 4.3 | 49.00 | 44% | |
| CES Energy Solutions Corp. | CEU | RM | 705.65 | 253.8 | 2.78 | 156.2 | 186.5 | 215.1 | 7.2 | 6.2 | 5.7 | 2.4 | 3.35 | 23% | |
| Enerflex Ltd. | EFX | RS | 703.99 | 89.7 | 7.85 | 140.0 | 273.3 | 454.8 | 6.6 | 8.2 | 4.8 | 3.2 | 10.75 | 38% | |
| good natured Products Inc. | GDNP | RS | 97.78 | 222.2 | 0.44 | -0.1 | 3.6 | 7.8 | | 41.2 | 19.8 | 0.0 | 1.25 | 184% | |
| Mullen Group Ltd. | MTL | RS | 1162.24 | 94.2 | 12.34 | 218.7 | 263.3 | 276.5 | 7.9 | 6.4 | 5.8 | 2.0 | 16.50 | 39% | |
| Pason Systems Corp. | PSI | RM | 1315.93 | 82.2 | 16.01 | 72.5 | 129.0 | 150.7 | 16.0 | 8.7 | 7.3 | -1.5 | 19.00 | 21% | |
| Shawcor Ltd. | SCL | RS | 459.60 | 70.5 | 6.52 | 100.8 | 114.4 | 148.6 | 6.8 | 5.9 | 4.3 | 1.9 | 8.50 | 30% | |

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

US = dollars US

Source: Rapports des sociétés, Refinitiv, FBN

**Zachary Evershed, CFA**Analyste
514 412-0021**Adjoints :**

Thomas Bolland : 514 871-5013

Nathan Po : 416 660-1740

Sélections

- › *Boyd Group Services Inc.*
- › *GDI Integrated Facility Services*
- › *Park Lawn*

La dynamique du secteur approche d'un point d'inflexion

Bien que les marges aient été affectées par le décalage entre l'inflation des salaires et le ralentissement des taux de remboursement de la main-d'œuvre payés par les assureurs, la dynamique du secteur penche en faveur de salaires appropriés à même de fidéliser les techniciens. Nous maintenons l'idée que les assureurs ont intérêt à privilégier les réparateurs, car les cycles longs font fuir les clients des assureurs; avec des retards de plus de quatre semaines et des données de tiers indiquant que la capacité du secteur a baissé de 18% par rapport aux niveaux existant avant la pandémie, il faut prendre des mesures décisives pour attirer du sang neuf. Boyd continue de négocier afin de rétablir les marges et de faire en sorte que les tarifs reflètent l'inflation et les pénuries de main-d'œuvre actuelles.

Dans cette optique, la direction indique que, jusqu'à présent au T2, la croissance des ventes à établissements comparables est en passe de dépasser les 14.7% du T1 (13.1% sur une base journalière), ce qui placerait BYD au-dessus des niveaux existant avant la pandémie en termes d'établissements comparables. Nous pensons que cela est dû principalement à la tarification, car nous estimons que BYD avait obtenu des hausses de tarifs d'environ 6.4% en date de la conférence téléphonique du T4 2021, ce qui porte les tarifs au même niveau que l'inflation observée au T3 2021, et les commentaires de la direction indiquent que les hausses de tarifs depuis lors sont plus importantes.

La croissance endogène au premier plan

Nous nous attendons à ce que les fusions et acquisitions passent à un rôle de soutien à moyen terme, BYD se concentrant sur la croissance des ventes à établissements comparables et l'amélioration des tarifs. Pour l'instant, nous prévoyons une diminution du nombre d'acquisitions d'emplacement, compensée en partie par une augmentation de la croissance des ventes à établissements comparables grâce à une meilleure tarification. Cela ne signifie pas pour autant que les transactions d'envergure sont exclues de la stratégie de BYD pour les trimestres à venir, car l'environnement de hausse des taux ne favorise pas les pairs financés par des fonds de capital-investissement, dont sept des huit premiers sont des fonds de capital-investissement (Boyd, classée au deuxième rang, ne l'est

pas). Directement, la hausse des taux d'intérêt devrait freiner l'intérêt des concurrents qui utilisent des niveaux d'endettement nettement supérieurs, tandis qu'indirectement, la hausse des taux rend les rendements des titres à revenu fixe plus acceptables pour un plus grand nombre d'investisseurs, ce qui pourrait réduire les flux de fonds vers des investissements non traditionnels comme les fonds de capital-investissement. Nous ne voyons donc aucune raison pour laquelle BYD ne devrait pas faire preuve de patience sur le front des fusions et acquisitions tout en se concentrant sur la résolution des défis fondamentaux et l'amélioration de la croissance des ventes des établissements comparables, car les candidats au rachat pourraient attirer moins de prétendants à la reprise, ce qui pourrait se traduire par un plus grand nombre de transactions à des multiples plus attrayants pour Boyd à l'avenir. Nous restons confiants dans la capacité de la société d'atteindre son objectif de croissance de 2025, car, selon nous, la société sera en mesure, en temps et lieu, de rattraper son retard sur le front des fusions et acquisitions.

Cours cible de CA\$170, cote récemment relevée à rendement supérieur

Bien que les hausses de tarifs soient une cible mouvante et que les problèmes avec la chaîne d'approvisionnement persistent, nous attribuons à BYD la cote Rendement supérieur car, selon nous, nous nous rapprochons du point d'inflexion de la récupération des marges. Les hausses de tarifs demeurent difficiles à entrevoir à court terme, mais, selon nous, elles sont inévitables à long terme du fait que les assureurs harmonisent leurs mesures incitatives et que BYD a les moyens d'attendre, tout en ressortant renforcée sur le front des fusions et acquisitions. Notre cours cible de CA\$170 est fondé sur un ratio VE/BAIIA 2023e de 1.1x, ce qui cadre avec la prime historique de 4x par rapport aux pairs.

| | Symb. | Cote du titre | Δ | Cap. bours. (M) | Actions e.c. (M) | Cours 5/31 | Dernier exerc. déclaré | BPA dilué | | | C/B | | BAIIA (M) | | | VE/BAIIA | | Div. % | Dette nette/ BAIIA Ex2 | 12 mois Cours cible | Δ |
|-------------------------------------|-------|---------------|---|-----------------|------------------|------------|------------------------|-----------|--------|------|------|-------|-----------|-------|-------|----------|------|--------|------------------------|---------------------|---|
| | | | | | | | | (A) | est. | est. | Ex1 | Ex2 | (A) | est. | est. | Ex1 | Ex2 | | | | |
| | | | | | | | | Dern. Ex. | Ex1 | Ex2 | | | | | | | | | | | |
| Alaris Equity Partners Income Trust | AD | RS | | 862.8 | 45.1 | 19.11 | 12/2021 | 3.13 | 2.26 | 1.72 | 8.4 | 11.1 | 130.5 | 149.1 | 135.2 | 7.7 | 8.4 | 6.9% | 3.4 | 27.00 | |
| Boyd Group Services Inc. | BYD | RS | ↑ | 3,067.3 | 21.5 | 142.85 | 12/2021 | 1.30 | 2.09 | 4.45 | 54.8 | 25.7 | 219.5 | 268.5 | 352.3 | 12.6 | 9.7 | 0.4% | 0.0 | 170.00 | ↓ |
| Cascades | CAS | RS | | 1,049.0 | 101.7 | 10.31 | 12/2021 | 0.26 | 0.76 | 1.26 | 13.5 | 8.2 | 389.0 | 438.0 | 522.6 | 6.0 | 4.9 | 4.7% | 3.5 | 14.00 | ↓ |
| Dexterra Group Inc. | DXT | RS | | 389.8 | 65.1 | 5.99 | 12/2021 | 0.37 | 0.36 | 0.61 | 16.5 | 9.8 | 80.8 | 83.5 | 100.3 | 5.9 | 4.6 | 5.8% | 1.4 | 12.00 | ↓ |
| Doman Building Materials | DBM | RS | | 629.9 | 86.8 | 7.26 | 12/2021 | 1.34 | 1.43 | 0.80 | 5.1 | 9.0 | 225.6 | 260.5 | 186.1 | 4.6 | 5.8 | 7.7% | 4.4 | 11.00 | |
| GDI Integrated Facility Services | GDI | RS | | 1,048.6 | 23.0 | 45.54 | 12/2021 | 1.89 | 1.84 | 1.97 | 24.8 | 23.1 | 132.8 | 150.7 | 148.2 | 8.7 | 8.4 | 0.0% | 2.4 | 70.50 | |
| Hardwoods Distribution | HDI | RS | | 779.0 | 23.9 | 32.55 | 12/2021 | 4.77 | 5.33 | 4.12 | 5.6 | 5.0 | 195.2 | 266.9 | 227.7 | 5.0 | 5.0 | 1.5% | 3.7 | 79.50 | |
| Intertape Polymer Group Inc. | ITP | AO | | 2,387.6 | 60.6 | 39.42 | 12/2021 | 1.96 | 2.03 | 2.32 | 15.6 | 13.6 | 247.1 | 269.7 | 289.3 | 8.8 | 8.2 | 2.2% | 1.8 | 40.50 | |
| KP Tissue | KPT | RM | | 105.5 | 9.9 | 10.67 | 12/2021 | 0.65 | (0.47) | 0.36 | nmf | 29.2 | 153.4 | 122.7 | 230.8 | 14.0 | 8.0 | 6.7% | 3.8 | 10.50 | ↓ |
| Neighbourly Pharmacy Inc. | NBLY | RM | | 916.3 | 34.0 | 26.92 | 03/2021 | (19.88) | (7.61) | 0.23 | nmf | 117.0 | 35.1 | 47.4 | 101.2 | 21.2 | 12.7 | 0.7% | 1.0 | 35.50 | |
| Park Lawn Corporation | PLC | RS | | 1,196.6 | 34.5 | 34.70 | 12/2021 | 1.51 | 1.60 | 1.81 | 21.7 | 19.2 | 95.6 | 108.0 | 116.3 | 12.3 | 11.1 | 1.3% | 1.6 | 45.00 | |
| Richelieu Hardware | RCH | RS | | 2,115.9 | 56.6 | 37.40 | 11/2021 | 2.51 | 2.58 | 2.27 | 14.5 | 16.5 | 234.4 | 249.4 | 224.6 | 7.9 | 8.2 | 1.4% | 0.7 | 54.50 | |
| Savaria Corporation | SIS | RS | | 931.7 | 64.5 | 14.44 | 12/2021 | 0.54 | 0.58 | 0.95 | 24.9 | 15.2 | 100.3 | 120.3 | 142.6 | 10.5 | 8.6 | 3.5% | 2.6 | 22.00 | ↓ |
| Uni-Sélect | UNS | RS | | 1,263.5 | 43.8 | 28.86 | 12/2021 | 1.00 | 1.39 | 1.46 | 16.6 | 15.9 | 146.7 | 164.9 | 169.1 | 8.3 | 7.6 | 0.0% | 2.0 | 33.50 | ↑ |

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

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

Source: Rapports des sociétés, FBN, Refinitiv



Richard Tse
Analyste
416 869-6690

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



John Shao
Analyste
416 869-7938

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

Sélections

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

Une large réévaluation sectorielle fait émerger certains titres incontournables à long terme

Alors que la saison de publication des résultats du T1 touche à sa fin, le point saillant majeur est la modération. Qu'il s'agisse de la modération des chiffres d'affaires ou des bénéfices (à cause de l'inflation), celle-ci semble être l'élément central pour ce qui est de nos prévisions. Sans surprise, cela se reflète dans les rendements des actions depuis le début de l'année, l'indice S&P de la technologie

de l'information étant en baisse de 24.6%, contre -17.3% pour l'indice général S&P 500. De même, au Canada, l'indice S&P/TSX de la technologie de l'information affiche une contraction de 54.1%, comparativement à -4.4% pour le TSX depuis le début de l'année – nous notons que l'écart monumental est attribuable à Shopify, car l'indice général pondère fortement le secteur des ressources naturelles (comme l'énergie). Nous reconnaissons qu'une grande partie du repli du secteur de la technologie est due à une réévaluation de l'ensemble du secteur en raison de facteurs macroéconomiques de grande ampleur comme les taux d'intérêt, mais on ne peut nier que certains de ces facteurs macroéconomiques ont un impact fondamental sur les rendements et les perspectives d'exploitation de chaque entreprise pour ce qui est de variables comme les dépenses d'exploitation. Et c'est ce repli depuis le début de l'année et cette révision des valorisations par rapport aux moyennes historiques qui orientent de plus en plus les profils risque/rendement en faveur de l'investisseur, en particulier à long terme. Dans ce contexte, nous continuons de vous renvoyer à notre étude prévisionnelle pour l'année. Dans celle-ci, nous penchons pour les titres largement défensifs à court terme (CGI et OpenText) et conseillons d'ajouter de manière opportuniste des positions à long terme dans des titres de croissance choisis comme Coveo, Docebo, Kinaxis, Lightspeed, Nuvei, et d'autres. Nous incluons aussi Altus en tant que titre de la catégorie des situations spéciales. Nous maintenons cette analyse de notre étude prévisionnelle. Vous trouverez ci-dessous un bref commentaire sur certains de ces titres.

- › **CGI** devrait profiter du courant porteur qui voit les entreprises du secteur reprendre leurs projets de transformation numérique mis à l'arrêt pendant la pandémie. Ce courant s'est manifesté par un ratio commandes/facturation solide au dernier trimestre. Nous apprécions ce titre pour ses attributs défensifs (flux de trésorerie récurrents et élevés), mais nous pensons qu'il existe un potentiel de valeur à dégager lié à des projets de la société tels que l'engagement PI30 (30% du chiffre d'affaires tirés de la PI d'ici l'exercice 2025). En outre, les projets de dépenses de \$1 milliard en acquisitions au cours de l'exercice devraient embellir les perspectives de croissance de CGI.
- › **Kinaxis** devrait grandement tirer parti de la demande accrue de solutions pour les chaînes d'approvisionnement. D'un point de vue sectoriel, les occasions

d'affaires se multiplient sur ce marché au complet, ce qui n'a rien d'étonnant vu les difficultés auxquelles se heurtent les chaînes d'approvisionnement, en particulier sur des marchés tels que l'automobile (pénuries de semi-conducteurs). Nous pensons que les projets de Kinaxis se sont accumulés pour atteindre des niveaux records, avec des chiffres inédits en termes d'ajouts de clients ces derniers trimestres, et cette tendance devrait se poursuivre.

- › **Nuvei** reste une société en croissance dans le secteur du traitement des paiements, avec un intérêt différencié pour les marchés à la croissance exponentielle. Nuvei accepte des paiements sur 204 marchés mondiaux et propose plus de 500 méthodes de paiement alternatives (MPA) dans près de 150 devises. Selon nous, cette portée ainsi que le fait que Nuvei se concentre sur des segments à forte croissance tels que les jeux réglementés en ligne contribuent à la croissance démesurée de la société. Pour l'avenir, nous pensons que la société saura alimenter sa croissance exceptionnelle grâce aux changements structurels du secteur des paiements (p. ex. casinos sans espèces).
- › **Lightspeed** devrait être un bénéficiaire direct de la remise en marche des économies après les confinements liés à la pandémie, car près de 40% de sa clientèle appartient au secteur de l'hébergement. En outre, nous croyons que la croissance endogène continuera de s'accélérer à mesure que la société cherchera à faire croître son taux d'attachement sur une base clientèle déjà importante et en croissance.
- › **Magnet Forensics** est un chef de fil émergent sur le marché de la criminalistique numérique, qui présente une suite d'offres concurrentielles à destination du secteur public et des entreprises. La qualité de son modèle d'affaires est confirmée par ses résultats financiers, qui dénotent une rentabilité et une croissance solides. Si vous suivez nos recherches, vous devez être familier avec la « Règle des 40 », un rapide test de qualité des titres des entreprises de logiciel-service. En application de cette règle, la somme de la croissance du chiffre d'affaires de MAGT et de sa marge BAIIA est d'environ 60%. Au-delà de ses résultats financiers solides, soulignons aussi que MAGT effectue sa transition vers un modèle de licences temporaires et de PMU modulable, ce qui pourrait faire fluctuer le titre à l'avenir.

| | Symb. | Cote du titre | Cote du titre Δ | Cap. bours. (M) | Actions e.c. (M) | Cours 5/31 | Dernier exercice déclaré | BPA dilué | | | C/B | | BAIIA (M) | | | VE/BAIIA | | Valeur compt. | Ratio d'endet. | Cours cible | | | |
|--------------------------------|-------|---------------|-----------------|-----------------|------------------|------------|--------------------------|-----------|---------|---------|------|------|-----------|----------|----------|----------|--------|---------------|----------------|-------------|-----|---------|---|
| | | | | | | | | (A) | est. | est. | Ex1 | Ex2 | (A) | est. | est. | Ex1 | Ex2 | | | Ex1 | Ex2 | 12 mois | Δ |
| | | | | | | | | Dern. Ex. | Ex1 | Ex2 | Ex1 | Ex2 | Dern. Ex. | Ex1 | Ex2 | Ex1 | Ex2 | | | Ex1 | Ex2 | | |
| Altus Group Limited | AIF | RS | | 1,964 | 44.9 | 43.78 | 2021 | 1.90 | 2.07 | 2.89 | 21.1 | 15.1 | 109.8 | 142.1 | 162.6 | 15.5 | 13.5 | 12.4 | 35% | 70.00 | | | |
| Blackline Safety Corp.* | BLN | RS | | 257 | 60.3 | 4.26 | 2021 | (0.51) | (0.71) | (0.41) | NMF | NMF | (9.9) | (19.6) | (3.4) | NMF | NMF | 1.0 | 0% | 9.00 | | | |
| CGI Inc. | GIB.A | RS | | 25,961 | 243.8 | 106.47 | 2021 | 5.41 | 6.10 | 6.46 | 17.5 | 16.5 | 2462.7 | 2577.1 | 2701.9 | 10.8 | 10.3 | 27.8 | 31% | 135.00 | | | |
| Constellation Software Inc. | CSU | RM | | 41,157 | 21.2 | 1,942.16 | 2021 | 47.38u | 51.93u | 66.53u | 29.2 | 22.8 | 1,511.0u | 1,685.8u | 2,058.6u | 19.2 | 15.7 | 77.3u | 44% | 2350.00 | | | |
| Converge Technology Solutions* | CTS | RS | | 1,482 | 217.3 | 6.82 | 2021 | 0.19 | 0.43 | 0.56 | 12.3 | 9.5 | 94.0 | 177.3 | 225.3 | 7.0 | 5.5 | 2.95 | 0% | 14.00 | | | |
| Copperleaf Technologies* | CPLF | RS | | 575 | 68.4 | 8.41 | 2021 | (0.03) | (0.48) | (0.40) | NMF | NMF | 2.1 | (30.8) | (29.4) | NMF | NMF | 2.12 | 0% | 16.00 | ↓ | | |
| Coveo Solutions Inc. | CVO | RS | | 577 | 112.6 | 5.12 | 2021 | (7.98u) | (0.31u) | (0.37u) | NMF | NMF | (11.0u) | (23.1u) | (30.4u) | NMF | NMF | 266.4u | 0% | 18.00 | | | |
| Docebo Inc. | DCBO | RS | | 1,387 | 33.0 | 42.00 | 2021 | (0.31u) | (0.13u) | 0.27u | NMF | NMF | (8.0u) | (1.8u) | 10.5u | NMF | 83.2 | 188.3u | 0% | 85.00u | | | |
| D2L Inc.* | DTOL | RS | | 425 | 60.6 | 7.02 | 2022 | (0.07u) | (0.31u) | (0.09u) | NMF | NMF | 0.2u | (13.1u) | 0.0u | NMF | 9180.3 | 1.1u | 0% | 20.00 | | | |
| E Automotive Inc. | EINC | RS | | 380 | 48.0 | 7.90 | 2021 | (0.65u) | (0.61u) | (0.64u) | NMF | NMF | (7.9u) | (21.6u) | (17.9u) | NMF | NMF | 2.9u | 0% | 17.00 | ↓ | | |
| Farmers Edge Inc. | FDGE | RM | | 103 | 41.9 | 2.47 | 2021 | (1.81) | (1.59) | (1.17) | NMF | NMF | (49.9) | (54.5) | (43.4) | NMF | NMF | 1.99 | 1% | 3.00 | | | |
| Kinaxis Inc. | KXS | RS | | 3,748 | 28.5 | 131.65 | 2021 | 0.57u | 1.31u | 1.76u | NMF | NMF | 39.9u | 67.5u | 78.2u | 39.6 | 34.2 | 12.2u | 0% | 250.00 | | | |
| Lightspeed Commerce Inc. | LSPD | RS | | 3,194u | 148.5 | 21.51u | 2022 | (0.36u) | (0.35u) | (0.09u) | NMF | NMF | (41.5u) | (38.0u) | 1.2u | NMF | NMF | 22.9u | 1% | 65.00u | | | |
| Magnet Forensics Inc.* | MAGT | RS | | 724 | 42.6 | 17.02 | 2021 | 0.28u | 0.25u | 0.28u | NMF | NMF | 18.6u | 13.5u | 17.7u | 33.3 | 25.4 | 2.1u | 2% | 50.00 | | | |
| mdf commerce inc. | MDF | RM | | 110 | 44.0 | 2.50 | 2021 | (0.30) | (0.36) | (0.06) | NMF | NMF | 5.1 | (1.0) | 9.2 | NMF | 14.1 | 7.52 | 13% | 3.00 | | | |
| Nuvei Corporation | NVEI | RS | | 6,534u | 146.6 | 44.57u | 2021 | 1.70u | 2.19u | 3.10u | 20.4 | 14.4 | 317.2u | 420.8u | 597.4u | 15.0 | 10.6 | 13.0u | 21% | 130.00u | | | |
| Open Text Corporation | OTEX | RS | | 10,360u | 271.2 | 38.20u | 2021 | 3.39u | 3.22u | 3.57u | 11.9 | 10.7 | 1,315.2u | 1,263.2u | 1,381.2u | 10.2 | 9.4 | 15.0u | 51% | 60.00u | | | |
| Pivotree Inc.* | PVT | RS | | 97 | 26.7 | 3.64 | 2021 | (0.35) | (0.36) | 0.17 | NMF | 21.7 | (3.5) | (3.6) | 13.1 | NMF | 5.5 | 3.5 | 0% | 8.00 | | | |
| Q4 Inc. | QFOR | RS | | 171 | 39.6 | 4.31 | 2021 | 2.13u | (0.78u) | (0.57u) | NMF | NMF | (13.6u) | (27.0u) | (19.3u) | NMF | NMF | 1.8u | 0% | 10.00 | | | |
| Real Matters Inc. | REAL | RM | | 388 | 78.9 | 4.92 | 2021 | 0.48u | 0.09u | 0.09u | NMF | NMF | 59.2u | 11.8u | 10.4u | 19.0 | 21.7 | 2.0u | 0% | 6.00 | | | |
| Shopify Inc. | SHOP | RS | | 40,934u | 126.0 | 324.84u | 2021 | 6.42u | 1.21u | 2.28u | NMF | NMF | 732.0u | 118.9u | 327.0u | NMF | NMF | 77.7u | 9% | 750.00u | ↓ | | |
| Softchoice Corp* | SFTC | RM | | 1,279 | 63.4 | 20.18 | 2021 | 0.57u | 0.96u | 1.24u | 20.9 | 16.3 | 67.0u | 96.4u | 118.3u | 14.2 | 11.5 | 0.8u | 66% | 25.00 | ↓ | | |
| Tecsys Inc* | TCS | RS | | 414 | 15.0 | 27.65 | 2021 | 0.49 | 0.19 | 0.65 | NMF | 42.4 | 16.2 | 11.2 | 18.7 | 36.3 | 21.7 | 4.49 | 11% | 55.00 | | | |
| Telus International | TIXT | RS | | 6,464u | 269.0 | 24.03u | 2021 | 1.00u | 1.22u | 1.41u | NMF | NMF | 540.0u | 620.9u | 754.2u | 11.9 | 9.8 | 6.3u | 39% | 50.00u | | | |
| Thinkific Labs Inc. | THNC | RS | | 118 | 77.3 | 1.96 | 2021 | (0.29u) | (0.41u) | (0.22u) | NMF | NMF | (19.46u) | (32.25u) | (15.85u) | NMF | NMF | 1.42u | 0.00 | 6.00 | | | |

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

u = dollars US

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

Technologies propres et développement durable

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


Rupert Merer, P. ENG, CFA

Analyste
416 869-8008

Adjoints :

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

Sélections

- › Innergex
- › Boralex
- › Northland Power

Points saillants des sociétés

Les titres des sociétés d'infrastructures publiques dédiées à la production d'énergies renouvelables que nous couvrons se sont bien tenus ces dix dernières années, profitant d'une croissance accrue, de politiques gouvernementales favorables, de taux d'intérêt faibles et de la pénurie d'investissements verts. Cependant, 2021 n'a pas été une année facile, les rendements des actions que nous couvrons enregistrant une contraction d'environ 20% en moyenne et de plus de 25% à ce stade en 2022. Nous pensons que le secteur de l'énergie renouvelable devrait tirer parti de la hausse des prix de l'énergie à l'avenir, alimentée par l'inflation et les craintes liées à la sécurité énergétique, ce qui devrait entraîner une augmentation des flux de trésorerie disponibles. En outre, des gouvernements aux quatre coins du monde ont annoncé leur intention d'accélérer leur transition vers les énergies propres en privilégiant l'énergie renouvelable, ce dont le secteur pourrait tirer parti. Cela étant dit, la hausse des taux obligataires nuit au secteur. Nos titres favoris sont are BLX, INE et NPI.

▶ **Boralex Inc.**
(BLX : TSX; Rendement supérieur; cours cible de \$47) :

BLX est un producteur d'énergie renouvelable qui possède des actifs éoliens, solaires et hydroélectriques aux États-Unis, en France et au Canada. Sa capacité nette installée totalise environ 2,500 MW, couverte à 98% par des contrats de vente d'énergie indexés sur l'inflation, à prix fixe ou en obligation d'achat, d'une échéance moyenne de 13 ans. L'année dernière, BLX a présenté son programme stratégique jusqu'en 2025E ainsi qu'une feuille de route jusqu'en 2030E. Le programme est centré sur la croissance, la diversification et l'optimisation des actifs, et intègre aussi la stratégie ESG. BLX a annoncé des objectifs de croissance ambitieux, comptant investir encore près de \$5.2 milliards d'ici 2025E pour doubler ses capacités et les porter à 4.4 GW (comparativement à 2.2 GW en 2020), suivis d'autres investissements pour atteindre 10 GW à 12 GW d'ici 2030E. BLX vise un TCAC de son BAIIA normalisé et de ses flux de trésorerie discrétionnaires de 10% à 12% et de 14% à 16%, respectivement, d'ici 2025E. Récemment, BLX a remporté des projets auxquels elle avait soumissionné en France et a également présenté des soumissions à sept appels d'offres pour des projets solaires de 800 MW à New York, dont les résultats sont attendus sous peu. Elle pourrait aussi s'imposer sur le marché

en croissance de l'énergie renouvelable au Québec. Récemment, BLX a accepté de se départir d'une participation de 30% dans ses actifs en France en faveur d'Energy Infrastructure Partners pour CA\$766 millions au comptant. Le capital devrait réduire la nécessité de nouvelles dilutions pour financer la croissance endogène et les fusions-acquisitions à venir. En outre, BLX a formé en avril un partenariat avec Énergir et Hydro-Québec pour développer des projets éoliens de 400 MW sur le territoire de la Seigneurie de Beupré (SDB), au Québec. BLX a profité de la montée des prix de l'électricité en France au T4 2021 et au T1 2022 du fait des structures de ses contrats sur des actifs en exploitation de 201 MW et de projets en construction de 125 MW. Nous nous attendons à ce que BLX continue de profiter de prix de l'électricité toujours élevés en France tout au long de 2022E et au-delà, et à ce qu'elle tire parti du retrait de contrats gouvernementaux proches de leur échéance en France (jusqu'à 300 MW), pour les remplacer par des contrats à court terme à des prix plus avantageux (jusqu'à environ €300/MWh). Notre cours cible, qui comprend \$7 par action au titre de la plus-value, est fondé sur des FTA à long terme établis par l'application d'un coût des capitaux propres de 6% sur les flux de trésorerie d'exploitation.

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

INE compte parmi les plus importants PÉI d'énergie renouvelable du Canada, avec une capacité installée nette de près de 3,200 MW; la société a le projet de faire croître ses capacités d'environ 1,800 MW d'ici la fin de 2025E. Les activités d'INE sont diversifiées dans différentes catégories d'énergies renouvelables (hydroélectricité environ 30%, éolien environ 51% et solaire environ 19%) et différentes régions (Canada environ 47%, États-Unis environ 38%, Chili environ 8% et France environ 7%). Comme elle l'a mentionné lors de sa journée des investisseurs de septembre 2021, la stratégie de croissance d'INE jusqu'en 2025E représente près de \$3.8 milliards de nouveaux investissements, en grande partie pour financer des projets d'environ 1.3 GW à un stade intermédiaire ou avancé de réalisation. Récemment, INE a clôturé quelques acquisitions au Chili et à New York, et devrait clôturer celle d'un portefeuille de 332 MW de trois parcs éoliens au Chili d'ici le T3 2022E. De manière opportuniste, INE

Technologies propres et développement durable

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

s'est également retirée de contrats qui approchaient de leur date d'échéance pour des capacités de 30 MW en France et les a remplacés par des contrats à court terme (échéance de deux à trois ans) avec des prix de l'énergie trois fois supérieurs (jusqu'à €300/MWh), ce qui, combiné à d'autres facteurs, devrait selon nous comprimer son ratio de distribution à 76% pour 2022E (contre 98% en 2021). Avec la visibilité dont elle jouit sur sa croissance à court terme et ses récentes fusions-acquisitions, INE table sur une croissance d'au moins 10% de sa production et de ses paramètres financiers en 2022E, soutenue par ses récentes fusions-acquisitions, ainsi que sur un TCAC d'environ 15% de ses FTD normalisés par action d'ici 2025E. Les développements récents au sein de l'entreprise incluent l'entrée en service du projet éolien Griffin Trail de 226 MW dans le nord du Texas et du projet solaire Hillcrest de 200 MW dans l'Ohio. En outre, INE explore des possibilités d'investissements sur de nouveaux marchés, à savoir les systèmes de stockage en batterie et les systèmes d'hydrogène vert. Notre cours cible, qui comprend \$1 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 6% sur les actifs en exploitation.

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

NPI, chef de file mondial dans le développement de parcs éoliens en mer, est propriétaire de centrales électriques aux énergies renouvelables et de centrales thermiques d'une capacité nette de 2,820 MW. Environ 95% des revenus tirés des capacités de production de NPI font l'objet de contrats à long terme avec des institutions gouvernementales. Avec sa plateforme de projets éoliens en mer, NPI attire de grands partenaires tels que RWE en Allemagne, PKN Orlen en Pologne et Tokyo Gas au Japon, ce qui pourrait faire monter les rendements. NPI a maintenant des projets de développement d'infrastructures éoliennes en mer totalisant plus de 7.4 GW (5.4 GW nets pour NPI) en attente d'être construits au cours des dix prochaines années. Aux dernières nouvelles, NPI s'est vue attribuer des concessions à bail relatives à des parcs éoliens en mer d'environ 2.4 GW en Écosse et a fait progresser son partenariat avec RWE pour former une coentreprise (participation NPI 49%) afin de codévelopper un ensemble de trois projets éoliens en mer du Nord allemande, d'une capacité brute totale de 1.3 GW.

Ces projets de développement en Europe pourraient rapporter plus grâce aux prix élevés de l'électricité qui résultent de la crise de l'énergie dans cette région. En outre, celle-ci pourrait avoir un effet accélérateur sur de nouveaux projets (parmi lesquels le projet de développement en Pologne) et attirer encore de nouveaux capitaux pour soutenir de futures ventes d'actifs. À court terme, NPI pourrait procéder à l'entrée en service de son projet d'énergie solaire La Lucha de 130 MW au Mexique ainsi que de ses projets éoliens sur terre à New York. NPI continue de faire progresser son projet éolien Hai Long au large des côtes de Taiwan de 1,044 MW (décision d'investissement finale attendue en 2022) et le projet Baltic en Pologne de 1.2 GW (décision finale d'investissement et mise en service attendues en 2023E et 2026E). Enfin, NPI prépare une soumission en réponse à des appels d'offres à Taiwan pour de nouveaux projets. Notre cours cible, qui comprend \$9 par action au titre de la plus-value, est fondé sur des FTA à long terme établis par l'application d'un coût des capitaux propres de 6% sur les flux de trésorerie d'exploitation.

| Symb. | Cote du titre | Cap. bours. (M) | Actions e.c. (M) | Cours 5-31 | Dernier exercice déclaré | BPA dilué | | | C/B | | Ventes par action | | | C/V | | Valeur compt. | Ratio d'endet. | Cours cible | | | |
|---------------------------------|---------------|-----------------|------------------|------------|--------------------------|-----------|---------|---------|---------|---------|-------------------|------|-----------|-------|-------|---------------|----------------|-------------|------|--------|---|
| | | | | | | (A) | est. | est. | Ex1 | Ex2 | (A) | est. | est. | Ex1 | Ex2 | | | 12 mois | Δ | | |
| | | | | | | Dern. Ex. | Ex1 | Ex2 | Ex1 | Ex2 | Dern. Ex. | Ex1 | Ex2 | Ex1 | Ex2 | | | | | | |
| Technologie énergétique | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 5N Plus | VNP | RM | ↓ | 135.8 | 86 | 1.58 | 12/2021 | 0.06u | 0.01u | 0.16u | nmf | 7.9 | 209.99u | 2.54u | 2.81u | 0.5 | 0.4 | 0.93u | 0.31 | 2.50 | ↓ |
| Algonquin Power | AQN | RM | ↓ | 9879.8 | 679 | 14.56u | 12/2021 | 0.71u | 0.73u | 0.73u | 19.8 | 20.1 | 3,148.73u | 3.66u | 4.17u | 4.0 | 3.5 | 10.72u | 0.50 | 16.00u | ↓ |
| Altius Renewable Royalties Corp | ARR | RS | | 255.6 | 29 | 8.70 | 12/2021 | (0.13)u | (0.03)u | 0.06u | nmf | nmf | 7.65u | 0.02u | 0.10u | nmf | 69.6 | 0.62u | 0.00 | 14.50 | ↓ |
| Ballard Power Systems | BLDP | RS | | 2167.2u | 298 | 7.27u | 12/2021 | (0.39)u | (0.53)u | (0.38)u | nmf | nmf | 352.50u | 0.35u | 0.35u | 20.5 | 21.0 | 4.31u | 0.01 | 13.00u | ↓ |
| Boralex | BLX | RS | | 3998.7 | 104 | 38.61 | 12/2021 | 0.16 | 1.02 | 0.65 | 38.0 | 59.2 | 0.00 | 6.69 | 7.44 | 5.8 | 5.2 | 12.87 | 0.63 | 47.00 | ↓ |
| Brookfield Renewable | BEP | RS | | 22979.3u | 646 | 35.58u | 12/2021 | 0.00u | 0.00u | 0.00u | na | na | 0.00u | 3.74u | 4.20u | 9.5 | 8.5 | 24.27u | 0.35 | 38.00u | ↓ |
| DIRTT Environmental Solutions | DRT | RM | | 91.8u | 86 | 1.07u | 12/2021 | (0.63)u | (0.69)u | (0.28)u | nmf | nmf | 245.95u | 1.73u | 2.04u | 0.6 | 0.5 | 0.54u | 0.38 | 2.25u | ↓ |
| GFL Environmental Inc. | GFL | RS | | 14711.4 | 381 | 38.60 | 12/2021 | (1.83) | (0.27) | (0.22) | nmf | nmf | 0.00 | 15.28 | 16.49 | 2.5 | 2.3 | 15.66 | 0.58 | 53.00 | ↓ |
| Innervex | INE | RS | | 3483.3 | 204 | 17.06 | 12/2020 | (1.09) | 0.15 | 0.43 | nmf | 40.1 | 912.36 | 4.13 | 4.19 | 4.1 | 4.1 | 7.51 | 0.76 | 23.00 | ↓ |
| The Lion Electric Company | LEV | RS | | 1147.4u | 199 | 5.77u | 12/2021 | (0.26)u | (0.41)u | (0.58)u | nmf | nmf | 1,507.00u | 0.29u | 0.69u | 19.6 | 8.4 | 1.88u | 0.02 | 10.00u | ↓ |
| Loop Energy Inc | LPEN | RS | | 72.1 | 35 | 2.06 | 12/2021 | (0.74) | (0.85) | (0.70) | nmf | nmf | 21.44 | 0.04 | 0.15 | 51.1 | 13.4 | 2.00 | 0.01 | 7.00 | ↓ |
| NanoXplore | GRA | RS | | 706.7 | 165 | 4.28 | 06/2021 | (0.08) | (0.09) | 0.02 | nmf | nmf | 126.32 | 0.46 | 0.56 | 9.3 | 7.7 | 0.73 | 0.19 | 8.00 | ↓ |
| Next Hydrogen Solutions Inc. | NXH | RM | | 47.6 | 23 | 2.08 | 12/2021 | (1.28) | (0.75) | (0.55) | nmf | nmf | 29.35 | 0.01 | 0.30 | nmf | 7.0 | 1.53 | 0.01 | 2.50 | ↓ |
| Northland Power | NPI | RS | | 8734.2 | 228 | 38.36 | 12/2021 | 0.83 | 1.43 | 1.22 | 26.8 | 31.5 | 0.00 | 9.57 | 9.34 | 4.0 | 4.1 | 14.97 | 0.67 | 44.00 | ↓ |
| TransAlta Renewables | RNW | RM | | 4629.8 | 267 | 17.34 | 12/2021 | 0.52 | 0.60 | 0.63 | 28.7 | 27.6 | 500.53 | 1.76 | 1.84 | 9.9 | 9.4 | 7.12 | 0.23 | 18.50 | ↓ |
| Xebee Adsorption | XBC | RM | ↓ | 137.7 | 155 | 0.89 | 12/2021 | (0.15) | (0.28) | (0.02) | nmf | nmf | 284.54 | 0.82 | 1.31 | 1.1 | 0.7 | 1.87 | 0.22 | 2.00 | ↓ |

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, CFA : 514 879-2564

Luc Troiani, CFA : 416 869-6585

Selections

- › CCL
- › Cineplex
- › Spin Master

CCL Industries**Chef de file dans le domaine des étiquettes sensibles à la pression, avec de l'envergure et un levier d'exploitation :**

Nous inaugurons le suivi du titre avec une cote Rendement supérieur et un cours cible de \$79. La société a des bureaux à Toronto (Ontario) et à Framingham (Massachusetts). Elle emploie plus de 25,000 personnes sur 204 sites de production répartis dans 43 pays. CCL Industries est composée de quatre segments : 1) CCL, 2) Avery, 3) Checkpoint, et 4) Innovia. CCL (61% du chiffre d'affaires 2021 et 63% du BAIIA ajusté), le plus grand transformateur au monde de matériaux en film extrudé sensibles à la pression et spécialisés, fournit des solutions d'étiquettes décoratives, fonctionnelles et hautement sophistiquées à un large portefeuille de clients mondiaux dans les secteurs de l'emballage des produits de consommation, des produits de santé, des produits chimiques, des biens de consommation durables, du matériel électronique, aux gouvernements et aux marchés automobiles. Avery (12% du chiffre d'affaires 2021 et 14% du BAIIA ajusté) est le plus grand fournisseur au monde d'étiquettes, de supports spéciaux convertis et de solutions logicielles pour l'impression numérique en exemplaires limités dans les entreprises et les foyers, et propose aussi des fournitures de bureau complémentaires par l'intermédiaire de distributeurs et de détaillants de la grande distribution. Checkpoint (14% du chiffre d'affaires 2021 et 13% du BAIIA ajusté) est un fabricant très en vue sur le marché des solutions technologiques de prévention des pertes, de gestion des stocks et d'étiquetage, qui comprennent des solutions de RF (radiofréquence) et de RFID (identification par radiofréquence) dans les secteurs du commerce de détail et de l'habillement. Innovia (13% du chiffre d'affaires 2021 et 10% du BAIIA ajusté) est un fournisseur mondial de films spéciaux haute performance en polypropylène orientés biaxialement, multicouches et à surface modifiée, vendus à des clients dans les secteurs des matériaux d'étiquetage, des emballages souples et des biens de consommation emballés. Le profil de croissance endogène à long terme de la société peut être décrit comme étant supérieur au PIB global d'une marge fluctuante. Avec une marge de BAIIA ajusté proche de 21% en 2021 et un taux de conversion du BAIIA ajusté en FTD de 45%, CCL Industries s'efforce d'accroître la valeur pour ses

actionnaires en investissant dans des initiatives de croissance endogène et dans des produits innovants à l'échelle mondiale, ce à quoi vient s'ajouter une stratégie de fusions-acquisitions mondiale. L'entreprise dispose d'une équipe de direction solide qui a fait face à plusieurs cycles économiques et a su relever des défis commerciaux tout en exploitant les occasions qui se présentaient et en optimisant les résultats grâce à une approche décentralisée et axée sur la responsabilité, en tirant cependant toujours avantage de la taille croissante de la société. La rémunération des actionnaires est en hausse, le dividende ayant été relevé au cours de chacune des 30 dernières années, parfois plus d'une fois par an, et l'entreprise ayant racheté des actions en 2022. Notre cours cible correspond à la moyenne des FTA 2022E et de la valeur 2023E obtenue de notre analyse de la valeur de l'actif net, avec des ratios implicites VE/BAIIA de 11.9 et 10.8 d'après nos estimations pour 2022E et 2023E, respectivement.

| Symb. | Cote du titre | Δ | Cap. bours. (M) | Actions e.c. (M) | Cours 5/31 | Dernier exercice déclaré | BPA dilué | | | C/B | | BAIIA (M\$) | | | VL/BAIIA | | Valeur compt. | Ratio d'endet. | Cours cible | | | |
|---|---------------|----|-----------------|------------------|------------|--------------------------|------------|--------|------|------|------|-------------|---------|---------|----------|------|---------------|----------------|-------------|-----|---------|---|
| | | | | | | | (A) | est. | est. | Ex1 | Ex2 | (A) | est. | est. | Ex1 | Ex2 | | | Ex1 | Ex2 | 12 mois | Δ |
| | | | | | | | Dernier Ex | Ex1 | Ex2 | | | Dernier Ex | Ex1 | Ex2 | | | | | | | | |
| Radiodiffusion et divertissement | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Cineplex Inc. | CGX | RS | 818 | 63.4 | 12.91 | 12/2021 | (3.93) | 0.51 | 2.02 | 25.1 | 6.4 | -84.3 | 160.1 | 245.1 | 9.6 | 5.7 | -4.11 | 1.52 | 19.00 | | | |
| Corus Entertainment Inc. | CJR.b | RS | 924 | 206.8 | 4.47 | 08/2021 | 0.88 | 0.79 | 0.88 | 5.6 | 5.1 | 524.6 | 496.9 | 514.7 | 4.8 | 4.3 | 5.53 | 0.54 | 6.50 | | | |
| WildBrain Ltd. | WILD | RS | 438 | 173.0 | 2.53 | 06/2021 | (0.07) | 0.03 | 0.16 | 87.8 | 15.5 | 83.1 | 92.6 | 107.2 | 9.7 | 8.0 | 0.41 | 0.86 | 5.00 | | | |
| Spin Master Corp. | TOY | RS | 4,646 | 102.8 | 45.19 | 12/2021 | 2.10 | 2.38 | 2.52 | 15.1 | 14.2 | 414.1 | 436.0 | 446.7 | 6.7 | 5.9 | 10.77 | -0.80 | 66.00 | | | |
| Stingray Group Inc. | RAY.a | RS | 480 | 70.1 | 6.84 | 03/2021 | 0.85 | 0.83 | 0.96 | 8.3 | 7.1 | 114.3 | 103.4 | 122.4 | 8.2 | 7.1 | 4.00 | 0.63 | 8.50 | | | |
| TVA Group Inc. | TVA.b | RM | 144 | 43.2 | 3.34 | 12/2021 | 0.79 | 0.50 | 0.79 | 6.7 | 4.2 | 80.3 | 61.1 | 76.7 | 2.7 | 2.0 | 8.72 | 0.08 | 3.50 | | | |
| Impression et édition | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| CCL Industries Inc.* | CCL.b | RS | 10,840 | 178.5 | 60.72 | 12/2021 | 3.37 | 3.54 | 3.90 | 17.2 | 15.6 | 1173.1 | 1275.9 | 1360.8 | 9.4 | 8.4 | 21.02 | 0.28 | 79.00 | | | |
| Thomson Reuters Corp. | TRI | RS | 60,867 | 486.2 | 125.19 | 12/2021 | 1.95 | 2.38 | 3.40 | 41.7 | 29.1 | 1970.0 | 2328.2 | 2818.0 | 21.9 | 17.7 | 30.08 | 0.18 | 162.00 | | | |
| Transcontinental Inc. | TCL.a | RS | 1,402 | 86.9 | 16.14 | 10/2021 | 2.37 | 2.23 | 2.48 | 7.2 | 6.5 | 454.9 | 441.4 | 464.4 | 5.3 | 4.7 | 20.61 | 0.37 | 23.00 | | | |
| Publicité et marketing | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| VerticalScope Holdings Inc. | FORA | RS | 385 | 21.3 | 18.08 | 12/2021 | (0.59) | (0.12) | 0.93 | NM | 19.5 | 29.0 | 41.9 | 56.6 | 8.7 | 7.0 | 4.10 | 0.41 | 34.00 | | | |
| Yellow Pages Ltd. | Y | RM | 389 | 27.7 | 14.05 | 12/2021 | 3.02 | 2.03 | 1.89 | 6.9 | 7.4 | 102.0 | 93.2 | 85.5 | 2.7 | 2.6 | NM | -0.41 | 15.00 | | | |
| Télécommunications | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| BCE Inc. | BCE | RS | 62,832 | 911.8 | 68.91 | 12/2021 | 3.19 | 3.36 | 3.60 | 20.5 | 19.2 | 9893.0 | 10305.2 | 10644.3 | 9.2 | 8.9 | 21.48 | 0.40 | 71.00 | | | |
| Cogeco Communications Inc. | CCA | RS | 4,882 | 46.4 | 105.25 | 08/2021 | 8.43 | 9.07 | 9.94 | 11.6 | 10.6 | 1205.7 | 1380.2 | 1425.4 | 6.3 | 6.0 | 63.69 | 0.60 | 141.00 | | | |
| Quebecor Inc. | QBR.b | RM | ↓ 6,865 | 239.2 | 28.70 | 12/2021 | 2.52 | 2.75 | 2.91 | 10.4 | 9.8 | 1973.2 | 1986.6 | 2059.1 | 6.6 | 6.1 | 5.59 | 0.83 | 32.00 | | | |
| Rogers Communications Inc. | RCL.b | RS | 32,754 | 504.9 | 64.87 | 12/2021 | 3.56 | 4.06 | 5.06 | 16.0 | 12.8 | 5887.0 | 8605.2 | 9229.9 | 7.9 | 7.5 | 22.01 | 0.36 | 83.00 | | | |
| Shaw Communications | SJR.b | RS | ↑ 17,956 | 501.0 | 35.84 | 08/2021 | 1.60 | 1.56 | 1.57 | 22.9 | 22.8 | 2500.0 | 2537.1 | 2547.3 | 9.2 | 8.8 | 12.38 | 0.48 | 40.50 | | | |
| Telus Corp. | T | RS | 43,550 | 1376.0 | 31.65 | 12/2021 | 1.23 | 1.13 | 1.33 | 28.0 | 23.9 | 6290.0 | 6420.1 | 6977.9 | 10.2 | 9.2 | 11.92 | 0.58 | 36.00 | | | |

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

Source: Bloomberg, Refinitiv et Estimations FBN

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

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

- › TFI International
- › CAE
- › Exchange Income

Un examen approfondi de la durabilité dans le secteur de l'aviation

Alors que les secteurs du transport aérien et de l'aviation commerciale se relèvent après la pandémie, nous pensons que la décarbonation du transport aérien deviendra un sujet de plus en plus important pour les investisseurs. Le transport aérien est considéré comme un secteur industriel « difficile à alléger » en raison de sa forte dépendance à l'égard de grandes quantités de combustibles fossiles et des rares alternatives actuellement envisageables. Dans un rapport thématique publié récemment, nous examinons les différentes initiatives de décarbonation, les voies les plus plausibles pour atteindre les objectifs climatiques et les implications potentielles pour les titres que nous couvrons dans le secteur de l'aviation, notamment **Air Canada (Rendement supérieur, cours cible de \$31.00)**, **Transat A.T. (Rendement inférieur, cours cible de \$4.00)** et **Bombardier (Rendement supérieur, cours cible de \$2.65)**.

▶ La décarbonation du secteur de l'aviation est un impératif commercial.

Le secteur de l'aviation ne représente que 2.1% du total des émissions de carbone dans le monde et, en comptant l'impact des traînées de condensation des aéronefs, il contribue au réchauffement climatique à hauteur de 3.5%. Cependant, il devient impératif pour le secteur d'atténuer son impact sur le climat. Par exemple, la réduction des voyages d'affaires en avion est devenue un élément clé facilitant la poursuite des objectifs ESG pour de nombreuses entreprises, et les voyageurs d'agrément tiennent de plus en plus compte de leur empreinte environnementale dans leurs décisions de voyage. La hausse des taxes carbone sur le kérosène traditionnel et d'autres politiques gouvernementales visant spécifiquement à limiter la croissance des émissions de carbone liées à l'aviation représentent des risques supplémentaires. C'est pourquoi le secteur de l'aviation et ses partenaires doivent réaliser des progrès tangibles vers l'objectif de zéro émission nette pour 2050.

▶ L'industrie aéronautique a fait ses preuves en matière d'amélioration du rendement énergétique.

Grâce aux progrès de la technologie des moteurs et aux améliorations aérodynamiques, les avions commerciaux sont aujourd'hui 80% plus économes en carburant qu'ils ne l'étaient dans les années 1960. À mesure que les compagnies aériennes prennent livraison d'appareils plus économes en carburant, leur empreinte carbone ne fera que baisser au cours des prochaines années. L'industrie aéronautique investit également dans des améliorations technologiques qui réduiront encore davantage les émissions de carbone. En outre, le secteur réalise d'importants investissements dans le développement de systèmes de propulsion à batterie électrique ou à hydrogène qui pourraient être utilisés sur de petits avions assurant de courtes liaisons.

▶ Les carburants d'aviation durables (SAF), la voie la plus évidente vers la décarbonation. Selon

Selon nous, le secteur de l'aviation et l'aéronautique ne pourra atteindre les objectifs de zéro émission d'ici 2050 qu'en adoptant largement les carburants d'aviation durables (SAF). En effet, l'IATA estime que l'utilisation des SAF neutres en carbone devra représenter 65% de la réduction totale des émissions de carbone pour que l'industrie aéronautique atteigne l'objectif de zéro émission d'ici 2050. Les SAF apparaissent comme la solution incontournable, car ils peuvent être utilisés avec la technologie des moteurs et l'infrastructure des carburants existante et peuvent être intégrés progressivement dans l'approvisionnement en kérosène à mesure que la production augmente. Les SAF sont également la seule solution pratique pour alimenter les gros porteurs sur les vols long-courriers. Cependant, la principale difficulté est que la production mondiale actuelle de SAF n'est que d'environ 100 millions de litres par an, contre les 449 milliards qui seront nécessaires d'ici 2050. Dans l'univers des titres que nous couvrons, Air Canada, Transat et Bombardier se sont tous engagés à utiliser de plus en plus les SAF dans leurs activités, présentant cette initiative comme l'un des éléments clés de leurs efforts de durabilité.

Transport et produits industriels

| | Symb. | Cote du titre | Actions e.c. (M) | Cours 5-31 | Cap. bours. (M) | Dernier exercice déclaré | BPA | | | C/B | | BAIIA | | | VE/BAIIA | | Ratio d'endet. | Cours cible | |
|-----------------------------|-------|---------------|------------------------|---------------|-----------------------|--------------------------------|------------|--------|-------|-------|-------|-----------|------|-------|----------|-------|-------------------|----------------|---|
| | | | | | | | (A) | est. | est. | Ex1 | Ex2 | (A) | est. | est. | Ex1 | Ex2 | | 12 mois | Δ |
| | | | | | | | Dernier Ex | Ex1 | Ex2 | Ex1 | Ex2 | Denier Ex | Ex1 | Ex2 | Ex1 | Ex2 | | | |
| Air Canada | AC | RS | 358 | 22.19 | 7,943 | 12/2021 | -10.25 | -3.46 | 0.82 | NA | 27.1x | (1464) | 1258 | 2764 | 12.4x | 5.6x | 108% | 31.00 | |
| Bombardier Inc. | BBD.b | RS | 2378 | 1.19 | 2,830 | 12/2021 | -u0.08 | -u0.08 | u0.03 | NA | 39.7x | u641 | u847 | u1065 | 9.2x | 7.4x | na | 2.65 | |
| BRP Inc. | DOO | RS | 84 | 98.32 | 8,285 | 01/2022 | 9.92 | 10.80 | 11.32 | 9.1x | 8.7x | 1462 | 1624 | 1691 | 6.5x | 6.2x | 107% | 136.00 | |
| CAE Inc. | CAE | RS | 319 | 31.59 | 10,068 | 03/2022 | 0.74 | 1.16 | 1.52 | 27.3x | 20.8x | 723 | 977 | 1141 | 17.0x | 10.8x | 36% | 44.00 | |
| Canadian National Rail | CNR | RM | 700 | 143.82 | 100,703 | 12/2021 | 5.95 | 6.82 | 7.66 | 21.1x | 18.8x | 9.81 | 9.00 | 10.90 | 14.1x | 12.9x | 38% | 168.00 | |
| Canadian Pacific Rail | CP | RM | 933 | 90.25 | 84,176 | 12/2021 | 3.76 | 3.27 | 4.65 | 27.6x | 19.4x | 5.41 | 3.60 | 6.44 | 25.2x | 14.0x | 37% | 98.00 | |
| Cargojet Inc. | CJT | RM | 17 | 148.83 | 2,578 | 12/2021 | 9.36 | 8.29 | 8.43 | 18.0x | 17.6x | 293 | 358 | 375 | 8.2x | 7.8x | 36% | 185.00 | ↓ |
| Chorus Aviation Inc. | CHR | RS | 203 | 4.04 | 820 | 12/2021 | 0.37 | 0.51 | 0.61 | 7.9x | 6.6x | 272 | 443 | 516 | 5.7x | 4.9x | 70% | 5.50 | ↑ |
| Exchange Income Corporation | EIF | RS | 40 | 47.01 | 1,864 | 12/2021 | 2.26 | 2.33 | 3.34 | 20.2x | 14.1x | 330 | 407 | 501 | 7.8x | 6.4x | 62% | 59.00 | ↑ |
| Héroux-Devtek Inc. | HRX | RS | 36 | 15.91 | 574 | 03/2022 | 0.95 | 0.89 | 1.16 | 17.9x | 13.7x | 83 | 90 | 102 | 8.1x | 7.1x | 28% | 25.00 | ↓ |
| NFI Group Inc. | NFI | RM | 77 | 12.10 | 933 | 12/2020 | -u0.17 | -u1.29 | u0.41 | na | 23.6x | 164 | 16 | 200 | 111.6x | 8.8x | 48% | 14.00 | ↓ |
| Taiga Motors Corp. | TAIG | RS | 31 | 4.16 | 131 | 12/2021 | -5.72 | -1.23 | -1.66 | NA | NA | (22) | (35) | (23) | na | na | na | 9.00 | ↓ |
| Transat A.T. Inc. | TRZ | RI | 38 | 4.11 | 155 | 10/2021 | -11.83 | -5.28 | -1.07 | NA | NA | (214) | 9 | 195 | 155.6x | 7.2x | NA | 4.00 | |
| TFI International Inc. | TFII | RS | 92 | 103.87 | 9,553 | 12/2021 | u5.23 | u6.54 | u7.15 | 12.5x | 11.5x | 1051 | 1303 | 1396 | 7.4x | 6.9x | 48% | 146.00 | ↑ |

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

u = dollars US

Source: Rapports des sociétés, Refinitiv, FBN

Liste alphabétique des sociétés

| | | | | | | | | | | | | | | |
|-------------------------------------|--------|----|---------------------------------|---------|----|-----------------------------------|--------|----|--|--------|----|----------------------------------|--------|----|
| SN Plus | VNP | 66 | CCL Industries Inc.* | CCLb | 68 | Freehold Royalties | FRU | 51 | Newmont | NGT | 49 | Surge Energy | SGY | 51 |
| ABC Technologies | ABCT | 55 | Cenovus Energy | CVE | 51 | G Mining Ventures | GMIN | 49 | Next Hydrogen Solutions Inc. | NXH | 66 | Taiga Motors Corp. | TAIG | 70 |
| AbraSilver Resource Corp | ABRA | 49 | Centerra Gold Inc | CG | 49 | GDI Integrated Facility Services | GDI | 62 | Nexus Industrial REIT | NXR.un | 45 | Tamarack Valley Energy | TVE | 51 |
| Advantage Oil & Gas | AAV | 51 | CES Energy Solutions Corp. | CEU | 60 | GFL Environmental Inc. | GFL | 66 | NFI Group Inc. | NFI | 70 | Tasako Mines | TKO | 47 |
| Adventus Mining | ADZN | 47 | CGI Inc. | GIB.A | 64 | Gibson Energy | GEI | 53 | North American Construction Group Ltd. | NOA | 55 | TC Energy Corp. | TRP | 53 |
| Aecon Group | ARE | 55 | Chartwell Retirement Residences | CSH.un | 45 | Gildan | GIL | 41 | Northland Power | NPI | 66 | Teck Resources | TECKb | 47 |
| Ag Growth International Inc. | AFN | 60 | Chemtrade Logistics Income Fund | CHEJUN | 57 | goeasy | GSY | 59 | NorthWest H.P. REIT | NWH.un | 45 | Tecsys Inc | TCS | 64 |
| Agnico-Eagle Mines Ltd | AEM | 49 | Choice Properties REIT | CHP.un | 45 | Gold Standard Ventures Corp. | GSV | 49 | Nuvei Corporation | NVEI | 64 | Telus Corp. | T | 68 |
| Air Canada | AC | 70 | Chorus Aviation Inc. | CHR | 70 | good natured Products Inc. | GDNP | 60 | NuVista Energy | NVA | 51 | Telus International | TIXT | 64 |
| Akumid | AKU | 57 | CIBC | CM | 40 | Goodfood Market | FOOD | 41 | O3 Mining Inc. | OIII | 49 | TFI International Inc. | TFI | 70 |
| Alamos Gold Inc | AGI | 49 | Cineplex Inc. | CGX | 68 | Granite REIT | GRT.un | 45 | OceanaGold Corp | OGC | 49 | The Lion Electric Company | LEV | 66 |
| Alaris Equity Partners Income Trust | AD | 62 | Cogeco Communications Inc. | CCA | 68 | Great-West Lifeco | GWFO | 40 | Open Text Corporation | OTEX | 64 | Theratechnologies | TH | 57 |
| Algonquin Power | AGN | 66 | Colliers International | CIGI | 55 | Green Impact Partners | GIP | 51 | Osisko Development | ODV | 49 | Thinkific Labs Inc. | THNC | 64 |
| Alio Gold Inc. | ALO | 49 | Constellation Software Inc. | CSU | 64 | H&R REIT | HR.un | 45 | Osisko Gold Royalties Ltd | OR | 49 | Thomson Reuters Corp. | TRI | 68 |
| Allied Properties REIT | AP.un | 45 | Converge Technology Solutions | CTS | 64 | H2O Innovation | HEO | 57 | Osisko Mining | OSK | 49 | Tidewater Midstream | TWM | 53 |
| AltaGas | ALA | 53 | Copper Mountain Mining | CMMC | 47 | Hardwoods Distribution | HDI | 62 | Ovintiv Inc (US\$) | OVV | 51 | Tidewater Renewables | LCFS | 51 |
| Altius Renewable Royalties Corp | ARR | 66 | Copperleaf Technologies | CPLF | 64 | Headwater Exploration | HWX | 51 | Pan American Silver | PAAS | 49 | Timbercreek Financial | TF | 59 |
| Altus Group Limited | AIF | 64 | Corus Entertainment Inc. | CJR.b | 68 | Héroux-Devtek Inc. | HRX | 70 | Paramount Resources | POU | 51 | TMX Group | X | 59 |
| American Hotel Income Properties | HOT.un | 45 | Couche Tard | ATD.b | 41 | Home Capital Group | HCG | 59 | Park Lawn Corporation | PLC | 62 | Topaz Energy | TPZ | 51 |
| Anoergia | ANRG | 51 | Coveo Solutions Inc. | CVO | 64 | Hudbay Minerals | HBM | 47 | Parkland Fuel Corporation | PKI | 41 | Torex Gold Resources Inc | TXG | 49 |
| Andauer Healthcare Group | AND | 57 | Crescent Point Energy Corp. | CPG | 51 | Hydro One Ltd. | H | 53 | Pason Systems Corp. | PSI | 60 | Toromont Industries Ltd. | TIH | 55 |
| ARC Resources Ltd. | ARX | 51 | Crew Energy | CR | 51 | iA Groupe Financier | IAG | 40 | Pembina Pipelines | PPL | 53 | Tourmaline Oil | TOU | 51 |
| Argonaut Gold Inc. | AR | 49 | Crombie REIT | CRR.un | 45 | IAMGOLD Corp | IMG | 49 | Pet Valu | PET | 41 | TransAlta | TA | 53 |
| Artemis Gold Inc. | ARTG | 49 | CT REIT | CRT.un | 45 | IBI Group Inc. | IBG | 55 | Peyto Exploration & Development | PEY | 51 | TransAlta Renewables | RNW | 66 |
| Artis REIT | AX.un | 45 | D2L Inc. | DTOL | 64 | IGM Financial Inc. | IGM | 59 | Pipestone Energy | PIPE | 51 | Transat A.T. Inc. | TRZ | 70 |
| ATCO Ltd. | ACO | 53 | Definity Financial Corp. | DFY | 59 | Imperial Oil | IMO | 51 | Pivotree Inc. | PVT | 64 | Transcontinental Inc. | TCLa | 68 |
| ATS Automation | ATA | 55 | Dexterra Group Inc. | DXT | 62 | Inergerx | INE | 66 | Power Corporation of Canada | POW | 59 | Trevali Mining | TV | 47 |
| AuRico Metals Inc | AMI.TO | 49 | Dialogue Health Technologies | CARE | 57 | Inovalis REIT | INO.un | 45 | PrairieSky Royalty | PSK | 51 | Trican Well Services | TCW | 51 |
| AutoCanada | ACQ | 55 | DIRTT Environmental Solutions | DRT | 66 | Intact Financial Corp. | IFC | 59 | Precision Drilling Corp. | PD | 51 | Tricon Capital Group | TCN | 45 |
| Automotive Properties REIT | APR.un | 45 | Docebo Inc. | DCBO | 64 | Integra Resources Corp. | ITR | 49 | Premium Brands Holdings | PBH | 41 | Trilogy Metals | TMQ | 47 |
| Aya Gold and Silver | AYA | 49 | Dollarama | DOL | 41 | InterRent REIT | IIP.un | 45 | Pretium Resources | PVG | 49 | Triple Flag Precious Metals Corp | TFPM | 49 |
| B2Gold | BTO | 49 | Doman Building Materials | DBM | 62 | Intertape Polymer Group Inc. | ITP | 62 | Pure Gold Mining Inc. | PGM | 49 | Trisura Group Ltd. | TSU | 59 |
| Ballard Power Systems | BLDP | 66 | DREAM Industrial REIT | DIR.un | 45 | Invesque | IVGU | 45 | Q4 Inc. | QFOR | 64 | True North Commercial REIT | TNT.un | 45 |
| Banque Canadienne de l'Ouest | CWB | 40 | DREAM Office REIT | Dun | 45 | Jamieson Wellness | JWEL | 57 | Quebecor Inc. | QBR.b | 68 | TVA Group Inc. | TVA.b | 68 |
| Banque de Montréal | BMO | 40 | DRI Healthcare Trust | DHT.LUT | 57 | K92 Mining Inc. | KNT | 49 | Real Matters Inc. | REAL | 64 | Uni-Select | UNS | 62 |
| Banque Laurentienne | LB | 40 | Dundee Precious Metals | DPM | 49 | K-Bro Linen | KBL | 57 | Richelleu Hardware | RCH | 62 | Vermilion Energy Inc. | VET | 51 |
| Banque Nationale | NA | 40 | E Automotive Inc. | EINC | 64 | Keit Exploration | KEL | 51 | RioCan REIT | REI.un | 45 | VerticalScope Holdings Inc. | FORA | 68 |
| Banque Royale du Canada | RY | 40 | ECN Capital | ECN | 59 | Keyera | KEY | 53 | Ritchie Bros. Auctioneers | RBA | 55 | Wesdome Corp. | WDO | 49 |
| Banque Scotia | BNS | 40 | Eldorado Gold Corp | ELD | 49 | Killam Apartment REIT | KMP.un | 45 | Rogers Communications Inc. | RCL.b | 68 | Wheaton Precious Metals Corp | WPM | 49 |
| Banque Toronto-Dominion | TD | 40 | Element Fleet Management | EFN | 59 | Kinaxis Inc. | KXS | 64 | Rogers Sugar | RSI | 57 | Whitecap Resources | WCP | 51 |
| Barrick Gold | ABX | 49 | Emera Inc. | EMA | 53 | Kinross Gold Corp | K | 49 | Royal Gold Inc | RGLD | 49 | WildBrain Ltd. | WILD | 68 |
| Barsele Minerals Corp. | BME | 49 | Empire Company | EMPa | 41 | Knight Therapeutics | GUD | 57 | Sabina Gold and Silver Corp. | SBB | 49 | WSP Global | WSP | 55 |
| Baytex Energy | BTE | 51 | Enbridge Inc. | ENB | 53 | KP Tissue | KPT | 62 | Sandstorm Gold Ltd | SSL | 49 | Xebec Adsorption | XBC | 66 |
| BCE Inc. | BCE | 68 | Endeavour Mining | EDV | 49 | Lassonde | LAS.a | 41 | Saputo | SAP | 41 | Yamana Gold Inc | YRI | 49 |
| Birchcliff Energy | BIR | 51 | Enerflex Ltd. | EFX | 60 | Liberty Gold Corp | LGD | 49 | Savaria Corporation | SIS | 62 | Yangarra Resources | YGR | 51 |
| Bird Construction Inc. | BDT | 55 | Enerplus Corporation (\$US) | ERF | 51 | LifeWorks Inc. | LWRK | 59 | Secure Energy | SES | 53 | Yellow Pages Ltd. | Y | 68 |
| Blackline Safety Corp. | BLN | 64 | Equinox Gold Corp | EQX | 49 | Lightspeed Commerce Inc. | LSPD | 64 | Shaw Communications | SJR.b | 68 | | | |
| Bluestone Resources Inc. | BSR | 49 | Equitable Group | EQB | 59 | Lithium Americas | LAC | 47 | Shawcor Ltd. | SCL | 60 | | | |
| Boardwalk REIT | BEL.un | 45 | ERES REIT | ERE.un | 45 | Loblaw | L | 41 | Sherritt International | S | 47 | | | |
| Bombardier Inc. | BBD.b | 70 | Ero Copper | ERO | 47 | Loop Energy Inc | LPEN | 66 | Shopify Inc. | SHOP | 64 | | | |
| Boralex | BLX | 66 | Exchange Income Corporation | EIF | 70 | Lucero | LOU | 51 | Sienna Senior Living | SIA | 45 | | | |
| Boyd Group Services Inc. | BYD | 62 | Extencicare | EXE | 45 | Lundin Gold Inc. | LUG | 49 | Sigma Lithium | SGML | 47 | | | |
| Brookfield Business Partners | BBU | 59 | Fairfax Financial Holdings | FFH | 59 | Lundin Mining | LUN | 47 | Slate Office REIT | SOT.un | 45 | | | |
| Brookfield Infrastructure | BIP | 53 | Falco Resources Ltd. | FPC | 49 | MAG Silver Corp | MAG | 49 | Sleep Country Canada | ZZZ | 41 | | | |
| Brookfield Renewable | BEP | 66 | Farmers Edge Inc. | FDGE | 64 | Magnet Forensics Inc. | MAGT | 64 | SmartCentres REIT | SRU.un | 45 | | | |
| BRP Inc. | DOO | 70 | Fiera Capital Corp. | FSZ | 59 | Marathon Gold Corp. | MOZ | 49 | SNC-Lavalin | SNC | 55 | | | |
| BSR REIT | HOM.un | 45 | Filo Mining | FIL | 47 | Maverix Metals Inc | MMX | 49 | Softchoice Corp | SFTC | 64 | | | |
| BTB REIT | BTB.un | 45 | Financière Manuvie | MFC | 40 | mfc commerce inc. | MDF | 64 | Solaris Resources | SLS.TO | 47 | | | |
| CAE Inc. | CAE | 70 | Financière Sun Life | SLF | 40 | Medical Facilities Corp. | DR | 57 | Spartan Delta | SDE | 51 | | | |
| Canadian National Rail | CNR | 70 | Finning International Inc. | FTT | 55 | MEG Energy | MEG | 51 | Spin Master Corp. | TOY | 68 | | | |
| Canadian Natural Resources | CNQ | 51 | First Capital REIT | FCR | 45 | Metro | MRU | 41 | SSR Mining Inc | SSRM | 49 | | | |
| Canadian Pacific Rail | CP | 70 | First Majestic Silver Corp | FR | 49 | Minera Alamos Inc. | MAI | 49 | Stantec Inc. | STN | 55 | | | |
| Canadian Tire | CTC.a | 41 | First National Financial | FN | 59 | Minto Apartment REIT | MLun | 45 | Stelco | STLC | 55 | | | |
| Canadian Utilities | CU | 53 | First Quantum Minerals | FM | 47 | MTY Food Group | MTY | 41 | Stella-Jones | SJ | 55 | | | |
| CAP REIT | CAR.un | 45 | Flagship Communities REIT | MHCu.TO | 45 | Mullen Group Ltd. | MTL | 60 | Stingray Group Inc. | RAY.a | 68 | | | |
| Capital Power | CPX | 53 | Foran Mining | FOM.V | 47 | NanoXplore | GRA | 66 | StorageVault Canada | SVL.V | 45 | | | |
| Capstone Copper | CS | 47 | Fortis Inc. | FTS | 53 | National Energy Services Reunited | NESR | 51 | Summit Industrial | SMU.un | 45 | | | |
| Cargojet Inc. | CJT | 70 | Fortuna Silver Mines Inc | FVI | 49 | Neighbourly Pharmacy Inc. | NBLV | 62 | Suncor Energy | SU | 51 | | | |
| Cascades | CAS | 62 | Franco-Nevada Corp | FNV | 49 | New Gold Inc | NGD | 49 | Superior Plus | SPB | 53 | | | |

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 • 201-975 rue Principale, Granby, QC, J2G 2Z5 • 450-378-0442
Halifax • Purdy's Wharf Tower II, 1969 Upper Water Street, Suite 1601, Halifax, NS, B3J 3R7 • 902-496-7700
Halifax-Spring Garden • 400-5657 Spring Garden Road, Parklane Terraces, Halifax, NS, B3J 3R4 • 902-425-1283
Joliette • 40, rue Gauthier Sud, Bureau 3500, Joliette, QC, J6E 4J4 • 450-760-9595
Kelowna • 1631 Dickson Ave. Suite 1710, Landmark 6, Kelowna, BC, V1Y 0B5 • 250-717-5510
Lac-Mégantic • 3956, rue Laval, suite 100, QC, G6B 2W9 • 819-583-6035
Laval • 2500, boulevard Daniel Johnson, Bureau 610, Laval, QC, H7T 2P6 • 450-686-5700
Lethbridge • 404, 6th Street South, Lethbridge, AB, T1J 2C9 • 403-388-1900
Lévis • 1550, boulevard Alphonse-Desjardins, Bureau 110, Lévis, QC, G6V 0G8 • 418-838-0456
London Pall Mall • 256 Pall Mall Street, Suite 201, London, ON, N6A 5P6 • 519-439-6228
London-City Centre • 802-380 Wellington Street, London, ON, N6A 5B5 • 519-646-5711
Magog • 916, rue Principale Ouest, Magog, QC, J1X 2B7 • 819-868-0227
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-Calixte, Plessisville, QC, G6L 1R2 • 819-362-6000
Kirkland • 16,766 Route Transcanadienne, bureau 503, Kirkland, QC, H9H 4M7 • 514-426-2522
PVM Montréal • 1, Place Ville-Marie, Bureau 1700, Montréal, QC, H3B 2C1 • 514-879-5200
Québec • 500, Grande-Allée Est, Bureau 400, Québec, Qc, G1R 2J7 • 418-649-2525
Québec - Sainte-Foy • Place de la Cité, 2600, boulevard Laurier, Bureau 700, Québec, QC, G1V 4W2 • 418-654-2323
Red Deer • 4719 48th Avenue, Suite 200, Red Deer, AB, T4N 3T1 • 403-348-2600
Regina • 2075, Prince Of Wales Drive, Suite 305, Regina, SK, S4V 3A3 • 306-781-0500

Repentigny • 534, rue Notre-Dame, Bureau 201, Repentigny, QC, J6A 2T8 • 450-582-7001
Richmond • 135-8010 Saba Road, Richmond, BC, V6Y 4B2 • 604-658-8050
Richmond Hill • 9130 Leslie Street, Suite 200, Richmond Hill, ON, L4B 0B9 • 416-753-4016
Rimouski • 127, boulevard René-Lepage Est, Bureau 100, Rimouski, QC, G5L 1P1 • 418-721-6767
Rivière-du-Loup • 10, rue Beaubien, Rivière-du-Loup, QC, G5R 1H7 • 418-867-7900
Rouyn-Noranda • 104, 8^e rue, Rouyn-Noranda, QC, J9X 2A6 • 819-762-4347
Saint John • 69 King Street, 2nd floor, St-John, NB, E2L 2B1 • 506-642-1740
Sainte-Marie-de-Beauce • 249, Du Collège, Bureau 100, Ste-Marie, QC, G6E 3Y1 • 418-387-8155
Saint-Félicien • 1120, boulevard Sacré-Coeur, 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
Theford Mines • 222, boulevard Frontenac Ouest, bureau 107, Theford Mines, QC, G6G 6N7 • 418-338-6183
Thunder Bay • 979, Alloy Dr, Suite 104, Thunder Bay, ON, P7B 5Z8 • 807-683-1777
Toronto 1 • Exchange Tower, 130 King Street West, Suite 3200, Toronto, ON, M5X 1J9 • 416-869-3707
Toronto Midtown • 22 St. Clair Ave East, suite 1202, Toronto, ON, M4T 2S5 • 416-507-8870
Trois-Rivières • 7200, rue Marion, Trois-Rivières, QC, G9A 0A5 • 819-379-0000
Val d'Or • 840, 3^e avenue, Val d'Or, QC, J9P 1T1 • 819-824-3687
Valleyfield • 1356, boulevard Monseigneur-Langlois, Valleyfield, QC, J6S 1E3 • 450-370-4656
Vancouver - PB1859 • 1076 Alberni Street, Suite 201, Vancouver, BC, V6A 1A3 • 778-783-6420
Vancouver 1 • 475 Howe Street, Suite 3000, Vancouver, BC, V6C 2B3 • 604-623-6777
Victoria • 700-737 Yates Street, Victoria, BC, V8W 1L6 • 250-953-8400
Victoriaville • 650, boulevard Jutras Est, Bureau 150, Victoriaville, QC, G6S 1E1 • 819-758-3191
Waterloo • 180 King Street South, Suite 701, Waterloo, ON, N2J 1P8 • 519-742-9991
White Rock • 2121 160th Street, Surrey, BC, V3Z 9N6 • 604-541-4925
Windsor • 1 Riverside Drive West, Suite 600, Windsor, ON, N9A 5K3 • 519-258-5810
Winnipeg • 1000-400 St. Mary Avenue, Winnipeg, Manitoba, R3C 4K5 • 204-925-2250
Yorkton • 89 Broadway Street West, Yorkton, SK, S3N 0L9 • 306-782-6450

International

NBF Securities UK

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

New York

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

National Bank of Canada Financial Inc.

New York

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

Membre de

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

Bureaux corporatifs

Montréal Financière Banque Nationale

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

Toronto National Bank Financial

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

Canada (Sans frais)

1 800 361-8838
1 800 361-9522

United States (Sans frais)

1 800 678-7155

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

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

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

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

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

Résidents du Canada : FBN ou ses sociétés affiliées peuvent appliquer toute stratégie de négociation décrite dans les présentes pour leur propre compte ou sur une base discrétionnaire pour le compte de certains clients; elles peuvent, à mesure que les conditions du marché changent, modifier leur stratégie de placement, notamment en procédant à un désinvestissement intégral. Les positions de négociation de FBN et de ses sociétés affiliées peuvent également être contraires aux opinions exprimées dans le présent rapport.

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

FBN est membre du Fonds canadien de protection des épargnants.

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

FBN a approuvé le contenu du présent rapport, dans le cadre de sa distribution à des résidents du Royaume-Uni (notamment pour l'application, au besoin, du paragraphe 21(1) de la Financial Services and Markets Act 2000). Le présent rapport est fourni à titre indicatif seulement et ne constitue en aucun cas une recommandation personnalisée ni des conseils juridiques, fiscaux ou de placement. FBN et sa société mère, ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle, ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des placements ou des placements connexes qui font l'objet du présent rapport, ou ils peuvent avoir détenu de telles participations ou positions. Ces personnes peuvent à tout moment effectuer des ventes ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de 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 subi(e) en vous en fondant sur ces informations.

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

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

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

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



**BANQUE NATIONALE
DU CANADA**

MARCHÉS FINANCIERS