

MARS 2022

# VISI **Mensuel économique et financier** N



**BANQUE NATIONALE  
DU CANADA**

**MARCHÉS FINANCIERS**

# Études financières

## Économie et Stratégie

### Bureau Montréal

**Stéfane Marion** 514 879-3781  
Économiste et stratège en chef

**Matthieu Arseneau** 514 879-2252  
Chef économiste adjoint

**Kyle Dahms** 514 879-3195  
Économiste

**Alexandra Ducharme** 514 412-1865  
Économiste

**Angelo Katsoras** 514 879-6458  
Analyste géopolitique

**Daren King** 514 412-2967  
Économiste

**Jocelyn Paquet** 514 412-3693  
Économiste

### Bureau Toronto

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

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

**Alpa Atha** 416 542-3936  
Économiste, Revenu fixe

## Analyse technique

**Dennis Mark** 416 869-7427

## Banques et assurances

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

## Distribution et produits de consommation

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

## ESG

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

## FNB et produits financiers

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

## Immobilier

**Matt Kornack** 416 507-8104  
Adjoint : Anthony Bogdan 416 869-7935

**Tal Woolley** 416 507-8009  
Adjoint : Ahmed Shethwala 416 507-8102

## Métaux et minerais

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

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

**Michael Parkin** 416 869-6766  
Adjoint : Alessandro Cairo 41 869-8511  
Adjoint : Andrew Dusome 416 507-8177  
Adjoint : Rabi Nizami 416 869-7925

## Pétrole et gaz

### › Moyennes sociétés et services pétroliers

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

### › Grandes capitalisations

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

## Pipelines, services publics et infrastructures

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

## Produits industriels

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

## Santé et biotechnologie

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

## Services financiers diversifiés

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

## Services industriels diversifiés

**Michael Storry-Robertson** 416 507-8007

## Situations spéciales

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

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

## Technologie

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

## Technologies propres et développement durable

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

## Télécommunications et médias

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

## Transport et produits industriels

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

## Administration

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

**Tanya Bouchard** 416 869-7934  
Analyste superviseuse

## Publications

**Vanda Bright** 416 869-7141  
Directrice

**Wayne Chau** 416 869-7140  
Associé publications

## Renseignements

**Giuseppe Saltarelli** 514 879-5357  
[giuseppe.saltarelli@bnc.ca](mailto: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 ...	49
› Recommandations des analystes.....	40
› Liste alphabétique des sociétés .....	69

# Points saillants

## Économie

- Après plusieurs semaines d'incertitude, le président russe Vladimir Poutine a franchi le Rubicon. Le 24 février, il a ordonné à ses troupes d'envahir l'Ukraine, plongeant le monde dans l'une des pires crises depuis la Deuxième Guerre mondiale. Difficile à ce stade de déterminer avec précision l'ampleur du choc sur la croissance mondiale. Elle pourrait être substantielle, particulièrement si les hostilités devaient se poursuivre plusieurs semaines encore, scénario de plus en plus probable. Peu de pays seront épargnés, plusieurs seront ébranlés, à commencer par la Russie qui subit à l'heure actuelle un barrage sans précédent de sanctions économiques. Le reste de la planète subira aussi les contrecoups de la crise par différents canaux. Du côté financier, le recul déjà notable des marchés boursiers pourrait être exacerbé par la radiation forcée des quelques US\$170 milliards d'actifs russes détenus par des investisseurs étrangers. Cela sans compter l'exposition directe de certaines multinationales – notamment des banques européennes – qui détiennent des filiales implantées en Russie. Du côté de l'économie réelle, les consommateurs et les entreprises du monde entier seront touchés par l'augmentation du prix des matières premières et des denrées de base. L'Europe semble particulièrement vulnérable dans ce contexte puisqu'une proportion importante de son électricité est produite à partir de gaz naturel dont les cours ont explosé. La croissance mondiale risque aussi d'être affectée par de nouvelles perturbations des chaînes d'approvisionnement. Conscients de l'augmentation marquée de l'incertitude, nous avons décidé de réviser à la baisse notre scénario de croissance mondiale pour 2022, de 4.0% à 3.8%. Ce changement relativement modeste tient compte de la possibilité d'une paix entre la Russie et l'Ukraine. Évidemment, celle-ci réduirait, sans toutefois éliminer complètement, certains des facteurs de risque mentionnés ci-dessus. Cela dit, plus le conflit s'éternise, plus il est probable que ces risques se concrétisent, causant des dommages permanents à l'économie mondiale. Advenant que les belligérants ne trouvent pas de terrain d'entente, d'autres ajustements à la baisse devront être apportés à notre scénario.
- Comparativement à d'autres régions du monde, les États-Unis semblent relativement bien placés pour faire face aux contrecoups du conflit qui fait rage en Europe de l'Est. Au cours des cinq dernières années, le commerce total de

marchandises du pays réalisé avec la Russie représentait une infime proportion de 0.7%, chiffre qui a fière allure à côté des 4.0% de la zone euro. L'économie américaine était aussi virtuellement indépendante des exportations de produits énergétiques russes avant même que la crise ne commence. Cela dit, l'absence de liens commerciaux d'importance entre les États-Unis et la Russie n'empêchera pas les consommateurs américains de ressentir les effets indirects de la crise. Les produits énergétiques étant échangés sur les marchés mondiaux, la première économie mondiale ne sera pas épargnée par la hausse du prix du pétrole. Mais dans quelle mesure les dépenses des ménages seront-elles touchées? Dans d'autres circonstances, les hausses de prix spécifiquement liées au conflit en Ukraine n'auraient probablement pas été suffisantes pour faire dérailler la consommation. Le problème est que ces hausses surviennent à un moment où l'inflation est déjà extrêmement élevée et la confiance des consommateurs est à son niveau le plus bas en 10 ans. L'économie faisant face à un nombre de défis grandissant, nous avons décidé de maintenir notre estimation de croissance inférieure aux attentes consensuelles pour cette année (+3.1%). Pour l'an prochain, nous entrevoyons une croissance à peu près en ligne avec le potentiel (+2.1%).

- Au Canada, l'évolution de l'inflation de ces derniers mois et le taux de chômage proche de son creux record en février auraient pu amener la Banque du Canada à envisager un processus de normalisation des taux d'intérêt plus rapide qu'elle ne le prévoyait précédemment. Mais en raison des événements géopolitiques qui assombrissent les perspectives, nous croyons qu'elle procédera avec plus de prudence que ne l'anticipe le marché. Ce choc d'offre rognera le pouvoir d'achat des consommateurs et la tension sur les marchés produit déjà des conditions de financement moins avantageuses qu'il y a quelques semaines. Il n'en demeure pas moins que sur une base relative, l'économie demeure bien positionnée. Les consommateurs ont accumulé une épargne excédentaire importante et le marché du travail confortablement au plein emploi pourrait faire en sorte que la consommation soit moins affectée qu'ailleurs. La force du secteur des ressources naturelles pourrait également compenser une partie du choc de la consommation. Malgré notre légère révision à la baisse sur le PIB des prochains trimestres, notre prévision de la croissance économique pour 2022 demeure à 3.6%, le premier trimestre ayant été plus solide que ce que nous anticipions.

## Taux d'intérêt et devise

- À peine émergions-nous d'une nième vague de COVID-19 au début de l'année, qu'une nouvelle ombre est apparue au tableau des perspectives mondiales : l'invasion non provoquée de l'Ukraine par la Russie. La flambée des coûts des matières premières oblige les prévisionnistes, nous y compris, à revoir une fois de plus les prévisions d'inflation à la hausse. À court terme, cette nouvelle tournure des événements n'affectera probablement pas beaucoup la trajectoire des politiques monétaires de la Banque du Canada ou de la Fed. Les taux d'intérêt actuels étant totalement inadaptés, nous nous attendions déjà à ce que les deux banques centrales retirent rapidement les mesures de stimulation monétaires. Mais, au-delà du relèvement des taux directs à 1% d'ici quelques mois, nous concédons que la trajectoire des taux est de moins en moins claire.
- Une résolution à court terme du conflit russo-ukrainien pourrait laisser des cicatrices, mais celles-ci seront plus concentrées en Europe, car la croissance nord-américaine devrait continuer sur sa trajectoire solide sans dérailler. Dans ce scénario, alors que l'inflation reste élevée, une tarification ambitieuse du marché semble un peu plus plausible. Cependant, dans un scénario caractérisé par un conflit prolongé et des prix élevés des matières premières conduisant à une destruction de la demande à la fois en Europe et en Amérique du Nord, les banques centrales se trouveront face à une situation sans issue gagnante. Soit (a) tout mettre en œuvre dans la lutte contre l'inflation (qui serait probablement plus élevée dans ce contexte) et infliger des dommages au PIB et/ou à l'emploi; soit (b) choisir de vivre avec une inflation supérieure aux objectifs et maintenir une politique plus accommodante pour soutenir les perspectives de l'économie réelle. Avec des mandats des banques centrales plus concentrés sur l'emploi que jamais, nous nous attendons à ce que la BdC et la Fed suivent une approche de priorité à la croissance (à supposer que l'inflation ne soit pas encore à la hausse).
- Pour le moment, nous établissons une prévision basée sur un scénario mitoyen : des perspectives de croissance modestement plus faible et des prévisions d'inflation modestement plus élevée à court terme. Une résolution du conflit, même sans qu'elle adienne immédiatement, pourrait lever une part d'incertitude au cours des semaines et des mois à venir. Résultat, notre prévision de base intègre toujours cinq hausses de taux par la BdC et quatre hausses par la Fed en 2022. Nous

# Points saillants

avons remanié techniquement notre trajectoire des hausses de la BdC, prévoyant des tours de vis plus forts au premier semestre de l'année, mais notre penchant à anticiper moins d'augmentations que le marché demeure intact (pour la BdC et pour la Fed). Plus tard dans l'année, à mesure que la croissance baissera de régime pour revenir à son potentiel et que l'inflation se dissipera, le rythme de la normalisation des taux devrait ralentir. Cependant, cela ne signifie pas nécessairement que le cycle de resserrement sera terminé puisque tant la BdC que la Fed mettront en œuvre leur autre outil de politique monétaire : le resserrement quantitatif.

› Le dollar canadien s'est relativement bien tenu face à l'USD et à la plupart des autres monnaies depuis l'invasion de l'Ukraine par la Russie, mais sa performance a déçu les attentes. Qu'est-ce qui pourrait être la force motrice propulsant une appréciation importante du CAD? La diminution des tensions en Ukraine aiderait assurément. Une autre solution, « fabriquée au Canada », serait que le gouvernement fédéral réévalue sa position sur la production intérieure de combustibles fossiles dans la foulée de la crise ukrainienne. Le prochain budget fédéral pourrait être positif pour le CAD si Ottawa dévoilait un programme ambitieux pour encourager le captage, l'utilisation et le stockage du carbone.

## Répartition des actifs et marché boursier

› Les dernières semaines ont été extrêmement volatiles pour les marchés financiers mondiaux depuis l'invasion majeure de l'Ukraine par la Russie qui a pris le monde par surprise le 24 février. Au moment de rédiger ces notes, l'indice MSCI Monde (tous pays) est descendu à près de 12% sous son point culminant antérieur. L'indice S&P/TSX est encore en expansion depuis le début de l'année.

› À mesure que le conflit s'intensifie et comme les économies occidentales envisagent de se détourner du pétrole de la Russie, qui en est le plus grand producteur au monde, le prix du brut a grimpé en flèche. Le resserrement monétaire attendu aux États-Unis à un moment où les prix de l'énergie s'envolent a ravivé les craintes de la stagflation. Sommes-nous à la veille d'une réédition des années 1970? Espérons que non, car cela n'aurait rien pour enchanter les investisseurs, les deux chocs de l'époque s'étant soldés par des récessions.

› Les récessions des années 1970 peuvent être attribuées à la politique monétaire. La Réserve fédérale avait en

effet déjà adopté des mesures restrictives, comme en atteste l'inversion de la courbe des taux obligataires, avant les chocs pétroliers de 1973-1974 et 1978-1979. Comment le contexte actuel se compare-t-il à ces deux événements des années 1970? Cette fois-ci, la montée en flèche du prix du pétrole a eu lieu avant que la Fed n'ait même amorcé sa campagne de retrait de la détente et la courbe des taux n'est pas inversée.

› Avec une hausse des taux d'intérêt par la Réserve fédérale américaine quasiment certaine en mars, la courbe des taux devrait s'aplatir. La question est de savoir combien il faudra de temps à la courbe pour franchir des niveaux clés. L'évaluation ambitieuse du marché de 6 ou 7 hausses de taux au cours de cette année pourrait nous y amener rapidement. Mais, à notre avis, ces attentes sont trop fortes.

› Néanmoins, nous ajustons nos recommandations de répartition des actifs pour refléter le conflit militaire en Ukraine et

les perspectives plus incertaines de l'économie mondiale dans le contexte d'une flambée des prix des produits alimentaires et de l'énergie. Nos prévisions de base ne reflètent pas une situation de stagflation, mais la probabilité d'une telle issue a nettement augmenté. Nous réduisons donc notre exposition aux actions mondiales en diminuant notre position dans les marchés émergents de 2 points pour augmenter notre pondération en liquidités.

› Nous gardons confiance dans notre recommandation de pondération supérieure à l'indice de référence des actions canadiennes, car nous pensons que les producteurs canadiens d'énergie pourraient encore mieux tirer leur épingle du jeu si Ottawa réévaluait sa position sur la production de combustibles fossiles dans le sillage de la crise ukrainienne. Le prochain budget fédéral pourrait être positif pour l'indice S&P/TSX si Ottawa dévoilait un programme de crédit d'impôt ambitieux pour encourager le CSC/CUSC.

## Rotation sectorielle FBN

Secteurs du S&P/TSX	Pondération*	Recommandation	Variation
Énergie	16.3	Surpondérer	
Matériaux	13.7	Surpondérer	
Industrie	11.8	Équipondérer	
Consommation discrétionnaire	3.1	Équipondérer	
Consommation de base	3.7	Équipondérer	
Santé	0.6	Équipondérer	
Finance	32.2	Équipondérer	
Technologies de l'information	6.1	Sous-pondérer	
Services de télécommunications	5.1	Équipondérer	
Services publics	4.6	Sous-pondérer	
Immobilier	2.9	Sous-pondérer	
<b>Total</b>	<b>100</b>		

\* Au 11 Mars 2022

# L'économie

---





**Matthieu Arseneau**  
Chef économiste adjoint  
514 879-2252



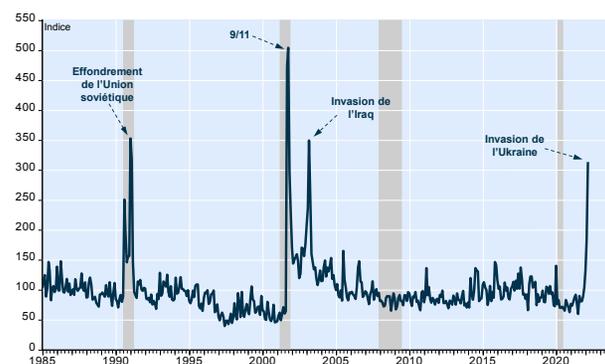
**Jocelyn Paquet**  
Économiste  
514 412-3693

## Monde : L'invasion de l'Ukraine embrouille les prévisions économiques

Après plusieurs semaines d'incertitude, le président russe Vladimir Poutine a franchi le Rubicon. Le 24 février, il a ordonné à ses troupes d'envahir l'Ukraine, plongeant le monde dans l'une des pires crises depuis la Deuxième Guerre mondiale.

### Monde : L'incertitude géopolitique au plus haut depuis l'invasion de l'Iraq

Indice du risque géopolitique mondial (Dario Caldara et Matteo Iacoviello)



FBN Économie et Stratégie (données de <https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm>)

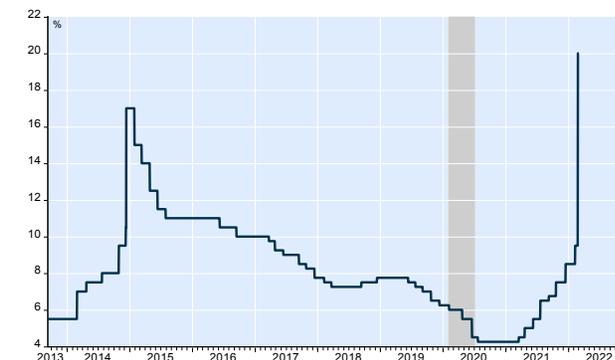
Bien que très largement supérieure sur le plan technologique et en effectifs, l'armée russe a buté contre une résistance ukrainienne plus féroce qu'anticipé, si bien qu'un effondrement rapide du pays semble maintenant écarté. Au lieu de cela, nous risquons de voir le conflit s'enliser, ce qui menace d'en aggraver les conséquences humaines, diplomatiques et économiques.

Difficile à ce stade de déterminer avec précision l'ampleur du choc sur la croissance mondiale. Elle pourrait être substantielle, particulièrement si les hostilités devaient se poursuivre plusieurs semaines encore, scénario de plus en plus probable. Peu de pays seront épargnés, plusieurs seront ébranlés, à commencer par la Russie qui subit à l'heure actuelle un barrage sans précédent de sanctions économiques. Après avoir gelé certains actifs détenus à l'étranger par plusieurs membres du régime Poutine, la communauté internationale a augmenté la pression d'un cran, éjectant plusieurs banques russes du système de paiement SWIFT et empêchant la banque centrale de Russie d'accéder aux réserves de change qu'elle détient auprès de ses homologues internationales. Amputée de près de la

moitié de ses US\$630 milliards de réserves étrangères, la Banque de Russie a tenté vainement de défendre le rouble en doublant son taux directeur. Cela n'a pas arrêté l'effondrement de la devise.

### Russie : La banque centrale a doublé son taux directeur...

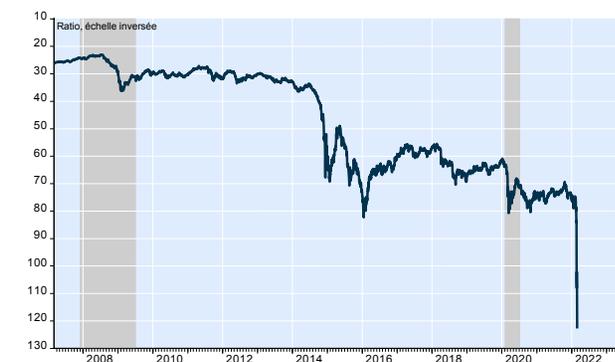
Taux directeur de la Banque centrale de la Fédération de Russie



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

### ... mais cela n'a pas empêché le rouble de s'effondrer

Taux de change USD/RUB, échelle inversée



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

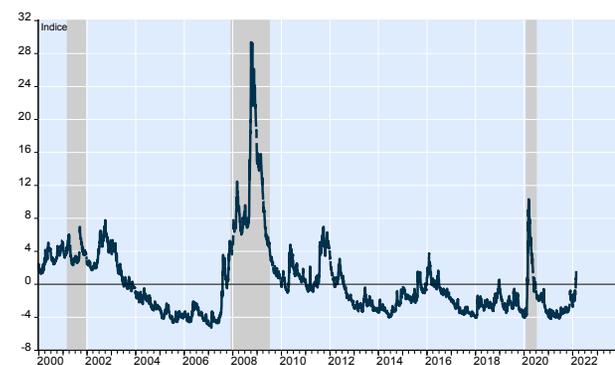
Les autorités russes ont réagi en imposant des contrôles des capitaux sévères, ordonnant aux sociétés encore en mesure d'accéder à des devises étrangères d'échanger ces dernières contre des roubles. Ces transactions forcées pourraient permettre de stabiliser la devise, mais elles risquent également de faire mal aux finances des entreprises visées. La banque centrale a aussi interdit aux courtiers russes de procéder à la vente de titres détenus par des investisseurs étrangers.

De leur côté, les consommateurs russes se sont rués sur les guichets automatiques pour tenter de mettre leur épargne à l'abri d'une éventuelle crise bancaire. Tout indique que ce geste désespéré ne fera que retarder l'inévitable. Car la chute du rouble, jumelée au retrait de nombreuses sociétés internationales du marché russe, entraînera très certainement une explosion des prix et une chute brutale des dépenses de consommation. À moins d'un retournement complet de la situation, l'économie russe semble destinée à sombrer dans une profonde récession.

Le reste de la planète subira aussi les contrecoups de la crise par différents canaux. Du côté financier, le recul déjà notable des marchés boursiers pourrait être exacerbé par la radiation forcée des quelques US\$170 milliards d'actifs russes détenus par des investisseurs étrangers. Cela sans compter l'exposition directe de certaines multinationales – notamment des banques européennes – qui détiennent des filiales implantées en Russie. En attendant que ces parties aient une idée plus claire de leurs pertes, nous pouvons nous attendre à ce que le stress financier et la volatilité demeurent élevés sur les marchés mondiaux.

## Monde : La Russie sème l'émoi sur les marchés

Indice OFR du stress financier mondial



FBN Économie et Stratégie (données de l'OFR)

Du côté de l'économie réelle, les consommateurs et les entreprises du monde entier seront touchés par l'augmentation du prix des matières premières et des denrées. La Russie étant un exportateur majeur de produits énergétiques et de métaux industriels, le prix de ces produits de base a fortement augmenté dans les derniers jours, ce qui aura l'effet d'une taxe sur la consommation et la production.

## Monde : L'invasion russe fait exploser le prix des matières premières

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

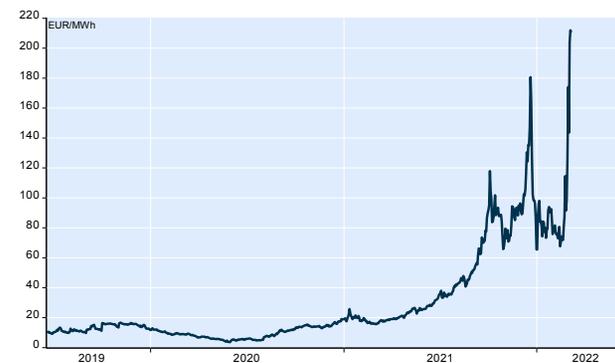


FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

L'Europe semble particulièrement vulnérable dans ce contexte puisqu'une proportion importante de son électricité est produite à partir de gaz naturel dont les cours ont explosé.

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

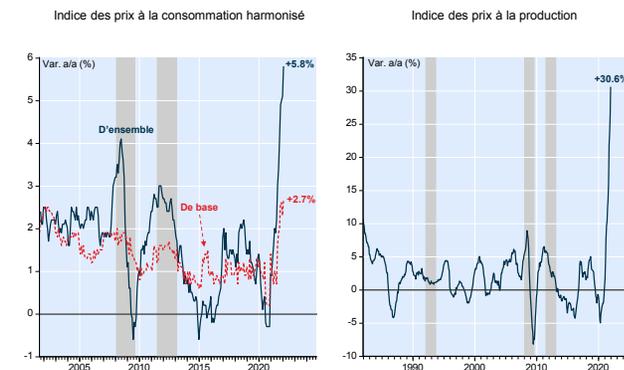
Prix du gaz naturel pour livraison le 22 avril aux Pays-Bas



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Sachant que les ménages et les entreprises européens étaient aux prises avec des hausses de prix records avant même que ne commence la guerre en Ukraine, les récents événements dans le secteur énergétique ont fait augmenter les risques d'une récession dans la zone euro au cours de l'année.

## Zone euro : Hausse de prix record avant même l'invasion de l'Ukraine



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Les effets de la flambée des coûts de l'énergie ne s'arrêteront pas aux frontières européennes. Au contraire, tous les pays importateurs d'énergie en subiront les répercussions, notamment le Japon, l'Inde et la Chine. Dans le cas de la Chine, ces problèmes s'ajouteront à ceux liés au maintien de la politique zéro COVID (qui continue de se traduire par l'imposition de confinements stricts) et au ralentissement du secteur immobilier.

Malheureusement, la hausse des prix de l'énergie n'est pas le seul élément qui contribuera à réduire le pouvoir d'achat des consommateurs dans les prochains mois. Au contraire, les ménages devront aussi faire face à des augmentations marquées du prix de la nourriture. Rappelons que la Russie et l'Ukraine sont deux des plus grands exportateurs de blé au monde. Pas surprenant donc que le conflit entre les deux pays ait entraîné une forte augmentation du prix des produits céréaliers. La situation pourrait encore se détériorer si la saison des semailles en Ukraine devait être perturbée par le conflit, ce qui semble désormais probable.

Ailleurs sur la planète, les agriculteurs devront composer avec une forte augmentation du prix de leurs intrants. C'est que la Russie et le Bélarus sont respectivement deuxième et troisième producteurs mondiaux de potasse, un minerai utilisé pour la production d'engrais. Cela n'a rien pour apaiser les pressions haussières sur les prix de la nourriture.

# L'économie

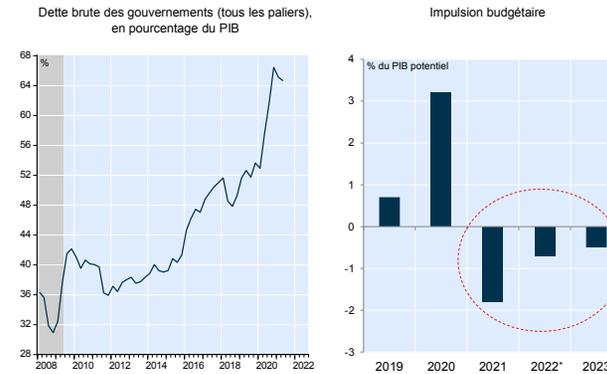
## Monde : Les prix des denrées alimentaires en forte hausse

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



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

## Économies émergentes : Politiques budgétaires restrictives à prévoir



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

## Monde : Les problèmes d'approvisionnement perdureront-ils?

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



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

## Monde : Hausse du prix des engrais à prévoir

Prix au comptant de la potasse sur le marché américain



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

En dernier lieu, la croissance mondiale risque d'être affectée par de nouvelles perturbations des chaînes d'approvisionnement. Nous avons déjà mentionné la situation dans le secteur de l'énergie, qui maintiendra le coût du transport international élevé. La flambée du prix des métaux, quant à elle, risque de chambouler la production manufacturière. D'autres constituants plus obscurs de la chaîne de production pourraient aussi venir à manquer. C'est le cas entre autres du gaz néon, essentiel à la production de microprocesseurs et dont 40%-50% de la production mondiale émanent de la Russie et de l'Ukraine. Après un certain apaisement ces dernières semaines, les pressions sur les chaînes d'approvisionnement pourraient donc s'intensifier de nouveau. Bien que celles-ci affectent l'ensemble des pays du monde, leurs effets tendent à être amplifiés dans les économies plus dépendantes des exportations.

Conscients de l'augmentation marquée de l'incertitude, nous avons décidé de réviser à la baisse notre scénario de croissance mondiale pour 2022, de 4.0% à 3.8%. Ce changement relativement modeste tient compte de la possibilité d'une paix entre la Russie et l'Ukraine. Évidemment, celle-ci réduirait, sans toutefois éliminer complètement, certains des facteurs de risque mentionnés ci-dessus. Cela dit, plus le conflit s'éternise, plus il est probable que ces risques se concrétisent, causant des dommages permanents à l'économie mondiale. Advenant que les belligérants ne trouvent pas de terrain d'entente, d'autres ajustements à la baisse devront être apportés à notre scénario.

Perspectives mondiales				
	2021	2022	2023	
<b>Économies avancées</b>	5.1	3.2	2.3	
États-Unis	5.7	3.1	2.1	
Zone euro	5.2	3.1	2.3	
Japon	1.6	2.7	1.3	
Royaume-Uni	7.1	3.8	2.3	
Canada	4.6	3.6	2.4	
Australie	4.1	3.6	2.8	
Corée du Sud	4.0	2.7	2.5	
<b>Économies émergentes</b>	6.5	4.2	4.7	
Chine	8.1	5.1	5.2	
Inde	9.0	8.0	7.0	
Mexique	5.3	2.5	2.5	
Brésil	4.7	0.8	2.0	
Russie	4.5	-7.0	4.0	
<b>Monde</b>	5.9	3.8	3.7	

FBN Économie et Stratégie (données FBN et Consensus Economics)

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

Comparativement à d'autres régions du monde, les États-Unis semblent plutôt bien placés pour faire face aux contrecoups du conflit qui fait rage en Europe de l'Est. Au cours des cinq dernières années, le commerce total de marchandises du pays réalisé avec la Russie représentait une infime proportion de 0.7%, chiffre qui a fière allure à côté des 4.0% de la zone euro. L'économie américaine

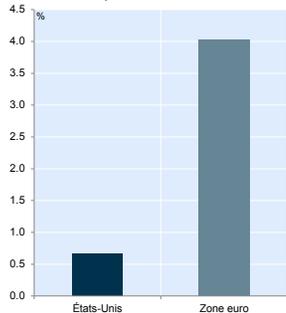
Les consommateurs des pays émergents risquent de souffrir de manière disproportionnée de l'augmentation des prix de la nourriture puisque celle-ci constitue une part beaucoup plus importante de leur panier de consommation. Cette nouvelle tuile nous contraint à revoir à la baisse notre prévision de croissance pour les économies émergentes qui, nous le rappelons dans la dernière édition de ce mensuel, pâtissent déjà de l'augmentation des taux d'intérêt, de l'augmentation corollaire du coût du service de leur dette et de la rationalisation de leurs politiques budgétaires.

# L'économie

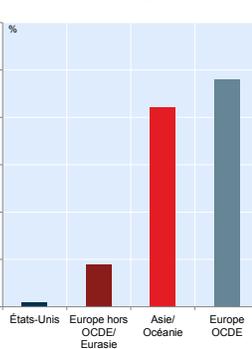
était aussi virtuellement indépendante des exportations de produits énergétiques russes avant même que la crise ne commence, ce qui a permis au président Biden de bannir les achats de pétrole, de gaz naturel et de charbon en provenance de la Russie.

## É.-U. : Très peu de liens commerciaux avec la Russie

Echanges commerciaux (exportations + importations) de marchandise avec la Russie en % des échanges totaux, moyenne des 5 dernières années



Exportations russes de pétrole brut et de condensats par région, 2020

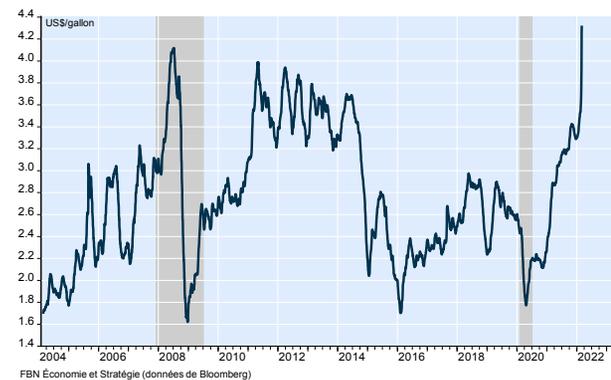


FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv et de l'EIA)

Cela dit, l'absence de liens commerciaux d'importance entre les États-Unis et la Russie n'empêchera pas les consommateurs américains de ressentir les effets indirects de la crise. Les produits énergétiques étant échangés sur les marchés mondiaux, la première économie mondiale ne sera pas épargnée par la hausse du prix du pétrole. Au contraire, celle-ci se reflète déjà sur les prix à la pompe.

## É.-U. : L'invasion de l'Ukraine a des effets sur les prix à la pompe...

Prix moyen d'un gallon d'essence ordinaire sans plomb



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

L'augmentation des cours du gaz naturel, bien que moins marquée en Amérique du Nord qu'en Europe, viendra aussi alléger le portefeuille des Américains, tout comme la hausse du prix des denrées alimentaires.

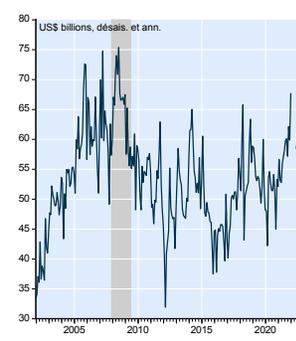
## ... et du gaz naturel

Prix de la première référence des contrats à terme de gaz naturel pour livraison aux États-Unis



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg et Refinitiv)

Dépense nominale de consommation personnelle, gaz naturel (services publics)



Mais dans quelle mesure les dépenses des ménages seront-elles touchées? Dans d'autres circonstances, les hausses de prix spécifiquement liées au conflit en Ukraine n'auraient probablement pas été suffisantes pour faire dérailler la consommation. Rappelons que la part des dépenses des ménages consacrée à l'énergie et à la nourriture n'a cessé de diminuer aux États-Unis dans les dernières années, ce qui limite les effets potentiels d'un choc d'offre dans ces secteurs.

## É.-U. : Nourriture et énergie en recul dans le panier de consommation

Dépenses de nourriture et de produits énergétiques en pourcentage des dépenses totales des ménages

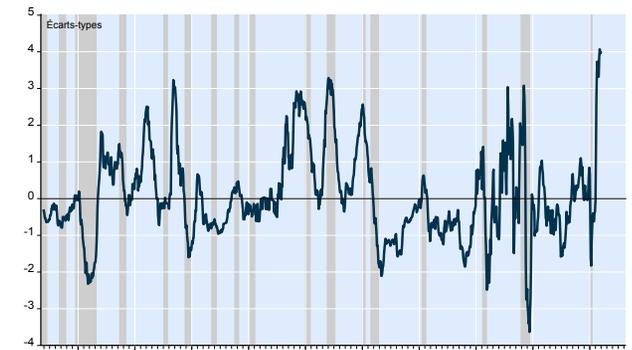


FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Le problème est que ces hausses surviennent à un moment où l'inflation est déjà extrêmement élevée. Sur douze mois, l'indice des prix à la consommation affichait une hausse de 7,9% en février, l'augmentation la plus importante depuis janvier 1982. Il s'agit d'un écart-type de 3,9 au-dessus de la moyenne sur dix ans pour cet indicateur, ce qui représente l'une des plus grandes déviations par rapport à la tendance en 100 ans de données.

## États-Unis : Hausse extraordinaire des prix

Déviation de l'inflation sur 12 mois par rapport à la moyenne sur 10 ans, inflation d'ensemble



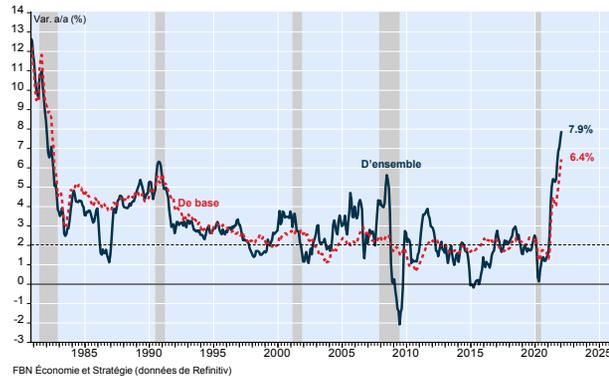
FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg et du système FRED de St. Louis)

Certes, le segment de l'énergie a enregistré l'une des plus fortes hausses de prix depuis les années 1980 (+25,6% a/a), tandis que l'inflation dans la catégorie des aliments était la plus élevée en quatre décennies (+7,9% a/a). Mais les pressions sur les prix n'étaient pas limitées à ces deux secteurs, comme en témoigne l'impressionnante hausse de l'indice de base. Cette mesure a bondi de 6,4% sur 12 mois, du jamais vu depuis 40 ans.

Sans surprise, l'évolution récente des prix est venue assombrir les perspectives des ménages. L'indice de confiance des consommateurs compilé par l'université du Michigan est en effet tombé en mars à son plus bas niveau en dix ans alors que les attentes d'inflation pour les 12 prochains mois ont atteint un sommet depuis 1981.

## L'inflation n'avait plus été aussi forte depuis 40 ans

Indice des prix à la consommation

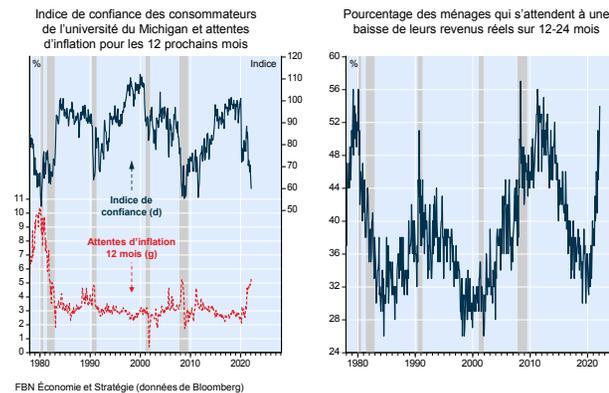


## É.-U. : Les salaires réels en baisse

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



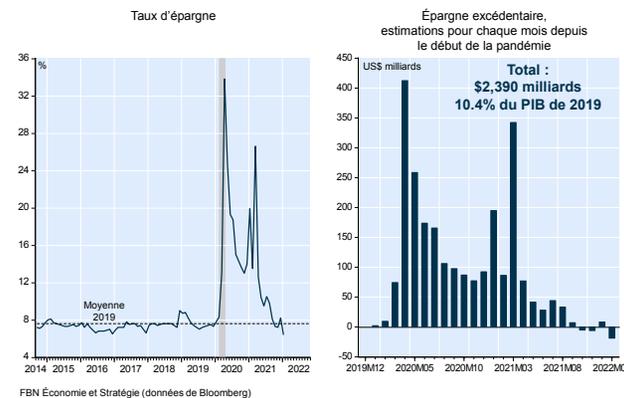
## É.-U. : L'inflation sape le moral des consommateurs



Nous notons également qu'une proportion grandissante des répondants à l'enquête s'attendaient ce que leurs revenus n'augmentent pas aussi vite que l'inflation dans les 12-24 prochains mois. À en juger par les plus récentes données publiées par la Réserve fédérale d'Atlanta, ces pronostics pourraient bien se révéler fondés. Ces données montrent que, malgré de fortes augmentations en termes nominaux, les salaires réels sont en baisse depuis maintenant 11 mois.

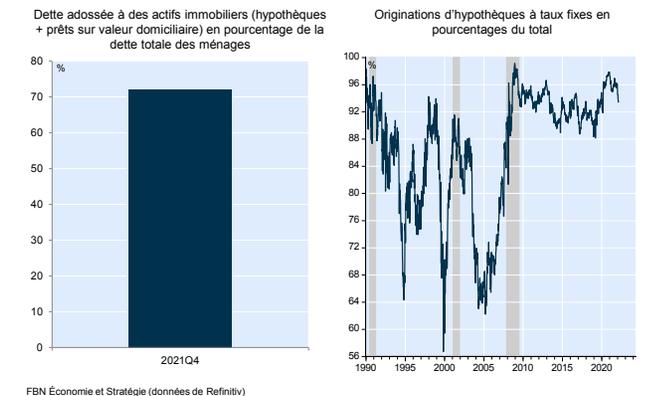
Cela signifie que, pour éviter d'avoir à réduire leurs dépenses, les ménages devront désormais compter sur leurs économies. De fait, le taux d'épargne se trouve maintenant en dessous de son niveau d'avant la crise et devrait s'y maintenir pendant un certain temps. Ce phénomène de « sous-épargne » ne nous inquiète pas outre mesure dans un contexte où l'épargne excédentaire des ménages demeure substantielle (près de \$2,400 milliards selon nos calculs).

## É.-U. : Les ménages puisent dans leur (importante) épargne



Mais même un bas de laine aussi garni ne durera pas éternellement si l'inflation ne revient pas à des niveaux plus normaux à moyen terme. À cet effet, nous croyons que la Réserve fédérale haussera son taux directeur à 4 reprises d'ici la fin de l'année (en incluant l'augmentation de 25 points de base prévue à la réunion des 15 et 16 mars). Les effets de ce resserrement sur le coût du service de la dette des ménages devraient être minimes dans l'immédiat. Rappelons que le crédit adossé à des actifs immobiliers (incluant les prêts hypothécaires et les prêts sur valeur domiciliaire) représente près des trois quarts de l'encours total des ménages américains et qu'environ 94% de ces prêts sont à taux fixes.

## Les ménages bien positionnés pour faire face aux hausses de taux



L'économie américaine n'est toutefois pas immunisée contre le resserrement de la politique monétaire. Si celui-ci était plus ferme que prévu, les ménages en ressentiraient tôt ou tard les effets. Entre-temps, nous nous attendons à ce que le resserrement monétaire entraîne un ralentissement des secteurs plus sensibles aux taux d'intérêt comme l'investissement des entreprises et la construction résidentielle.

L'économie faisant face à un nombre de défis grandissant, nous avons décidé de maintenir notre estimation de croissance inférieure aux attentes consensuelles pour cette année (+3.1%). Pour l'an prochain, nous entrevoyons une croissance à peu près en ligne avec le potentiel (+2.1%).

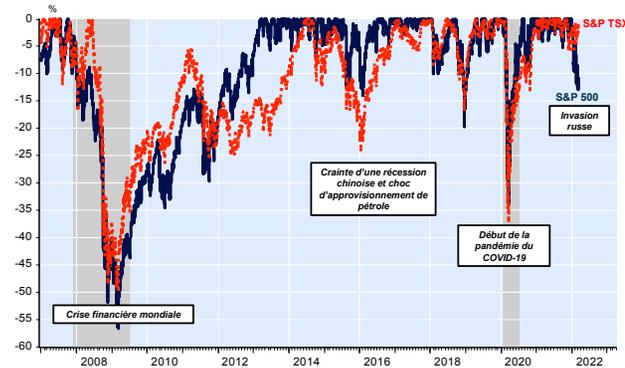
# L'économie

## Canada : Tout n'est pas sombre

Les défis pour l'économie mondiale en 2022 étaient déjà considérables même avant l'invasion russe en Ukraine. Les risques ont monté d'un cran avec les récents événements et le Canada n'est pas immunisé advenant une débâcle de l'économie mondiale. Cela dit, l'évolution récente des marchés boursiers démontre un optimisme des investisseurs sur une base relative concernant les entreprises cotées en bourse au Canada. Au moment d'écrire ces lignes, le recul de l'indice S&P/TSX par rapport à son sommet n'est que de 2.7%, ce qui se compare avantageusement à l'indice S&P 500 qui est en correction de 13.0%. Parmi les 24 pays avancés compris dans l'indice MSCI, le Canada affiche la deuxième meilleure performance après la Norvège depuis le début de l'année.

### Canada : L'indice S&P/TSX tient bon jusqu'à présent

Baisse cumulée depuis le sommet précédent

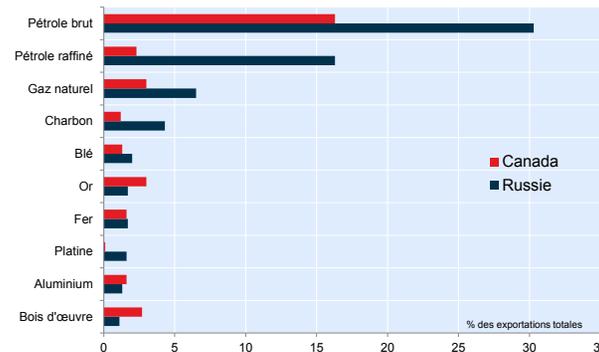


FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg et Refinitiv)

Cette meilleure tenue du marché peut s'expliquer par le fait que les ressources naturelles occupent une grande place dans l'indice boursier de référence du Canada (énergie et matériaux représentent 30% du S&P/TSX). Bien que la part du secteur des ressources naturelles dans l'économie soit inférieure à 10%, il n'en demeure pas moins que l'économie canadienne devrait bénéficier de la flambée des prix des produits de base attribuables aux sanctions qui pleuvent sur la Russie. Dans un **rapport** publié la semaine dernière, nos collègues Warren Lovely et Alpa Atha notaient à quel point les paniers d'exportations du Canada et de la Russie présentent des ressemblances. Sur les 10 produits les plus exportés par la Russie, 7 se retrouvent dans le top 10 du Canada.

### Canada : Similitudes frappantes du panier d'exportations avec la Russie

10 principales exportations de la Russie, en part du total des exportations de la Russie et du Canada

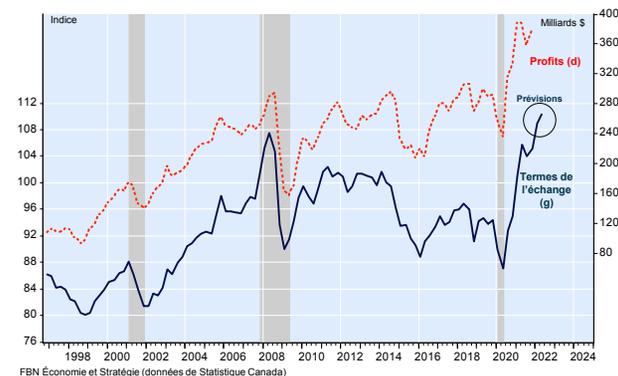


FBN Économie et Stratégie (données d'Industrie Canada, OEC)

Déjà, le bond des prix des ressources naturelles combiné à un dollar canadien relativement faible devrait permettre aux termes de l'échange d'atteindre un niveau record au premier semestre de 2022. Cela devrait se traduire par une augmentation supplémentaire des profits, ce qui est habituellement de bon augure pour l'investissement et l'embauche.

### Canada : Des termes de l'échange records en 2022?

Termes de l'échange et bénéfices des entreprises



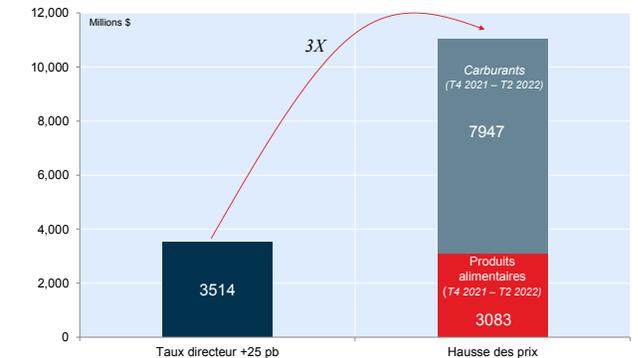
FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

Le PIB nominal devrait aussi bénéficier d'une flambée des prix des matières premières à court terme, mais la croissance en termes réels pourrait, elle, en pâtir. Cette hausse des prix dope les profits à court terme, mais n'entraîne pas nécessairement un boom d'investissement dans l'immédiat, surtout si les entreprises doutent

que les prix restent soutenables à ces niveaux. Quant aux consommateurs, ils subissent une perte du pouvoir d'achat rapidement notamment à cause de la facture énergétique. Selon nos calculs, la hausse des prix de l'alimentation et de l'essence en 2022S1 équivaldrait à l'impact d'une augmentation de 77 points de base du taux directeur de la Banque du Canada sur les dépenses d'intérêt des ménages. Et cela ne tient pas compte de l'impact à plus long terme d'une hausse du prix des denrées sur la facture alimentaire (délai de transmission) ni de la hausse éventuelle du coût du transport de marchandises notamment.

### Canada : Hausse des prix des carburants et des produits alimentaires

Frais d'intérêts avec une hausse de 25 pb du taux directeur et hausse des prix des aliments et carburants



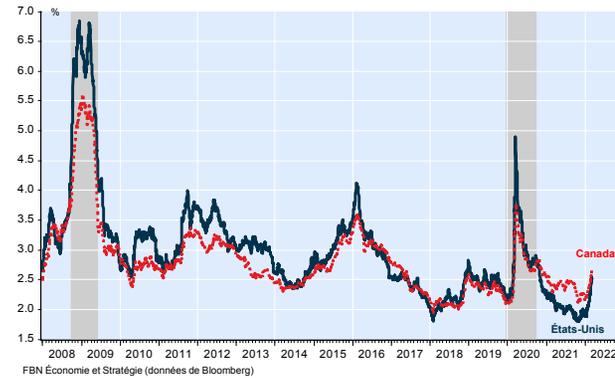
FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

Pour cette raison, même si les perspectives de l'inflation ont augmenté, nous ne prévoyons pas que la banque centrale se montre plus restrictive qu'il y a un mois d'autant moins que les conditions financières se sont détériorées entraînant une augmentation des coûts d'intérêts pour les emprunteurs (les écarts de crédit des titres notés BBB ont bondi de 50 pb depuis le début de l'année).

# L'économie

## Canada : Les conditions financières se sont détériorées

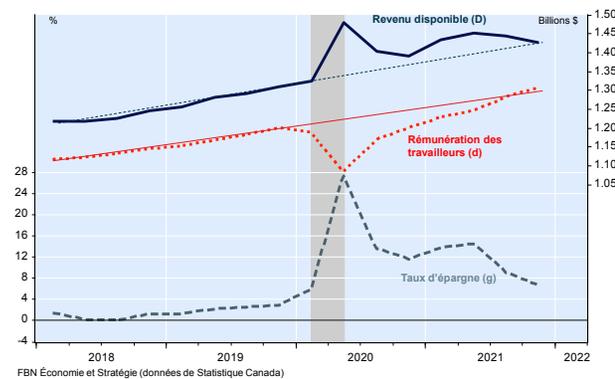
Écarts de crédit des titres notés BBB par rapport au taux des obligations fédérales (échéance 10 ans)



Malgré le choc pour le pouvoir d'achat des ménages, la croissance de la consommation réelle devrait demeurer enviable. D'abord, le coussin financier accumulé pendant la pandémie a continué d'augmenter au quatrième trimestre de 2021, et ce, malgré la diminution du revenu disponible attribuable à la fin des programmes d'aide au revenu. En effet, nos calculs démontrent que l'excédent d'épargne accumulé sur 2 ans représente 12.4%, une somme qui pourrait servir à absorber le choc de hausse du coût de la vie.

## Canada : Taux d'épargne encore élevé malgré la baisse du revenu

Revenu disponible, rémunération des travailleurs et taux d'épargne

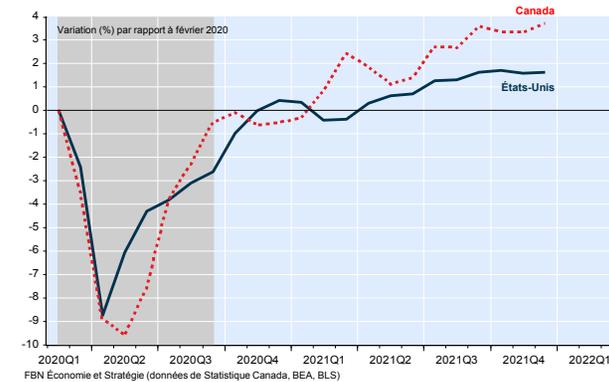


Malgré la fin des programmes d'aide gouvernementale, le revenu disponible s'est stabilisé à sa tendance historique grâce à la bonne augmentation de la ré-

munération des travailleurs pendant le trimestre (+7,8% annualisé). Malgré l'inflation élevée, nous calculons que la rémunération réelle était en hausse également pendant le quatrième trimestre, atteignant un niveau record. Depuis le début de la pandémie, nous observons une augmentation plus importante de la rémunération réelle de ce côté-ci de la frontière en raison de pressions inflationnistes moins aiguës.

## Canada : Croissance plus forte de la rémunération réelle

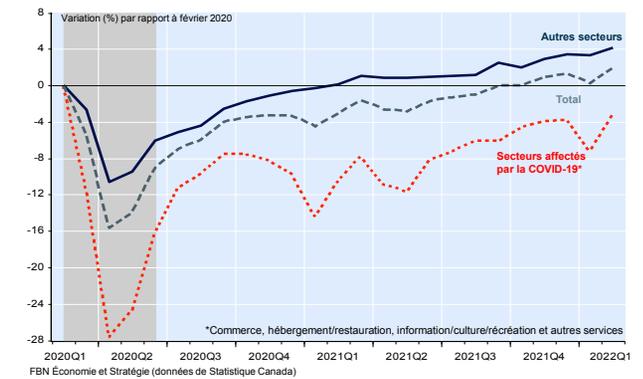
Rémunération réelle des travailleurs (corrigée de l'IPC)



Autre bonne nouvelle, le marché du travail donne des signes fort encourageants au premier trimestre de l'année. En février, l'emploi a enregistré un gain spectaculaire de 337K avec l'assouplissement des mesures sanitaires qui avaient causé une baisse de 200K le mois précédent. En hausse dans toutes les provinces, le nombre d'emplois ajoutés est le plus élevé en 17 mois, ce qui a permis au taux de chômage de passer de 6.5% à 5.5%, soit un dixième seulement au-dessus de son creux record enregistré en mai 2019. Ces données confirmaient ce que disait l'Enquête sur les perspectives des entreprises de janvier de la Banque du Canada : de très fortes intentions d'embauche dans le secteur privé. En effet, pas moins de 347K travailleurs ont été ajoutés dans ce segment le mois dernier, atteignant ainsi un niveau record. Autre fait intéressant, les secteurs les plus touchés par les mesures sanitaires sont, globalement, à leur plus haut niveau d'emploi depuis le début de la pandémie.

## Canada : Les industries affectées par la COVID-19 rebondissent en février

Emplois



Il est vrai que l'évolution de l'inflation de ces derniers mois et le taux de chômage proche de son creux record en février auraient pu amener la Banque du Canada à envisager un processus de normalisation des taux d'intérêt plus rapide qu'elle ne le prévoyait précédemment. Mais en raison des événements géopolitiques qui assombrissent les perspectives, nous croyons qu'elle procédera avec plus de prudence que ne l'anticipe le marché. Ce choc d'offre rognera le pouvoir d'achat des consommateurs et la tension sur les marchés produit déjà des conditions de financement moins avantageuses qu'il y a quelques semaines. Il n'en demeure pas moins que sur une base relative, l'économie demeure bien positionnée. Les consommateurs ont accumulé une épargne excédentaire importante et le marché du travail confortablement au plein emploi pourrait faire en sorte que la consommation soit moins affectée qu'ailleurs. La force du secteur des ressources naturelles pourrait également compenser une partie du choc de la consommation. Malgré notre légère révision à la baisse sur le PIB des prochains trimestres, notre prévision de la croissance économique pour 2022 demeure à 3.6%, le premier trimestre ayant été plus solide que ce que nous anticipions.

## États-Unis Scénario économique

(Variation annuelle en %)*	2019	2020	2021	2022	2023	2021	T4/T4 2022	2023
Produit intérieur brut (\$constants, 2012)	2.3	(3.4)	5.7	3.1	2.1	5.6	2.0	1.9
Dépenses personnelles	2.2	(3.8)	7.9	3.0	2.3	7.0	2.4	2.0
Construction résidentielle	(0.9)	6.8	9.1	(0.1)	(1.4)	(1.7)	1.1	(1.3)
Investissements des entreprises	4.3	(5.3)	7.4	4.5	2.2	6.6	4.1	1.9
Dépenses publiques	2.2	2.5	0.5	0.7	2.2	0.1	2.1	2.0
Exportations	(0.1)	(13.6)	4.6	6.2	3.1	5.2	3.9	2.2
Importations	1.2	(8.9)	14.0	5.9	1.5	9.6	2.0	2.0
Variation des stocks (milliards \$)	75.1	(42.3)	(38.1)	56.3	25.0	171.2	25.0	25.0
Demande intérieure	2.4	(2.5)	6.6	2.7	2.1	5.4	2.5	1.8
Revenu réel disponible	2.3	6.2	2.2	(3.0)	2.4	(0.2)	1.5	2.9
Emploi des salariés	1.3	(5.8)	2.8	3.5	1.9	4.3	2.4	2.0
Taux de chômage	3.7	8.1	5.4	3.6	3.5	4.2	3.4	3.5
Taux d'inflation	1.8	1.3	4.7	6.5	2.9	6.7	4.2	2.9
Bénéfices avant impôts	2.7	(5.2)	25.2	7.3	2.6	21.6	3.7	1.4
Compte courant (milliards \$)	(472.1)	(616.1)	(821.7)	(770.5)	(710.0)	...	...	...

\* Sauf indication contraire.

## Scénario financier\*\*

	actuel 11/03/22	T1 2022	T2 2022	T3 2022	T4 2022	2021	2022	2023
Taux cible fonds fédéraux	0.25	0.50	0.75	1.00	1.25	0.25	1.25	2.25
Bons du Trésor 3 mois	0.39	0.50	0.70	0.90	1.20	0.06	1.20	2.10
Obligations fédérales								
2 ans	1.75	1.80	1.90	1.95	2.00	0.73	2.00	2.10
5 ans	1.96	2.00	2.10	2.15	2.20	1.26	2.20	2.20
10 ans	2.00	2.05	2.15	2.20	2.25	1.52	2.25	2.25
30 ans	2.36	2.40	2.45	2.45	2.50	1.90	2.50	2.45
Taux de change								
US\$/Euro	1.10	1.09	1.11	1.13	1.14	1.14	1.14	1.14
YEN/\$US	117	115	114	114	113	115	113	114

\*\* fin de période

## Dynamique trimestrielle

	T1 2021 publié	T2 2021 publié	T3 2021 publié	T4 2021 prévision	T1 2022 prévision	T2 2022 prévision	T3 2022 prévision	T4 2022 prévision
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	6.3	6.7	2.3	7.0	0.7	2.3	2.7	2.3
IPC (var. a/a %)	1.9	4.8	5.3	6.7	7.7	6.9	6.4	5.1
IPC de base (var. a/a %)	1.4	3.7	4.1	5.0	6.3	5.4	5.0	4.2
Taux de chômage (%)	6.2	5.9	5.1	4.2	3.8	3.6	3.5	3.4

Financière Banque Nationale

## Canada Scénario économique

(Variation annuelle en %)*	2019	2020	2021	2022	2023	2021	T4/T4 2022	2023
Produit intérieur brut (\$constants, 2012)	1.9	(5.2)	4.6	3.6	2.4	3.3	3.2	1.8
Dépenses personnelles	1.4	(6.2)	5.2	4.1	2.5	5.2	2.8	2.1
Construction résidentielle	(0.2)	4.3	15.4	(6.3)	(0.3)	(0.8)	(1.8)	(1.5)
Investissements des entreprises	2.5	(12.1)	2.3	6.0	3.4	6.5	5.2	2.2
Dépenses publiques	0.8	0.9	4.8	1.6	1.3	2.4	1.7	1.1
Exportations	2.3	(9.7)	1.4	3.9	5.9	0.8	4.3	5.3
Importations	0.4	(10.8)	7.4	2.9	5.1	5.0	2.4	5.0
Variation des stocks (millions \$)	18,377	(18,720)	(1,543)	15,500	19,182	9,913	17,000	21,861
Demande intérieure	1.2	(4.1)	5.5	2.6	2.0	3.8	2.3	1.5
Revenu réel disponible	3.0	8.2	0.2	(2.4)	1.4	(1.1)	0.5	1.5
Emploi	2.2	(5.1)	4.8	3.9	1.5	4.2	2.6	1.1
Taux de chômage	5.8	9.6	7.4	5.5	5.3	6.3	5.3	5.3
Taux d'inflation	1.9	0.7	3.4	4.8	2.3	4.7	3.7	2.2
Bénéfices avant impôts	(0.6)	(1.9)	32.7	4.2	1.7	14.6	6.0	2.8
Compte courant (milliards, \$)	(47.0)	(39.4)	1.6	(5.0)	(16.0)	....	....	....

\* Sauf indication contraire.

## Scénario financier\*\*

	actuel 11/03/22	T1 2022	T2 2022	T3 2022	T4 2022	2021	2022	2023
Taux à un jour	0.50	0.50	1.00	1.25	1.50	0.25	1.50	1.75
Taux préférentiel	2.50	2.50	3.00	3.25	3.50	2.25	3.50	3.75
Bons du Trésor 3M	0.57	0.60	1.05	1.25	1.45	0.17	1.45	1.60
Obligations fédérales								
2 ans	1.66	1.65	1.85	1.90	1.95	0.95	1.95	1.85
5 ans	1.80	1.80	1.90	1.95	2.00	1.26	2.00	1.95
10 ans	1.99	2.00	2.10	2.15	2.20	1.43	2.20	2.05
30 ans	2.28	2.30	2.35	2.35	2.35	1.68	2.35	2.20
Taux de change								
CAD par USD	1.27	1.29	1.25	1.22	1.23	1.26	1.23	1.27
Prix du pétrole (WTI), \$/U.S.	109	110	105	100	95	75	95	85

\*\* fin de période

## Dynamique trimestrielle

	T1 2021 publié	T2 2021 publié	T3 2021 publié	T4 2021 prévision	T1 2022 prévision	T2 2022 prévision	T3 2022 prévision	T4 2022 prévision
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	4.8	(3.6)	5.5	6.7	2.2	3.9	3.4	3.4
IPC (var. a/a %)	1.4	3.4	4.1	4.7	5.5	5.3	4.6	3.7
IPC ex. aliments et énergie (var. a/a %)	1.0	2.1	3.0	3.2	3.9	3.7	3.2	3.0
Taux de chômage (%)	8.4	7.9	7.2	6.3	5.9	5.5	5.4	5.3

Financière Banque Nationale

## Prévisions économiques provinciales

	2019	2020	2021e	2022p	2023p	2019	2020	2021e	2022p	2023p
	<b>PIB réel (croissance en %)</b>					<b>PIB nominal (croissance en %)</b>				
Terre-Neuve-et-Labrador	3.3	-5.4	3.0	2.3	1.8	2.3	-10.7	14.2	12.8	1.4
Île-du-Prince-Édouard	4.7	-1.7	3.1	2.5	2.5	6.6	0.9	8.8	5.1	3.3
Nouvelle-Écosse	3.0	-2.5	3.4	2.7	2.1	3.7	0.7	8.7	5.9	3.3
Nouveau-Brunswick	1.3	-3.2	3.2	2.5	1.9	2.4	-1.3	9.2	7.7	2.4
Québec	2.8	-5.5	6.2	2.6	2.3	4.7	-2.4	11.2	6.6	2.9
Ontario	2.0	-5.1	4.0	3.9	2.5	3.7	-2.8	11.2	6.8	2.9
Manitoba	0.4	-4.6	3.9	3.1	2.4	0.7	-1.4	11.3	8.3	2.5
Saskatchewan	-1.1	-4.9	4.3	3.6	2.5	-0.4	-6.6	18.4	15.6	1.0
Alberta	-0.1	-7.9	5.0	4.1	2.6	1.5	-16.1	21.8	16.8	1.3
Colombie-Britannique	3.1	-3.4	4.4	4.4	2.7	4.6	-0.5	12.0	8.6	3.0
Canada	1.9	-5.3	4.6	3.6	2.4	3.6	-4.6	13.1	8.9	2.5
	<b>Emploi (croissance en %)</b>					<b>Taux de chômage (%)</b>				
Terre-Neuve-et-Labrador	1.2	-5.9	3.0	2.5	0.7	12.3	14.1	12.9	12.1	11.1
Île-du-Prince-Édouard	3.4	-3.2	3.7	3.0	1.8	8.6	10.6	9.4	8.5	8.1
Nouvelle-Écosse	2.3	-4.7	5.4	2.4	1.5	7.3	9.7	8.4	7.2	6.5
Nouveau-Brunswick	0.7	-2.6	2.6	2.2	0.7	8.2	10.0	9.0	8.2	7.7
Québec	2.0	-4.8	4.2	3.1	1.5	5.2	8.8	6.1	4.7	4.4
Ontario	2.8	-4.7	4.9	4.6	1.7	5.6	9.5	8.0	5.4	5.1
Manitoba	1.1	-3.7	3.5	2.6	1.2	5.4	8.0	6.4	5.2	4.7
Saskatchewan	1.7	-4.6	2.6	3.0	1.3	5.6	8.3	6.5	5.3	4.8
Alberta	0.6	-6.5	5.2	3.8	1.6	7.0	11.5	8.6	7.8	7.6
Colombie-Britannique	2.9	-6.5	6.6	3.6	1.7	4.7	9.0	6.5	4.4	4.1
Canada	2.2	-5.1	4.8	3.9	1.5	5.7	9.6	7.4	5.5	5.3
	<b>Mises en chantier de logements (000)</b>					<b>IPC (Croissance en %)</b>				
Terre-Neuve-et-Labrador	0.9	0.8	1.3	1.0	0.8	1.0	0.2	3.7	4.4	2.3
Île-du-Prince-Édouard	1.3	1.1	1.2	1.0	1.0	1.2	0.0	5.1	5.2	2.3
Nouvelle-Écosse	4.7	4.9	6.0	4.4	4.1	1.6	0.3	4.1	5.0	2.3
Nouveau-Brunswick	2.9	3.6	4.0	3.0	2.7	1.7	0.2	3.8	5.0	2.5
Québec	48.0	54.2	71.1	58.0	55.0	2.1	0.8	3.8	5.0	2.4
Ontario	69.0	81.3	101.2	88.0	81.0	1.9	0.6	3.5	4.9	2.4
Manitoba	6.9	7.3	8.0	6.3	6.1	2.3	0.5	3.3	4.8	2.4
Saskatchewan	2.4	3.1	4.3	3.6	3.5	1.7	0.6	2.6	4.6	2.3
Alberta	27.4	24.1	31.9	27.0	26.5	1.7	1.1	3.2	4.6	2.3
Colombie-Britannique	45.1	38.0	47.7	37.0	35.8	2.3	0.8	2.8	4.5	2.4
Canada	208.5	218.4	276.6	229.3	216.5	1.9	0.7	3.4	4.8	2.3

e: estimé

p: prévision

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

# Taux d'intérêt et marché obligataire

---



# Taux d'intérêt et marché obligataire



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



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



**Jocelyn Paquet**  
Economiste  
514 412-3693

## Les nuages de la pandémie se dissipent, mais le ciel s'assombrit sur l'Europe

À peine émergions-nous d'une nième vague de COVID-19 au début de l'année, qu'une nouvelle ombre est apparue au tableau des perspectives mondiales : l'invasion non provoquée de l'Ukraine par la Russie. Après les politiques monétaires et budgétaires expansionnistes des deux dernières années qui ont fait monter l'inflation bien au-dessus des cibles des banques centrales, de l'huile a été jetée sur le feu ces dernières semaines. La flambée des coûts des matières premières obligera (une fois de plus) les prévisionnistes à revoir les prévisions d'inflation à la hausse. Certes, les marchés tablent déjà sur une inflation plus forte puisque les taux au point mort ont continué de monter pour toutes les échéances, les anticipations d'inflation pour 10 ans frisant les 3%.

### Les attentes d'inflation du marché grimpent

Taux au point mort des obligations du Trésor US de 2 ans, 5 ans et 10 ans depuis 2021



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

À court terme, cette nouvelle tournure des événements n'affectera probablement pas beaucoup la trajectoire des politiques monétaires de la Banque du Canada ou de la Fed. Les taux d'intérêt actuels étant totalement inadaptés, nous nous attendons déjà à ce que les deux banques centrales retirent rapidement les mesures de stimulation monétaires. Mais au-delà du relèvement des taux directeurs à 1% d'ici quelques mois, nous concédons que la trajectoire des taux est de moins en moins claire.

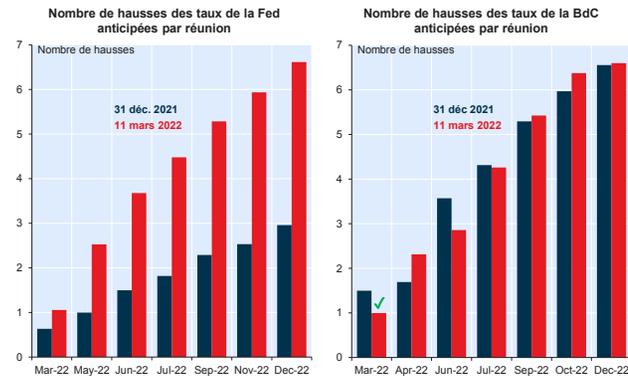
D'une part, une résolution à court terme du conflit russo-ukrainien pourrait laisser des cicatrices, mais celles-ci seront plus concentrées en Europe, car la croissance

nord-américaine devrait continuer sur sa trajectoire solide sans dérailler. Dans ce scénario, alors que l'inflation reste élevée, une tarification ambitieuse du marché semble un peu plus plausible. Cependant, dans un scénario caractérisé par un conflit prolongé et des prix élevés des matières premières conduisant à une destruction de la demande à la fois en Europe et en Amérique du Nord, les banques centrales se trouveront face à une situation sans issue gagnante. Soit (a) tout mettre en œuvre dans la lutte contre l'inflation (qui serait probablement plus élevée dans ce contexte) et infliger des dommages au PIB et/ou à l'emploi; soit (b) choisir de vivre avec une inflation supérieure aux objectifs et maintenir une politique plus accommodante pour soutenir les perspectives de l'économie réelle. Avec des mandats des banques centrales plus concentrés sur l'emploi que jamais, nous nous attendons à ce que la BdC et la Fed suivent une approche de priorité à la croissance (à supposer que l'inflation ne soit pas encore à la hausse).

Pour être clairs, l'ensemble de nos prévisions ne reflète pas ce climat stagflationniste, mais la probabilité que celui-ci s'installe a fortement augmenté. Pour le moment, nous établissons une prévision basée sur un scénario mitoyen : des perspectives de croissance modestement plus faible et des prévisions d'inflation modestement plus élevée à court terme. Une résolution du conflit, même si elle n'advient pas immédiatement, pourrait lever une part d'incertitude au cours des semaines et des mois à venir. Résultat, notre prévision de base intègre toujours cinq hausses de taux par la BdC et quatre hausses par la Fed en 2022. Nous avons remanié techniquement notre trajectoire des hausses de la BdC, prévoyant des tours de vis plus forts au premier semestre de l'année, mais notre penchant à anticiper moins d'augmentation que le marché demeure intact. Plus tard dans l'année, à mesure que la croissance baissera de régime pour revenir à son potentiel, que l'inflation diminuera et que l'appréciation de l'USD mettra sous pression les marchés émergents et la croissance mondiale, nous prévoyons que la Fed adoptera un rythme plus lent de normalisation du taux directeur.

# Taux d'intérêt et marché obligataire

## Un marché tarifié en vue de la perfection en 2022



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Cependant, cela ne signifie pas que nous nous attendons à un rythme plus lent de normalisation globale de la politique, puisque la Fed lancera probablement les premières étapes d'un épisode de resserrement quantitatif. Après avoir passé les deux dernières années à accumuler des obligations du Trésor et des titres hypothécaires, la banque centrale américaine ne manque pas de capacité de reserrer les conditions sans se précipiter vers des taux directeurs supérieurs au point neutre. De plus, une normalisation plus axée sur le RQ a l'avantage de maintenir une pente plus accentuée de la courbe des obligations du Trésor que ce ne serait le cas autrement. Jusque-là cette année, la courbe des taux s'est aplatie de manière spectaculaire. Nous hésitons à suivre aveuglément les tendances empiriques, mais nous concédons que la courbe des obligations de 2 ans - 10 ans a des antécédents irréfutables de prédiction des récessions. Et surtout, nous avons entendu des participants au FOMC exprimer des préoccupations au sujet de courbes plates ou inversées dans les années passées.

Nous réussissons peut-être à éviter une inversion pure et simple, mais les courbes des taux devraient rester plates à l'avenir. Le RQ maintiendra probablement une certaine pression sur les taux à long terme, mais nous pensons que nous approchons maintenant de la limite supérieure sur ce plan. Nous considérerions une nouvelle hausse de 10 à 20 points de base comme un point d'entrée intéressant pour ajouter de la durée. Comme nous l'avons souligné dans les éditions passées, les taux à long terme ne

dérivent généralement pas beaucoup plus à la hausse une fois que les cycles de hausse des taux commencent. Cette constatation concorde avec le dernier cycle de hausses des taux/RQ de la Fed où les taux à 30 ans se sont essentiellement maintenus dans une fourchette étroite pendant toute la durée du cycle de resserrement.

## É.-U. : La courbe des UST proche de l'inversion... mauvais présage

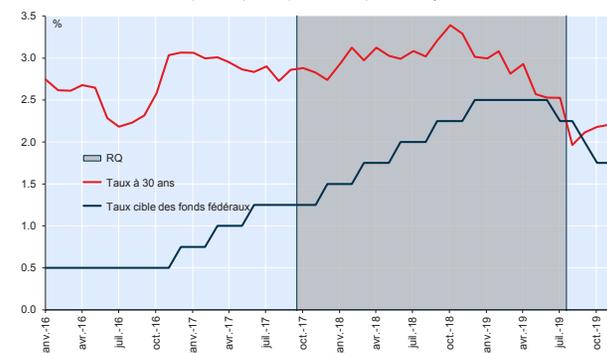
Courbe 2 ans - 10 ans et récessions représentées par les zones en gris



FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

## Les taux longs ont relativement peu varié pendant le dernier cycle

Taux cible des fonds fédéraux (borne supérieure) et taux à 30 pendant le cycle de normalisation



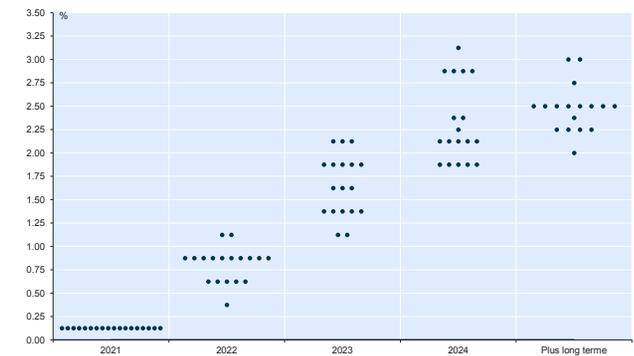
FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg, Réserve fédérale)

Nos prévisions seront soumises à l'épreuve de vérité ce mois-ci lors de la prochaine réunion de la Fed, ce qui sera critique. En plus d'une hausse des taux d'intérêt quasi certaine de 25 points de base, la réunion donnera lieu à la publication d'un Sommaire des projections économiques actualisé mettant en lumière les opinions de la Fed sur les perspectives économiques et la trajectoire des taux d'intérêt. En décembre, l'opinion

médiane était limitée à trois hausses des taux en 2022, mais au moins une de plus devrait être ajoutée ce mois-ci. Alors qu'il y aura assurément une décision dans le sens d'une réduction de la détente, nous ne pensons pas que la Fed convergera vers l'attitude ambitieuse des marchés qui anticipent 6 à 7 hausses de taux cette année. Et si le FOMC penchait plus modestement du côté de nos quatre hausses, la pression sur les taux à court terme diminuerait probablement, du moins, temporairement. Affaire à suivre.

## États-Unis : Surveillez le points !

Graphique à points de la Réserve fédérale : Décembre 2021



FBN Économie et Stratégie (données de la Réserve fédérale)

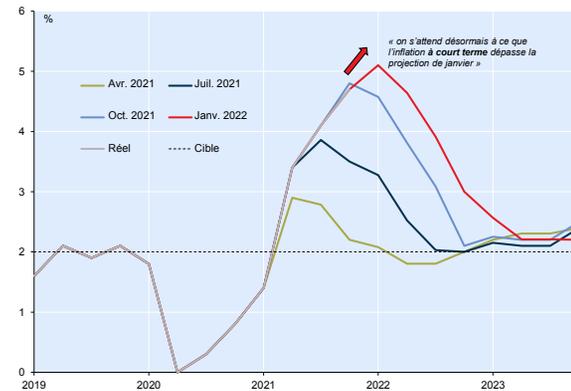
## BdC : Mieux vaut tard que jamais

La Banque du Canada a enfin rehaussé son taux directeur de sa valeur plancher – une décision qui aurait dû être prise depuis longtemps, à notre avis, puisque nous avons largement assez de preuves de l'inflation, des marchés du travail et du secteur immobilier résidentiel pour justifier une hausse en janvier. Quoi qu'il en soit, la décision de mars devrait être la première d'une série d'augmentations rapides du taux de financement à un jour cible alors que la Banque du Canada entame sa lutte contre l'inflation avec un temps de retard. Sur ce front, le communiqué sur les taux a laissé entrevoir que les risques pour l'inflation à court terme, penchent une fois de plus du côté de la hausse. Attendez-vous à voir annoncer des prévisions d'inflation plus forte quand la Banque du Canada publiera un nouveau Rapport sur la politique monétaire le mois prochain (un RPM qui reflétera les avis actualisés de la Banque sur les taux neutres).

# Taux d'intérêt et marché obligataire

## La BdC ne dit pas « transitoire », mais ses projections sont éloquentes

Projection de l'inflation de la BdC dans les derniers RPM



FBN Économie et Stratégie (données de la BdC, StatCan) | Estimations de certains trimestres basées sur des projections trimestrielles et annuelles

Malgré le conflit en Ukraine, auquel la BdC a fait référence à de multiples reprises dans son communiqué sur la politique monétaire, rien ne laissait entendre que la BdC ne prévoyait pas une nouvelle hausse en avril. Et comme cela avait été communiqué même avant la hausse de mars, Tiff Macklem et le Conseil de direction ont réitéré que les Canadiens peuvent s'attendre à ce que les taux d'intérêt suivent une voie ascendante. Nous croyons que cela se traduira par des hausses de taux consécutives (la première ayant déjà eu lieu), pour porter le taux de financement à un jour cible à 1% d'ici le deuxième semestre. Une fois que les hausses faciles auront été réalisées et que le taux directeur se situera à un niveau un peu plus normal, le rythme de l'augmentation devrait ralentir puisque le Conseil de direction s'en remettra davantage aux données du moment et agira en fonction des aléas géopolitiques.

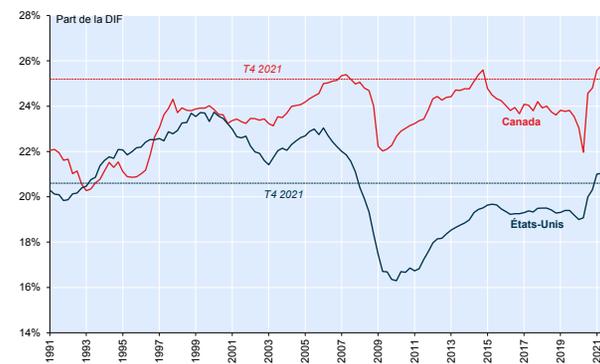
Même s'il advenait une résolution pacifique à court terme en Ukraine, nous continuons de nous attendre à ce que le taux directeur atteigne un point culminant plus tôt et à un niveau plus bas que ce que projettent les autres prévisionnistes. Dans un an, nous pensons que la BdC aura donné son dernier tour de vis de ce cycle, avec un taux directeur inférieur à 2%. Comme on s'attend à ce que l'inflation soit encore supérieure à cette cible, comment expliquer cette prévision?

Premièrement, nous continuons de prévoir une croissance du PIB inférieure à celle qui fait consensus en 2022 et 2023. Nous étions déjà de cet avis avant l'inva-

sion russe de l'Ukraine, et ce risque clé ne fait qu'ajouter à la probabilité que la BdC interrompe ses hausses tôt. Deuxièmement, l'économie du Canada est aussi sensible aux taux d'intérêt que jamais et est plus sensible aux taux d'intérêt que les États-Unis. En d'autres termes, les hausses de taux d'intérêt devraient théoriquement ralentir la demande plus vite et plus fortement au Canada qu'aux États-Unis. En outre, alors que l'inflation canadienne est moins élevée que celle au sud de la frontière, il n'est pas nécessaire de ralentir autant la demande pour ramener l'inflation à la cible.

## Le Canada est plus sensible aux taux d'intérêt que les États-Unis

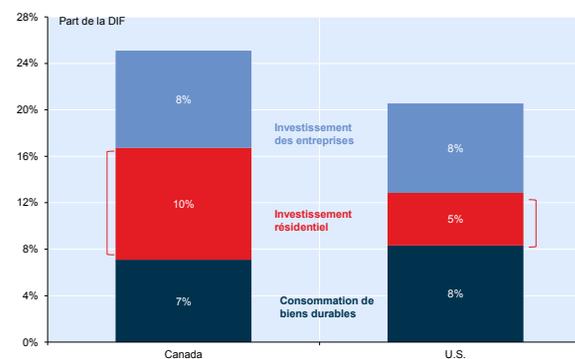
Part sensible aux taux d'intérêt de la demande intérieure finale : T4 2021



FBN Économie et Stratégie (données de StatCan, BEA)

## Le Canada est plus sensible aux taux d'intérêt que les États-Unis

Part de la DIF sensible aux taux d'intérêt : T4 2021



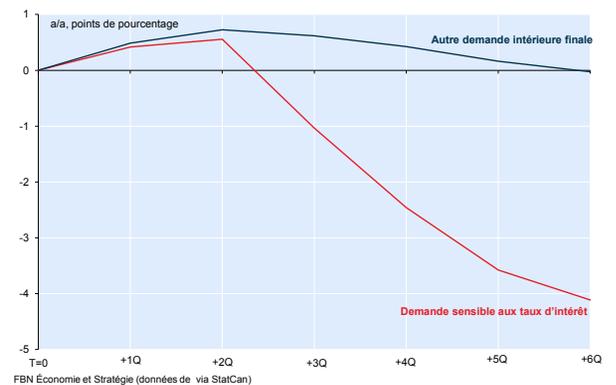
FBN Économie et Stratégie (données du BEA, StatCan)

Si, dans un an, nous nous trouvons dans une situation dans laquelle la croissance a nettement ralenti, l'activité immobilière s'est calmée et l'inflation recule

régulièrement vers la cible, nous nous attendons à ce que la Banque marque pour le moins une pause, voire arrête le cycle de hausse et attende de constater l'impact total de celles déjà appliquées. Après tout, il faut habituellement 4 à 6 trimestres pour que le resserrement de la politique monétaire se répercute pleinement sur l'économie.

## Dans le passé, la DSTI était maîtrisée dans les 4 à 6 trimestres

Variation de la croissance réelle de la DSTI et reste de la DIF, cycles moyens de 6 hausses de la BdC



Enfin, si nous pensons que la Banque marquera une pause dans les hausses de taux d'intérêt au début de l'an prochain, cela ne signifie pas que le cycle de resserrement de la politique monétaire sera terminé. En fait, contrairement aux cycles passés, la Banque a un autre outil à sa disposition : le resserrement quantitatif.

## BdC: Réponses aux questions sur le RQ

Alors que la hausse des taux d'intérêt de mars était largement prévisible, les participants du marché restaient dans le brouillard en ce qui concerne la gestion prévue par la BdC de son bilan. Contrairement à la Réserve fédérale américaine, il n'y avait pas d'antécédents de la BdC dont nous pouvions nous inspirer. Heureusement, cela a changé après la décision de politique monétaire de mars quand le gouverneur Tiff Macklem a livré quelques renseignements détaillés fort utiles sur l'exercice de resserrement quantitatif à venir.

Sans indiquer de date précise à laquelle la phase de réinvestissement prendra officiellement fin, la communication de Tiff Macklem sur les modifications antérieures du bilan est instructive. En septembre, il a profité d'une allo-

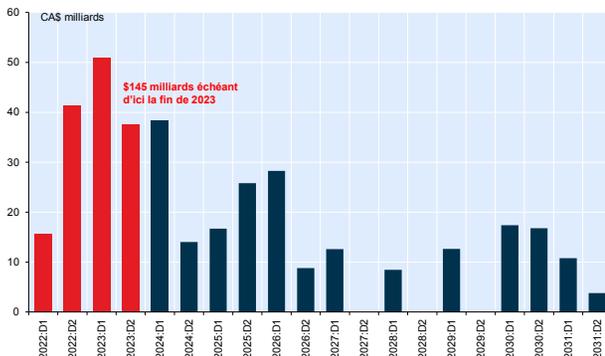
# Taux d'intérêt et marché obligataire

cutation pour annoncer la fin de l'assouplissement quantitatif en octobre. Nous ne serions pas surpris le moins du monde que la Banque opte pour la même stratégie cette fois-ci, en profitant de son allocution de mars pour préparer l'annonce du RQ à la réunion d'avril.

Quant à la tournure que prendra le RQ, nous avons été surpris par le rythme relativement rapide de la liquidation des titres de son portefeuille que la Banque compte entreprendre, en ne les renouvelant pas à l'échéance. Plutôt que d'opter pour une approche graduelle, basée sur un plafond, comme l'a fait historiquement la Fed, la BdC laissera simplement arriver toutes ses obligations à échéance sans réinvestir le capital. Cela signifie qu'il n'y aura pas d'achat sur le marché secondaire et il semble probable qu'il n'y aura pas non plus d'achat sur le marché primaire. Nous relevons que le message de M. Macklem sur les prévisions de participation au marché primaire n'était pas clair et qu'il n'a pas exclu un certain niveau d'achat aux adjudications quand la question lui a été posée par les médias. Il s'agit là d'un point critique qui pourrait constituer la différence dans la réduction de \$50 milliards du bilan au cours des deux prochaines années (réduction complète comparativement au taux de participation aux adjudications antérieur de 13%), mais quel que soit le cas, la Banque sera en mesure d'orchestrer une réduction importante du bilan. Mais de quel degré de normalisation peut-il être question?

## Les échéances de la BdC sont concentrées sur le court terme

Positions de la BdC en obligations du Canada par groupes semestriels



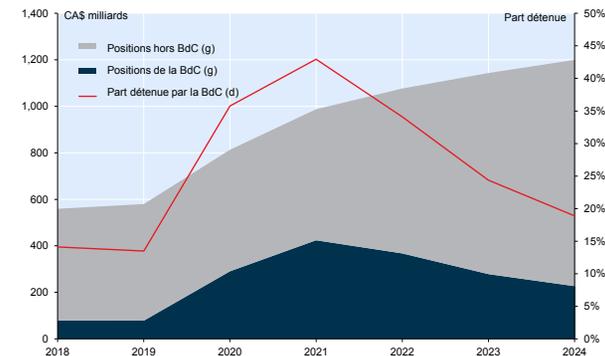
FBN Économie et Stratégie (données de la Banque du Canada)

Par la seule liquidation passive, la Banque allégerait son bilan de CA\$145 milliards d'ici la fin de 2023 (en présumant qu'il n'y a aucune participation aux adjudications).

Si cela devait se matérialiser, les positions en OdC détenues par la Banque diminueraient plus de deux fois plus vite que les positions de la Fed en obligations du Trésor américain pendant une période similaire en 2017-2019. Une autre année de liquidation totale en 2024 impliquerait que la Banque pourrait réduire de près de la moitié ses positions actuelles en OdC. En plus des échéances de ses positions au bilan relativement plus petites (obligations provinciales, OHC, opérations de pension, etc.), cela signifierait que la Banque pourrait faire baisser son portefeuille jusqu'à environ CA\$250 milliards en trois ans. Certes, cela représenterait plus du double des niveaux d'avant la COVID, mais on serait loin des CA\$575 milliards d'il y a un an. La part de la totalité des OdC détenue par la Banque, par ailleurs, pourrait baisser de plus de 40% aujourd'hui à moins de 20% dans trois ans.

## La BdC pourrait nettement réduire les positions détenues

Répartition des OdC en circulation : BdC et autres investisseurs + position de la BdC après liquidation



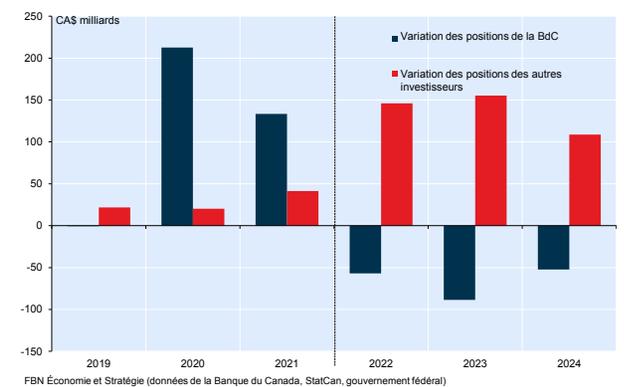
FBN Économie et Stratégie (données de la BdC, du gouvernement fédéral, de StatCan)

Comme la phase de réinvestissement doit s'arrêter bientôt, les investisseurs canadiens et étrangers seront appelés à prendre le relais et remplacer la Banque. Alors que les souscripteurs autres que la BdC n'ont acquis que pour environ CA\$20 milliards et CA\$40 milliards de nouvelles OdC nettes en 2020 et en 2021, respectivement, ils devront absorber un volume sans précédent de CA\$150 milliards cette année et un montant similaire en 2023. Avec une forte demande mondiale d'actifs liquides de grande qualité, la chute libre des besoins d'emprunt provinciaux et un engagement solide des investisseurs étrangers, il y a de bonnes raisons de croire que la BdC réussira à mener à bien une

grande partie de normalisation rapidement. En outre, les soldes de règlement du STPGV de CA\$230 milliards indiquent qu'il reste beaucoup de marge d'absorption sans une réévaluation importante des taux sur le marché. La question la plus importante pour les taux des OdC est peut-être : que va faire la Fed? Heureusement, le suspens ne devrait pas durer trop longtemps puisque les réponses sur les questions clés concernant le bilan devraient arriver dès la réunion de la Fed de mars. Notre analyse détaillée de la politique de la Fed sera disponible le 16 mars.

## Le RQ sollicitera beaucoup plus les investisseurs

Variation effective/projetée des positions en OdC de la BdC : BdC autres investisseurs face à la liquidation



FBN Économie et Stratégie (données de la Banque du Canada, StatCan, gouvernement fédéral)

# Taux d'intérêt et marché obligataire

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

	11-Mar-22	10-Dec-21	10-Sep-21	11-Jun-21	12-Mar-21
<b>Taux d'intérêt</b>					
3 mois	0.552	0.024	0.152	0.112	0.11
2 ans	1.591	0.969	0.414	0.311	0.318
5 ans	1.741	1.317	0.831	0.818	1.042
10 ans	1.957	1.466	1.238	1.369	1.587
30 ans	2.256	1.797	1.802	1.932	2.026
<b>Écarts</b>					
3 mois - 2 ans	103.9	94.5	26.2	19.9	20.8
2 - 5 ans	15	34.8	41.7	50.7	72.4
5 - 10 ans	21.6	14.9	40.7	55.1	54.5
10 - 30 ans	29.9	33.1	56.4	56.3	43.9
<b>Taux de change</b>					
CAD/USD	1.2756	1.2722	1.2692	1.2158	1.2475
EUR/CAD	0.7135	0.6945	0.6672	0.6792	0.6706

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



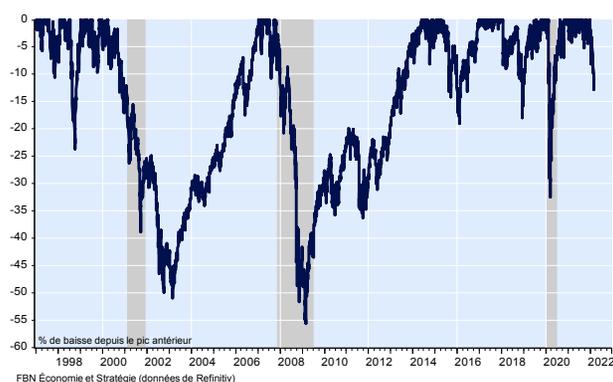
**Matthieu Arseneau**  
Chef économiste adjoint  
514 879-2252

## Monde : Le retour de la stagflation?

Les dernières semaines ont été extrêmement volatiles sur les places financières du monde depuis l'invasion majeure de l'Ukraine par la Russie, qui a pris le monde par surprise le 24 février. Au moment de rédiger ces notes, l'indice MSCI Monde (tous pays) est en baisse de près de 12% sous son dernier point culminant (graphique).

### Monde : Les actions sont battues en brèche

Pourcentage de baisse maximum de l'indice MSCI Monde TP depuis son point culminant (au 11 mars 2022)



Alors que l'indice MSCI EMOA (Europe, Moyen-Orient, Afrique) a été le plus durement affecté, accusant un repli de 12,7% depuis le début de l'année, les indices de la plupart des autres régions sont aussi en baisse de 10% ou plus. Seuls le Canada et l'indice MSCI MÉ Amérique latine sont en hausse depuis le début de 2022 (tableau).

### Indice MSCI composé : Évolution des cours

	Depuis le début		
	du mois	du trimestre	de l'année
MSCI Monde (TP)	-4.4	-11.3	-11.3
MSCI Monde	-4.2	-11.5	-11.5
MSCI États-Unis	-4.3	-12.5	-12.5
MSCI Canada	1.3	0.7	0.7
MSCI Europe	-5.0	-10.9	-10.9
MSCI Pacifique sans le Japon	-1.6	-5.0	-5.0
MSCI Japon	-4.7	-10.6	-10.6
MSCI MÉ	-6.4	-10.4	-10.4
MSCI MÉ EMOA	-9.0	-12.7	-12.7
MSCI MÉ Amérique latine	-0.4	6.1	6.1
MSCI MÉ Asie	-6.6	-11.4	-11.4

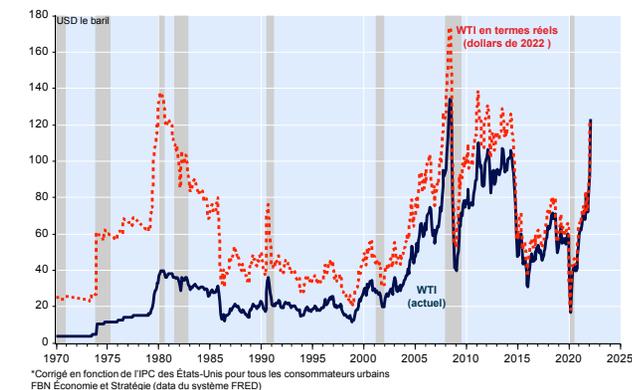
11/3/2021

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

À mesure que le conflit s'intensifie et comme les économies occidentales envisagent de se détourner du pétrole de la Russie, qui en est le plus grand producteur au monde, le prix du brut a grimpé en flèche. Au-dessus de \$US100 le baril actuellement, le prix du West Texas intermédiaire (WTI) est déjà remonté à des niveaux qu'on n'avait pas vus depuis 2013 et atteint le double du niveau moyen des 5 années qui ont précédé la pandémie. Comment l'épisode actuel se compare-t-il aux trois chocs pétroliers antérieurs qui ont ébranlé l'économie mondiale (1973-1974, 1978-1979 et 2007-2008) et où les prix du brut se sont multipliés par plus de deux? Le baril de WTI devrait dépasser les \$US170 pour battre son record de 2008 après correction des effets de l'inflation (graphique). Il n'est par conséquent pas exagéré d'envisager une montée du prix à cette altitude pour le pétrole brut si les livraisons de brut russes vers le monde occidental sont suspendues.

### Monde : Le pétrole fera-t-il dérailler l'économie mondiale?

Prix du WTI : nominal et réel (dollars de 2022<sup>1</sup>)



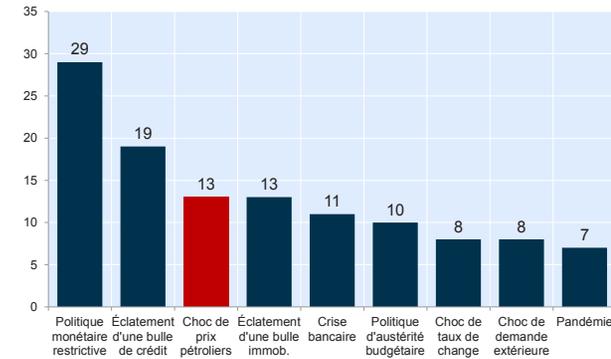
Cela compliquerait assurément les choses pour l'économie mondiale et les perspectives de bénéfices. En effet, les chocs pétroliers sont la troisième cause par ordre d'importance des récessions des économies du G7 depuis 1960, juste après des politiques monétaires restrictives et des bulles spéculatives de crédit (graphique).

<sup>1</sup> Voir « Carbon Capture in Canada: Boom or bust? », Étude thématique de BNCMF, 3 août 2021.

# Marché boursier et stratégie de portefeuille

## Monde : Vue historique des causes de récessions depuis 1960

Nombre de fois qu'un choc a été identifié comme une cause de récession (les causes peuvent être multiples)

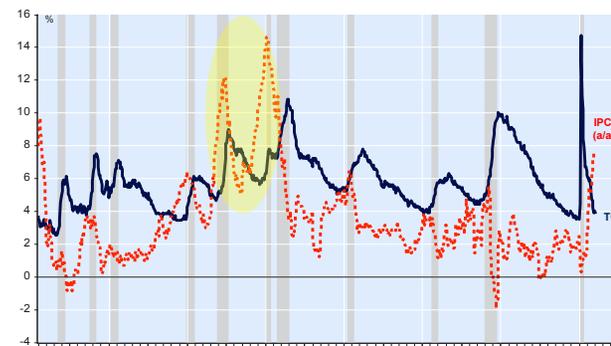


FBN Économie et Stratégie (données de Capital Economics)

Le resserrement monétaire attendu aux États-Unis à un moment où les prix de l'énergie s'envolent a ravivé les craintes de la stagflation. La stagflation est une situation dans laquelle l'inflation mesurée par l'IPC accélère rapidement alors que le taux de chômage augmente. Les chocs pétroliers de 1973-1974 et 1978-1979 ont déclenché une stagflation aux États-Unis – zone en jaune sur le graphique. Sommes-nous à la veille d'une réédition des années 1970? Espérons que non, car cela n'aurait rien pour enchainer les investisseurs, les deux chocs de l'époque s'étant soldés par des récessions.

## États-Unis : Cela s'est passé dans les années 1970

Taux de chômage (TC) et inflation mesurée par l'IPC – zone jaune = période de stagflation

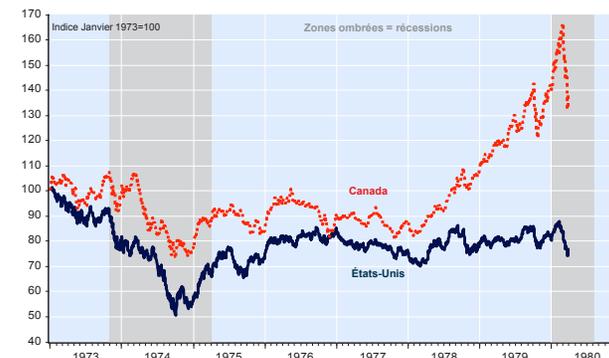


FBN Économie et Stratégie (BLS données de Refinitiv)

La période de stagflation a eu un impact très négatif sur les marchés boursiers. Aux États-Unis, l'indice S&P 500 a connu un cycle profondément baissier, s'est ressaisi puis a marqué un palier pendant le reste de la décennie. Les actions canadiennes en revanche, ont beaucoup moins souffert, le marché boursier terminant la décennie à 50% au-dessus de son niveau de 1973 (graphique).

## Amérique du Nord : Rendement boursier pendant la stagflation

Indices boursiers américain et canadien entre 1973 et 1980

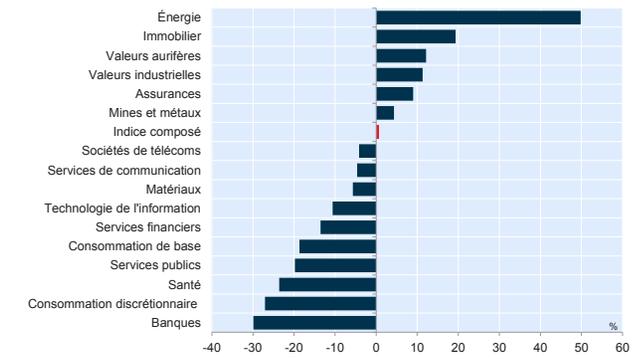


FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Cette meilleure tenue du marché peut s'expliquer par le fait que les ressources naturelles, qui occupent une bien plus grande place dans l'indice boursier de référence du Canada que dans celui des États-Unis, ont affiché un très bon rendement entre 1973 et 1980 (graphique). Il vaut la peine de noter que les banques, qui occupent maintenant une part beaucoup plus grande de l'indice S&P/TSX que le secteur de l'énergie (22% contre 16%), ont le moins bien tiré leur épingle du jeu pendant les années de stagflation. Cela rendrait le Canada plus vulnérable à la stagflation cette fois-ci si ce scénario devait se matérialiser.

## États-Unis : Rendement des actions en période de stagflation

Actions américaines de décembre 1973 à mars 1980

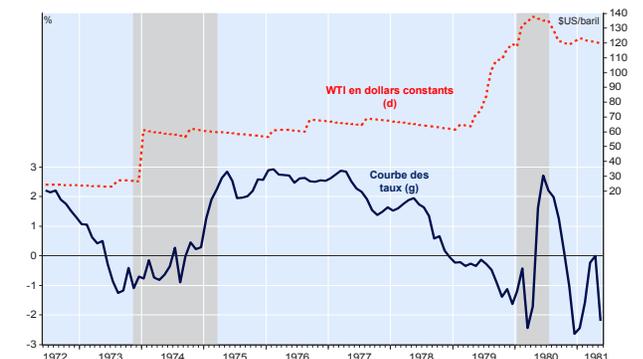


FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

La performance médiocre des banques dans les années 1970 peut être attribuée à la politique monétaire. En effet, la Réserve fédérale avait déjà supprimé la détente et commencé à serrer la vis, comme en atteste la courbe des taux inversée, avant les chocs pétroliers de 1973-1974 et 1978-1979 (graphique).

## É.-U. : Une politique déjà restrictive avant les chocs des années 1970

Courbe des taux (Treasuries 10 ans moins BT 3 mois et prix du pétrole (WTI) en dollars constants de 2022

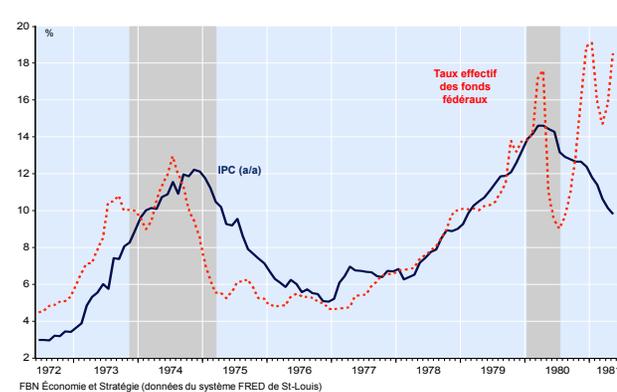


FBN Économie et Stratégie (données du système FRED de St-Louis)

Au lieu de parer aux chocs d'offre, la banque centrale américaine a préféré, dans les deux cas, continuer de chercher à juguler l'inflation alors même que l'économie plongerait dans une récession (graphique). Il n'est par conséquent pas étonnant que le secteur bancaire ait pâti avec le double revers de l'inversion de la courbe des taux et de l'augmentation du chômage.

# Marché boursier et stratégie de portefeuille

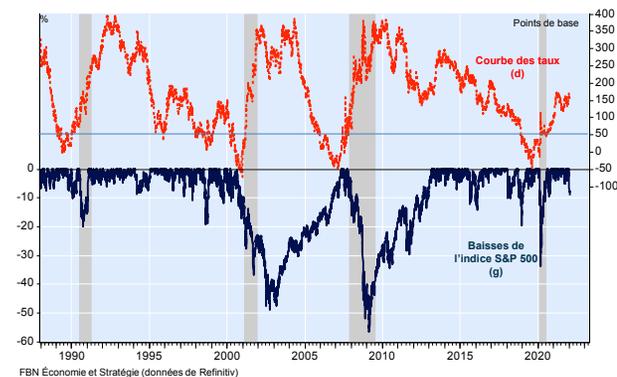
## É.-U. : La Fed s'attaque à l'inflation, exacerbant les chocs pétroliers



Comment le contexte actuel se compare-t-il avec les chocs pétroliers des années 1970? Cette fois-ci, la flambée des prix du pétrole s'est produite avant que la Fed ait même amorcé sa campagne de resserrement. La courbe des taux, définie comme la différence entre le taux des obligations du Trésor américain de 10 ans et le taux des bons du Trésor à 3 mois, est à 1.4% (140 points de base). C'est un écart relativement important en termes historiques et loin des inversions des années 1970 mentionnées plus tôt. Notre recherche a révélé qu'il n'y a jamais eu de marché baissier pour les actions américaines tant que la courbe des taux dénotait un écart de plus de 50 points de base (graphique).

## É.-U. : La courbe des taux n'annonce pas un marché baissier

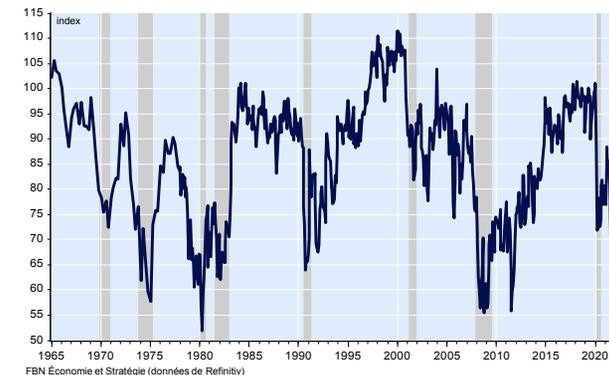
Baisses de l'indice S&P 500 depuis les pics et courbe des taux (Treasuries 10 ans moins BT 3 mois)



Mais alors qu'une hausse des taux d'intérêt par la Fed en mars est quasiment certaine, la courbe des taux devrait s'aplatir. La question est de savoir combien il faudra de temps à la courbe pour atteindre 50 points de base. L'évaluation ambitieuse du marché de 6 ou 7 hausses de taux au cours de cette année pourrait nous y amener rapidement. À notre avis, ces attentes sont trop fortes, puisqu'elles ne reflètent pas le risque que le conflit militaire en Ukraine fait courir à la chaîne des approvisionnements mondiale et à la croissance économique. Alors que la confiance des consommateurs est pratiquement au plus bas depuis toujours, nous croyons que la Fed devra se montrer plus patiente dans son relèvement des taux d'intérêt pour ne pas risquer d'entraîner l'économie en récession comme ce fut le cas dans les années 1970 (graphique).

## É.-U. : La confiance des consommateurs en chute libre

Indice de confiance des consommateurs (Université du Michigan)



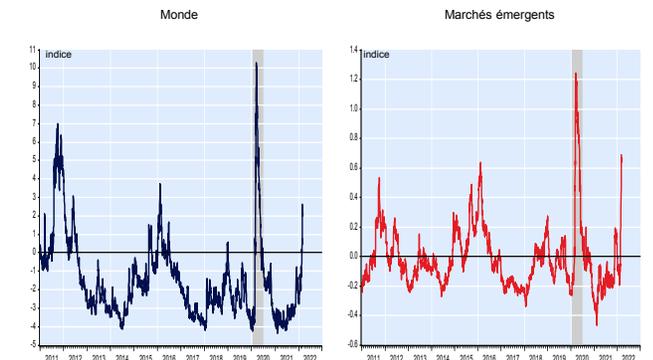
Nos stratèges des titres à revenu fixe prévoient quatre hausses des taux en 2022 et sont d'avis que la Fed aura recours au resserrement quantitatif plutôt que de se dépêcher de hausser le taux directeur au-dessus de son point neutre (lire [ici](#)). Cette approche aurait l'avantage de maintenir une courbe des taux plus abrupte que ce ne serait le cas autrement.

## Répartition des actifs

Nous ajustons nos recommandations en termes de répartition des actifs ce mois-ci pour refléter le conflit militaire en Ukraine et les perspectives plus incertaines pour l'économie mondiale dans le contexte de la flambée des prix des aliments et de l'énergie. Nos prévisions de base ne reflètent pas une situation de stagflation, mais la probabilité d'une telle issue a fortement augmenté. Nous réduisons donc notre exposition aux actions mondiales en diminuant notre position dans les marchés émergents de 2 points pour augmenter notre pondération en liquidités. La tension financière sur les marchés émergents a atteint des niveaux inégalés depuis plus d'une décennie, à l'exclusion de l'épisode de la pandémie (graphique). Les économies émergentes qui dépendent des importations de produits alimentaires et d'énergie sont particulièrement vulnérables aux chocs de la balance des paiements susceptibles d'entraîner un certain désendettement sur les marchés financiers.

## Monde : Les tensions financières mondiales ont bondi

Indice OFR des tensions financières sur les marchés financiers du monde (au 11 mars 2022)

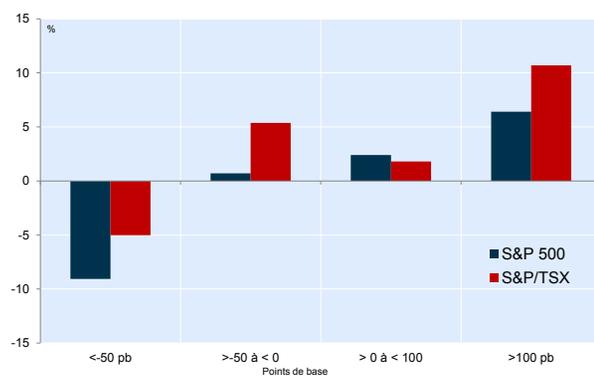


Nous gardons confiance dans notre recommandation d'une pondération supérieure à l'indice de référence des actions canadiennes, car nous pensons que l'environnement actuel des prix élevés des produits de base conjugué à une courbe des taux relativement abrupte permettra à l'indice S&P/TSX de se démarquer (graphique).

# Marché boursier et stratégie de portefeuille

## S&P/TSX : La pente de la courbe des taux encore favorable

Rendement moyen sur 6 mois des actions en phase de maturité selon la pente de la courbe des taux



FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

## Indice S&P/TSX composé : Évolution des cours

	Depuis le début		
	du mois	du trimestre	de l'année
S&P TSX	1.6	1.1	1.1
MATÉRIAUX	10.6	20.5	20.5
ÉNERGIE	4.9	25.6	25.6
CONSO MMATION DE BASE	4.8	0.1	0.1
TÉLÉCOMS	4.5	8.3	8.3
SERVICES PUBLICS	4.3	1.8	1.8
INDUSTRIE	3.5	-0.7	-0.7
IMMOBILIER	2.0	-5.1	-5.1
SERVICES FINANCIERS	-1.4	0.9	0.9
BANQUES	-1.6	3.4	3.4
CONSO M. DISCRÉTIONNAIRE	-6.9	-12.8	-12.8
SANTÉ	-8.3	-19.0	-19.0
TI	-11.7	-42.4	-42.4

11/3/2022

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

## É.-U. : Rendement des actions dans une phase de maturité

Rendement moyen sur 6 mois selon la pente de la courbe des taux 10A-3M (date de début : 1973)

	<-0.5	>-0.5 à 0	0 à 0.5	>1
<b>Total</b>	<b>-9.1</b>	<b>0.7</b>	<b>2.4</b>	<b>6.4</b>
Technologie de l'information	-16.7	-1.2	4.4	10.5
Immobilier	-14.7	6.2	-3.9	9.7
Santé	-11.5	2.0	4.4	9.3
Assurance	-13.9	0.3	3.3	7.1
Énergie	-1.7	5.6	4.7	6.2
Services financiers	-13.5	0.0	1.1	6.2
Petites capitalisations	-6.6	3.2	-2.3	6.2
Consommation discrétionnaire	-9.9	-1.5	1.0	4.3
Banques	-12.2	0.5	-2.9	3.9
Valeurs industrielles	-7.3	1.7	2.6	3.8
Services de communication	-4.6	1.2	4.7	6.5
Services publics	-12.6	1.8	6.3	4.3
Consommation de base	-12.2	1.5	3.8	5.4
Matériaux communs	-2.7	8.1	2.2	-2.4
Mines et métaux	1.3	13.2	6.6	-5.9
Or	7.5	14.4	5.0	-6.6

FBN Économie et Stratégie (data de Refinitiv)

En outre, nous pensons que les producteurs canadiens d'énergie pourraient encore mieux tirer leur épingle du jeu si le gouvernement fédéral réévaluait sa position sur la production de combustibles fossiles dans le sillage de la crise ukrainienne. Il est devenu clair qu'on ne peut plus se fier à la Russie comme fournisseur d'énergie des économies occidentales. Nos alliés doivent trouver d'autres fournisseurs de combustibles fossiles pour assurer une transition sans accroc à un environnement plus décarboné s'ils veulent éviter les sources d'énergie plus sales. Nous comprenons que les émissions de carbone sont maintenant centrales dans les décisions d'investissement. En même temps, nous ne pouvons pas ignorer que le potentiel géographique du Canada, sa géologie, l'existence d'une infrastructure, la collaboration et les partenariats industriels placent le secteur de l'énergie de notre pays en bonne posture pour devenir un chef de file mondial du captage, de l'utilisation et du stockage du carbone (CSC/CUSC).<sup>1</sup> Il y a donc un moyen de repositionner la mise en valeur de l'énergie canadienne tout en la rendant conforme aux principes ESG, mais le gouvernement fédéral devra aider à canaliser les investissements vers ces technologies. Le prochain budget fédéral pourrait être positif pour l'indice S&P/TSX si Ottawa dévoilait un programme de crédit d'impôt ambitieux pour encourager le CSC/CUSC.

NBF Asset Allocation			
	Benchmark (%)	NBF Recommendation (%)	Change (pp)
<b>Equities</b>			
Canadian Equities	20	25	
U.S. Equities	20	18	
Foreign Equities (EAFE)	5	3	
Emerging markets	5	3	-2
<b>Fixed Income</b>	45	42	
<b>Cash</b>	5	9	+2
<b>Total</b>	100	100	

NBF Economics and Strategy

Dans le volet des titres à revenu fixe, nous continuons de recommander une exposition inférieure à celle du marché. Nous nous tenons prêts à réévaluer notre position en fonction de l'évolution du conflit militaire en Ukraine.

## Répartition sectorielle

Notre répartition sectorielle est inchangée ce mois-ci. Nous continuons de privilégier les secteurs qui se sont bien tenus au début du processus de resserrement de la politique monétaire, quand la courbe des taux reste à des niveaux supérieurs à ce qui dénote habituellement un marché baissier tout en offrant une protection contre la stagflation (énergie, métaux communs, or) – tableau.

# Marché boursier et stratégie de portefeuille

## Rotation sectorielle fondamentale FBN - Mars 2022

Nom (secteur/industrie)	Recommandation	Pondération S&P/TSX
<b>Énergie</b>	Surpondérer	16.3%
<b>Matériaux</b>	Surpondérer	13.7%
Produits chimiques	Équipondérer	2.5%
Emballage et conditionnement	Surpondérer	0.5%
Métaux et minerais *	Surpondérer	3.1%
Or	Surpondérer	7.1%
Papier et industrie du bois	Équipondérer	0.6%
<b>Industrie</b>	Équipondérer	11.8%
Biens d'équipement	Surpondérer	2.0%
Services aux entreprises	Sous-pondérer	2.9%
Transports	Équipondérer	6.8%
<b>Consommation discrétionnaire</b>	Équipondérer	3.1%
Automobiles et composants automobiles	Sous-pondérer	0.8%
Biens de consommation durables et habillement	Surpondérer	0.5%
Services aux consommateurs	Équipondérer	0.8%
Distribution	Équipondérer	1.1%
<b>Biens de consommation de base</b>	Équipondérer	3.7%
Distribution alimentaire et pharmacie	Équipondérer	3.1%
Produits alimentaires, boisson et tabac	Équipondérer	0.5%
<b>Santé</b>	Équipondérer	0.6%
Équipements et services de santé	Équipondérer	0.1%
Produits pharmaceutiques et biotechnologie	Équipondérer	0.5%
<b>Finance</b>	Équipondérer	32.2%
Banques	Équipondérer	22.3%
Services financiers diversifiés	Équipondérer	4.2%
Assurance	Équipondérer	5.7%
<b>Technologies de l'information</b>	Sous-pondérer	6.1%
<b>Télécommunications</b>	Équipondérer	5.1%
<b>Services aux collectivités</b>	Sous-pondérer	4.6%
<b>Immobilier</b>	Sous-pondérer	2.9%

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

# Marché boursier et stratégie de portefeuille

Prévisions FBN Canada		
	Actuel	Cible
<b>Niveau de l'indice</b>	<b>2022-03-11</b>	<b>T4-2022 (est.)</b>
S&P/TSX	21 462	22 700
<b>Hypothèses</b>		T4-2022 (est.)
Niveau: Bénéfices	1381	1550
Dividendes	567	636
Ratio C/B passé	15.5	14.6
Obligations 10 ans	1.99	2.20

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

Prévisions FBN États-Unis		
	Actuel	Cible
<b>Niveau de l'indice</b>	<b>2022-03-11</b>	<b>T4-2022 (est.)</b>
S&P 500	4 204	4 500
<b>Hypothèses</b>		T4-2022 (est.)
Niveau: Bénéfices	210	225
Dividendes	62	66
Ratio C/B passé	20.0	20.0
Obligations 10 ans	2.01	2.25

\* Bénéfices opérationnels du S&P, approche ascendante.

	Rendement des marchés boursiers internationaux								
	En monnaie locale (Indices MSCI en \$ US)					En dollars canadiens			Corrélation * avec S&P 500
	Clôture 11/03/2022	Cumulatif mars-22	Cumulatif 2022	Δ 1 an	Δ 3 ans	Cumulatif 2022	Δ 1 an	Δ 3 ans	
<b>Amérique du Nord - Indice MSCI</b>	<b>4 221</b>	<b>-4.0%</b>	<b>-12.0%</b>	<b>5.2%</b>	<b>50.7%</b>	<b>-11.5%</b>	<b>6.3%</b>	<b>42.6%</b>	<b>1.00</b>
États-Unis - S&P 500	4 204	-3.9%	-11.8%	6.7%	51.1%	-11.3%	7.9%	43.0%	1.00
Canada - S&P TSX	21 462	1.6%	1.1%	13.9%	33.3%	1.1%	13.9%	33.3%	0.95
<b>Europe - Indice MSCI</b>	<b>1 799</b>	<b>-7.1%</b>	<b>-14.0%</b>	<b>-6.0%</b>	<b>11.7%</b>	<b>-13.6%</b>	<b>-5.0%</b>	<b>5.7%</b>	<b>0.93</b>
Royaume-Uni - FTSE 100	7 156	-4.1%	-3.1%	6.2%	0.4%	-5.9%	0.6%	-5.1%	0.32
Allemagne - DAX 30	13 628	-5.8%	-14.2%	-6.5%	18.1%	-16.8%	-13.3%	9.2%	0.94
France - CAC 40	6 260	-6.0%	-12.5%	3.8%	18.9%	-15.1%	-3.9%	9.9%	0.86
Suisse - SMI	11 496	-4.1%	-10.7%	5.6%	23.1%	-12.3%	5.9%	26.2%	0.96
Italie - Milan Comit 30	259	0.0%	0.0%	0.0%	13.1%	-3.0%	-7.4%	4.6%	0.50
Pays-Bas - Amsterdam	675	-7.5%	-15.4%	-1.3%	26.0%	-18.0%	-8.6%	16.6%	0.96
<b>Zone Pacifique - Indice MSCI</b>	<b>2 812</b>	<b>-4.4%</b>	<b>-9.5%</b>	<b>-11.4%</b>	<b>8.2%</b>	<b>-9.0%</b>	<b>-10.4%</b>	<b>2.4%</b>	<b>0.87</b>
Japon - Nikkei 225	25 163	-5.1%	-12.6%	-13.9%	19.1%	-13.5%	-19.3%	7.2%	0.92
Australie - All ordinaries	7 339	0.2%	-5.7%	5.6%	17.2%	-4.5%	0.5%	15.1%	0.85
Hong Kong - Hang Seng	20 554	-9.5%	-12.2%	-30.1%	-27.9%	-12.0%	-29.9%	-31.6%	-0.14
<b>MSCI - Monde</b>	<b>2 840</b>	<b>-4.6%</b>	<b>-12.1%</b>	<b>1.2%</b>	<b>36.9%</b>	<b>-11.6%</b>	<b>2.3%</b>	<b>29.6%</b>	<b>1.00</b>
<b>MSCI - Monde ex. É.-U.</b>	<b>2 094</b>	<b>-5.4%</b>	<b>-11.2%</b>	<b>-5.9%</b>	<b>13.2%</b>	<b>-10.7%</b>	<b>-4.9%</b>	<b>7.1%</b>	<b>0.93</b>
<b>MSCI - EAEO</b>	<b>2 044</b>	<b>-6.2%</b>	<b>-12.5%</b>	<b>-7.9%</b>	<b>10.5%</b>	<b>-12.0%</b>	<b>-7.0%</b>	<b>4.6%</b>	<b>0.92</b>
<b>MSCI - Marchés émergents (indice libre)</b>	<b>1 086</b>	<b>-7.3%</b>	<b>-11.9%</b>	<b>-20.0%</b>	<b>4.3%</b>	<b>-11.4%</b>	<b>-19.2%</b>	<b>-1.3%</b>	<b>0.83</b>

\* Corrélation des rendements mensuels sur 3 ans

# Marché boursier et stratégie de portefeuille

## Bénéfices sectoriels du S&P 500 - Consensus\*

2022-03-11

	Pond. S&P 500	niveau	Variation		Croissance - BPA			C/B			Croissance prévue sur 5 ans	Ratio PEG	Indice de révision**
			3-m Δ	12-m Δ	2022	2023	à 12 mois	2022	2023	à 12 mois			
<b>S&amp;P 500</b>	100	287	-6.53	20.15	9.01	9.94	9.01	19.75	17.96	19.14	16.92	2.12	1.96
<b>Énergie</b>	4.16	580.55	34.82	45.10	41.65	-5.84	26.42	12.42	13.19	12.60	21.11	0.48	14.48
<b>Matériaux</b>	2.61	512.53	-7.30	4.28	8.40	-4.82	4.80	15.13	15.90	15.28	18.34	3.19	4.05
<b>Industrie</b>	8.04	826.00	-7.03	2.55	35.37	19.86	30.22	20.15	16.81	19.15	15.06	0.63	-2.21
<b>Consommation discrétionnaire</b>	11.60	1315.58	-18.51	-0.99	28.56	22.49	26.19	27.63	22.56	26.22	28.36	1.00	0.54
<b>Consommation de base</b>	6.16	744.60	-3.46	10.99	5.63	8.33	6.45	21.52	19.86	20.88	8.65	3.24	0.23
<b>Santé</b>	13.78	1499.91	-4.18	12.72	7.65	-0.15	5.66	15.72	15.74	15.73	9.62	2.78	3.64
<b>Finance</b>	11.37	603.92	-6.78	5.92	-9.95	12.92	-4.66	14.48	12.82	14.02	21.56	nég.	0.40
<b>Technologie de l'information</b>	27.29	2524.09	-17.75	8.76	12.91	12.29	11.83	24.90	22.17	23.56	15.70	1.99	3.99
<b>Services de télécommunications</b>	9.45	219.59	-17.53	-9.11	2.48	14.48	5.32	18.42	16.09	17.73	19.96	3.34	-2.63
<b>Services publics</b>	2.76	355.70	1.83	14.40	0.09	7.74	2.01	19.80	18.37	19.41	6.45	9.67	-2.83
<b>Immobilier</b>	2.77	286.69	-6.53	20.15	-18.67	11.20	-12.30	45.67	41.07	44.43	32.46	nég.	2.73

\* Source I/B/E/S

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

# Analyse technique



**Dennis Mark, CFA**  
Analyste  
416 869-7427

## Le tour du monde en six graphiques

Dans les dernières éditions, nous avons souligné la détérioration des conditions techniques des marchés alors que les indices continuaient de monter. Les indices boursiers du monde entier inversent maintenant leur cours, certains mettant fin à des structures sommitales. Il est maintenant plus important que jamais de garder l'œil sur les rebonds alors que les causes de distraction ne manquent pas. Écoutez le marché, pas les nouvelles du monde. La principale rupture est celle de la moyenne Dow Jones des valeurs industrielles. Historiquement, le franchissement de la moyenne mobile de 200 jours par le Dow, à la hausse ou à la baisse, est important pour la tendance du marché, et en l'occurrence, c'est à la baisse qu'il franchit la ligne.

# Analyse technique

## Moyenne Dow Jones des valeurs industrielles (DJI)

Dans l'édition de février de Vision, nous avons mis en lumière le graphique de l'indice Russell 2000 qui est descendu d'un sommet d'un an à 2,100 et continue de tendre à la baisse. Nous présentons maintenant le graphique de la moyenne Dow Jones des valeurs industrielles qui redescend d'un sommet de 10 mois à 33,800. Une tendance à la hausse qui s'effrite continue d'être marquée par une détérioration technique. Sa moyenne de 50 jours devrait descendre sous celle de 200 jours alors que la dégradation se poursuit. Une tendance à la hausse marquée a été interrompue en janvier où la courbe est descendue sous sa moyenne de 200 jours également. Cette rupture importante de la moyenne de 200 jours est pratiquement l'opposé de 2020 où le Dow est parti à la hausse peu après le début de la pandémie. Maintenant que la pandémie est apparemment dans sa phase finale, la courbe s'inverse. Notre première cible est 30,000, mais le plus important, c'est que la tendance devient de plus en plus baissière.



# Analyse technique

## Indice composé NYSE (NYA)

L'indice composé NYSE est un indicateur large du marché boursier américain composé de toutes les actions ordinaires pondérées en fonction de la capitalisation boursière. Une tendance à la hausse de cet indice perd de son élan à la hausse alors que l'indice ne parvient pas à se maintenir dans la zone élevée des derniers mois. Une courbe de tendance à la hausse partant des creux de 2020 a basculé en novembre. Le niveau de soutien clé de la courbe à 16,000 est de nouveau remis en question alors que le graphique dessine une structure sommitale potentielle. Le récent passage sous ses moyennes mobiles a empêché des rebonds. La percée sous 16,000 complète la formation sommitale et rend la tendance baissière.



# Analyse technique

## Indice composé NASDAQ (IXIC)

Le marché NASD était en tête de la récente tendance à la hausse des actions et perd maintenant sa position de chef de file. Une rupture de sa ligne de tendance ascendante ainsi que le soutien 14,400 fait ressortir la détérioration technique. Malgré une tendance haussière en 2021, le NASD a rapidement cédé la quasi-totalité de ses gains. L'incapacité de tenir sa moyenne de 200 jours au début de 2022 a signalé une nouvelle faiblesse technique. Le prochain niveau de soutien clé à environ 13,000 est remis en question par l'incapacité de créer une grande structure sommitale qui indique une extension de la tendance faible.



# Analyse technique

## Indice DAX (DAX)

L'indice DAX en Allemagne présente une formation similaire à celle des marchés américains, mais est un peu plus faible et tend à la baisse. Une rupture similaire des lignes de tendance et des moyennes mobiles indique l'émergence d'une tendance plus faible. Une récente percée du niveau de soutien à 15,000 complète une formation sommitale de 10 mois et rend la tendance baissière. Le prochain arrêt sera à 13,500, mais surtout, la tendance est maintenant à la baisse avec des implications négatives pour d'autres marchés.



# Analyse technique

## iShares MSCI ex U.S. ETF (ACWX)

Le graphique du FNB ACWX marque une percée à la baisse après un sommet d'un an au début de 2022 et semble révéler un leadership à la baisse parmi les marchés du monde. Les marchés boursiers américains étaient en tête de la reprise à partir des creux de 2020 avec un trébuchement de la croissance et des titres technologiques dernièrement. Le graphique du FNB ACWX illustre le reste du monde en dehors des États-Unis. Alors que le leadership américain s'estompe, le reste du monde ne représente pas une solution de rechange pour les investissements. Le graphique du FNB ACWX est descendu sous son niveau de soutien à US\$54.00 rendant la tendance baissière. Un soutien important dans ce graphique n'entrera pas en jeu avant de friser les US\$45, ce qui laisse entrevoir un risque de baisse sur de nombreux marchés internationaux.



# Analyse technique

## Indice composé S&P/TSX (GSPTSE)

L'indice composé S&P/TSX se maintient relativement bien étant donné son exposition plus grande aux secteurs des matières premières et des services financiers. Néanmoins, la tendance à la hausse depuis le creux de 2020 est sous pression alors que la détérioration technique s'intensifie. Le soutien de la moyenne mobile de 200 jours à 20,650 se maintient après deux tests récents. Le soutien clé se situe à 20,000. Sans l'appui des matières premières, l'indice S&P/TSX est à risque au vu de ce qui se passe sur les autres marchés du monde.



# Analyse sectorielle



Dans cette section,  
les tableaux et graphiques  
sont basés sur les informations  
disponibles au **28 février 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
<b>Énergie</b>	Cenovus Energy Inc.	CVE	\$19.93	\$28.00	0.66%	41.19%	Pétrole, gaz et combustibles
	Keyera Corp.	KEY	\$29.69	\$36.00	6.31%	27.72%	Pétrole, gaz et combustibles
	Secure Energy Services Inc.	SES	\$6.13	\$8.00	0.53%	31.00%	Équipements et services pour l'énergie
	Shawcor Ltd.	SCL	\$5.86	\$8.50	0.00%	45.05%	Équipements et services pour l'énergie
	Tourmaline Oil Corp.	TOU	\$50.00	\$62.50	1.54%	26.60%	Pétrole, gaz et combustibles
<b>Matériaux</b>	Cascades Inc.	CAS	\$13.13	\$18.00	3.78%	40.75%	Emballage et conditionnement
	Centerra Gold Inc.	CG	\$12.36	\$14.00	2.19%	15.53%	Or
	Copper Mountain Mining Corp.	CMMC	\$3.53	\$4.50	0.00%	27.48%	Métaux et minerais
	Endeavour Mining plc	EDV	\$33.48	\$45.50	2.08%	38.03%	Or
	Hudbay Minerals Inc.	HBM	\$10.33	\$12.50	0.20%	21.20%	Métaux et minerais
	Kinross Gold Corp.	K	\$6.32	\$11.50	2.14%	84.81%	Métaux et minerais
	Pan American Silver Corp.	PAAS	\$29.98	\$41.00	1.74%	38.80%	Métaux et minerais
	Teck Resources Ltd.	TECK.b	\$45.64	\$55.00	1.00%	21.60%	Métaux et minerais
	Wesdome Gold Mines Ltd.	WDO	\$14.27	\$15.25	0.00%	6.87%	Or
	<b>Industrie</b>	ATS Automation Tooling Systems Inc.	ATA	\$49.15	\$66.00	0.00%	34.28%
CAE Inc.		CAE	\$33.91	\$44.00	0.00%	29.76%	Biens d'équipement
Dexterra Group Inc.		DXT	\$7.90	\$14.50	4.59%	87.97%	Services aux entreprises
Hardwoods Distribution Inc.		HDI	\$41.98	\$79.00	1.19%	89.33%	Biens d'équipement
Heroux-Devtek Inc.		HRX	\$17.57	\$26.00	0.00%	47.98%	Biens d'équipement
IBI Group Inc.		IBG	\$14.05	\$20.00	0.00%	42.35%	Services aux entreprises
Mullen Group Ltd.		MTL	\$12.36	\$16.50	4.94%	38.35%	Transport
TFI International Inc.		TFII	\$132.12	\$160.00	1.15%	22.13%	Transport
WSP Global Inc.		WSP	\$155.51	\$209.00	0.93%	35.36%	Biens d'équipement
<b>Consommation discrétionnaire</b>		Gildan Activewear Inc.	GIL	\$49.76	\$65.00	1.89%	32.36%
	Spin Master Corp.	TOY	\$46.42	\$66.00	0.00%	42.18%	Biens de consommation durables et habillement
<b>Biens de consommation de base</b>	Chartwell Retirement Residences	CSH.un	\$12.17	\$15.00	5.18%	28.28%	Équipements et services de santé
	Dialogue Health Technologies Inc.	CARE	\$5.27	\$14.00	0.00%	165.65%	Équipements et services de santé
	DRI Healthcare Trust	DHT.u	US\$4.86	US\$10.00	5.83%	111.93%	Produits pharmaceutiques et biotechnologie
	Knight Therapeutics Inc.	GUD	\$5.44	\$8.00	0.00%	47.06%	Produits pharmaceutiques et biotechnologie
<b>Finance</b>	Bank of Montreal	BMO	\$144.73	\$163.00	3.72%	16.30%	Banques
	Canadian Imperial Bank of Commerce	CM	\$160.43	\$167.00	4.13%	8.11%	Banques
	Equitable Group Inc.	EQB	\$75.74	\$95.00	1.56%	26.91%	Banques
	iA Financial Corporation Inc.	IAG	\$75.31	\$89.00	3.48%	21.50%	Assurances
	Trisura Group Ltd.	TSU	\$34.72	\$65.00	0.00%	87.21%	Assurances
<b>Technologies de l'information</b>	Lightspeed Commerce Inc.	LSPD	US\$26.27	US\$75.00	0.00%	185.50%	Logiciels et services
	Shopify Inc.	SHOP	US\$694.26	US\$1500.00	0.00%	116.06%	Logiciels et services
	Telus International (Canada) Inc.	TIXT	US\$24.55	US\$50.00	0.00%	103.67%	Logiciels et services
<b>Communications</b>	Cineplex Inc.	CGX	\$13.84	\$19.00	0.00%	37.28%	Medias et Loisirs
	TELUS Corp.	T	\$32.01	\$36.00	3.96%	16.56%	Services de Télécommunication
<b>Services aux collectivités</b>	Borex Inc.	BLX	\$37.01	\$44.00	1.66%	20.67%	Services aux collectivités
	Capital Power Corp.	CPX	\$38.95	\$47.00	5.47%	26.29%	Services aux collectivités
	Innervex Renewable Energy Inc.	INE	\$18.43	\$23.00	3.67%	28.70%	Services aux collectivités
	Northland Power Inc.	NPI	\$40.30	\$44.00	2.88%	12.16%	Services aux collectivités
<b>Immobilier</b>	Canadian Apartment Properties REIT	CAR.un	\$52.76	\$70.50	2.70%	36.37%	Immobilier
	Crombie REIT	CRR.un	\$17.38	\$20.00	5.04%	20.20%	Immobilier
	Flagship Communities REIT	MHC.u	US\$18.36	US\$24.00	2.99%	33.63%	Immobilier
	H&R REIT	HR.un	\$12.93	\$17.00	4.08%	35.50%	Immobilier
	Killam REIT	KMP.un	\$21.33	\$27.00	3.26%	29.86%	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 28 février 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

 $\Delta$  = 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 $\Delta$  = 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 de Montréal
- › Banque Canadienne Impériale de Commerce

## Banques et compagnies d'assurance-vie canadiennes

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

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

répercussions de l'IFRS 17 sont allés de bénins à positifs. Cours cible de \$89. Rendement supérieur.

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

L'acquisition de la Banque de l'Ouest par BMO a différé de nos attentes de plusieurs façons, la plupart positives. La plus grande divergence est l'émission d'un nombre d'actions beaucoup plus faible que prévu (près de 30 millions contre une estimation de 84 millions). À l'heure actuelle, l'opinion générale est que BMO pourrait constituer un « placement mort » au cours de l'année à venir, pendant que les investisseurs évaluent les risques liés à l'approbation réglementaire, au financement et à l'exécution. Bien que cela soit valable, nous pensons que la perspective à long terme est beaucoup plus positive. BMO a réglé son problème de fonds propres excédentaires et compensera le frein exercé par la normalisation de la provision pour pertes sur créances par les synergies de dépenses découlant de l'acquisition. De plus, si les hausses de taux se matérialisent comme les analystes le prévoient, nous voyons une hausse supplémentaire du BPA/RCP qui pourrait conduire à des révisions positives du BPA en 2023. Cours cible de \$163. Rendement supérieur.

Symb.	Cote du titre	Cote du titre Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 2/28	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
<b>Banques</b>																			
Banque de Montréal	BMO	RS	94,173	648	145.27	10/2021	12.96	13.17	14.20	11.0	10.2	80.18	89.36	97.56	1.6	1.5	3.7%	163.00	↑
Banque Scotia	BNS	RM	111,456	1,216	91.68	10/2021	7.87	8.30	8.55	11.0	10.7	53.28	57.37	61.54	1.6	1.5	4.4%	90.00	↑
CIBC	CM	RS	73,762	451	163.61	10/2021	14.47	15.54	15.26	10.5	10.7	94.86	99.72	106.06	1.6	1.5	3.9%	167.00	↑
Banque Nationale	NA	PN	34,765	338	102.78	10/2021	8.98	9.46	9.27	10.9	11.1	50.23	53.02	56.74	1.9	1.8	3.4%	PN	
Banque Royale du Canada	RY	RS	200,066	1,425	140.37	10/2021	11.19	11.55	12.19	12.2	11.5	66.71	70.05	74.39	2.0	1.9	3.4%	147.00	↑
Banque Toronto-Dominion	TD	RS	190,727	1,822	104.68	10/2021	7.91	8.05	8.75	13.0	12.0	51.66	55.96	61.04	1.9	1.7	3.4%	110.00	↑
Banque Canadienne de l'Ouest	CWB	RM	3,420	90	37.93	10/2021	3.81	3.89	4.35	9.8	8.7	33.64	35.46	38.29	1.1	1.0	3.2%	44.00	↑
Banque Laurentienne	LB	RM	1,858	44	42.63	10/2021	4.57	4.68	4.93	9.1	8.6	54.33	57.08	60.00	0.7	0.7	4.1%	49.00	↑
<b>Assurances</b>																			
Great-West Lifeco	GWO	RM	35,601	931	38.25	12/2021	2.88	3.50	3.85	10.9	9.9	24.71	24.71	26.42	1.5	1.4	5.1%	39.00	
iA Groupe Financier	IAG	RS	8,255	108	76.68	12/2021	7.12	8.31	9.00	9.2	8.5	62.01	107.80	108.11	0.7	0.7	3.3%	89.00	↑
Financière Manuvie	MFC	RM	50,316	1,943	25.90	12/2021	2.75	3.25	3.44	8.0	7.5	26.78	26.78	28.07	1.0	0.9	5.1%	28.00	
Financière Sun Life	SLF	RM	39,422	586	67.29	12/2021	5.45	5.99	6.44	11.2	10.4	41.08	41.08	45.89	1.6	1.5	3.9%	77.00	↓

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

Source: Refinitiv, Données financières des sociétés, Analyses FBN

# Distribution et produits de consommation



**Vishal Shreedhar**

Analyste  
416 869-7930

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

## Sélection

› [Gildan](#)

### Les Vêtements de Sport Gildan Inc. (GIL : TSX; N)

**T4 2021 : Résultats solides; l'expansion des capacités soutient de solides perspectives sur trois ans**

▣ **T4 2021 : BPA ajusté de \$0.76 (est. FBN \$0.63 et consensus \$0.60)**

Nous considérons que les résultats sont positifs compte tenu du fait que les données phares ont dépassé de loin nos estimations ainsi que les pronostics consensuels. Par rapport aux estimations de FBN, l'écart était largement dû à un chiffre d'affaires supérieur, à une marge brute supérieure et à des FVGA favorables. Le chiffre d'affaires était de \$784 millions, alors que nous l'avions estimé à \$751 millions et que le consensus se situait à \$736 millions (T4 2020 : \$690 millions). Le segment Vêtement de sport a dégagé un chiffre d'affaires de \$627 millions (est. FBN \$586 millions; T4 2020 : \$538 millions). La croissance des ventes du segment Vêtements de sport reflétait largement l'augmentation des ventes dans les points de vente. Les ventes d'articles chaussants et de sous-vêtements ont rapporté \$157 millions, contre une estimation FBN de \$164 millions (T4 2020 : \$152 millions). Le BAIIA ajusté s'est établi à \$190 millions, alors que nous l'avions estimé à \$172 millions et que le consensus était de \$166 millions (T4 2020 : \$145 millions).

▣ **La demande reste solide; le marché exploitable total s'étend**

Les ventes de vêtements de sport étaient élevées, en hausse de 17% a/a, et restent solides au T1 à ce jour. La direction évalue les retombées positives des actions sur les prix nets en 2022 entre 6% et 9%. GIL a une certaine flexibilité pour relever ses prix, mais sa priorité reste la croissance des volumes et les marges d'exploitation cibles (18% à 20%). Selon nous, GIL peut continuer de composer avec les pressions du secteur (disponibilité des fils, hausse des prix des matières premières telles que le coton et des coûts du transport et de la main-d'œuvre) compte tenu de la demande élevée. GIL maintient que le marché exploitable total a crû après la COVID-19 (grâce au commerce en ligne).

▣ **Solides perspectives sur trois ans; augmentation de la rémunération des actionnaires**

Gildan a présenté sa stratégie de croissance durable. Sur les trois prochaines années, elle table sur une croissance des ventes nettes (TCAC) de 7% à 10% (est. FBN 7.5%, révisée à 8.2%), sur une marge d'exploitation annuelle ajustée de 18% à 20%; sur des dépenses en immobilisations de 6% à 8% du chiffre d'affaires; et sur une croissance annuelle du dividende/une poursuite du programme de rachat d'actions. Le ratio d'endettement net cible est estimé entre 1 et 2. Les prévisions internes de GIL situent le BPA 2024 entre \$3.21 et \$3.97 (est. FBN \$3.47). GIL a annoncé une hausse de 10% de son dividende trimestriel et une augmentation de son programme de rachat d'actions de 5% à 10% de son flottant (au 31 juillet 2021).

▣ **Maintien de la cote Rendement supérieur; cours cible de CA\$65**

Notre cours cible pour GIL correspond à 16.0 fois notre estimation du BPA pour 2023 (après ajustement en fonction du change).

# Distribution et produits de consommation

Symb.	Cote du titre	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 02/28	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B		BAIIA			VE/BAIIA		Valeur compt.	Ratio d'endet.	Cours cible			
						(A) Dern.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	(A) Dern.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2			12 mois	Δ		
<b>Grands magasins</b>																					
Canadian Tire	CTC.a	RS	11,398	61.0	186.87	12/2021	18.91	18.07	19.31	10.3	9.7	2,667	2,584	2,664	5.4	5.2	84.01	0.32	231.00	↑	
Dollarama	DOL	RS	19,819	302.6	65.50	02/2021	1.81	2.20	2.57	29.8	25.5	1,131	1,291	1,434	18.0	16.2	0.06	0.99	66.00	↑	
<b>Carburant et autres</b>																					
Couche Tard	ATD.b	RM	↓	53,357	1,072.5	49.75	04/2021	2.45	2.50	2.45	15.7	16.0	5,005	5,070	4,836	9.3	9.7	12.00	0.32	55.00	↑
Parkland Fuel Corporation	PKI	RS		5,069	152.8	33.17	12/2020	0.54	0.83	2.78	40.0	11.9	967	1,263	1,438	7.5	6.6	15.03	0.66	48.00	↑
<b>Habillement</b>																					
Gildan	GIL	RS		9,691	194.8	49.76	12/2021	2.73	2.89	3.20	13.6	12.3	727	745	797	10.8	10.1	9.86	0.22	65.00	↑
<b>Épiceries</b>																					
Empire Company	EMP.a	RS		10,453	266.3	39.26	05/2021	2.61	2.78	3.01	14.1	13.0	2,144	2,297	2,393	7.5	7.2	17.67	0.59	46.00	↑
Loblaw	L	RS		33,428	338.1	98.87	12/2021	5.59	6.18	6.74	16.0	14.7	5,587	5,840	6,010	6.6	6.4	34.71	0.31	111.00	↑
Metro	MRU	RM		16,057	242.7	66.16	09/2021	3.44	3.80	4.14	17.4	16.0	1,106	1,117	1,153	18.3	17.7	26.55	0.27	72.00	↑
<b>Transformation des aliments</b>																					
Saputo	SAP	RS	↑	12,899	415.3	31.06	03/2021	1.74	1.40	1.81	22.2	17.2	1,471	1,264	1,577	13.4	10.8	15.9	0.38	33.00	↓
Lassonde	LAS.a	RS		1,054	6.9	152.00	12/2020	14.11	11.21	12.36	13.6	12.3	217	180	192	6.9	6.4	122.5	0.17	190.00	↓
Premium Brands Holdings	PBH	RS		5,098	43.6	116.92	12/2020	3.04	4.56	5.63	25.6	20.8	313	436	502	15.7	13.6	36.8	0.52	155.00	↓
<b>Commerce de détail spécialisé</b>																					
Sleep Country Canada	ZZZ	RM		1,109	37.1	29.87	12/2020	1.95	2.26	2.43	13.2	12.3	171	190	197	7.9	7.6	10.58	0.49	46.00	↓
Pet Valu	PET	RM		2,201	71.5	30.80	12/2020	0.64	1.00	1.20	30.8	25.6	144	177	173	14.8	15.1	0.00	1.44	35.00	↓
<b>Restauration</b>																					
MTY Food Group	MTY	RS		1,266	24.8	51.13	11/2021	3.46	3.62	3.99	14.1	12.8	169	177	186	8.9	8.4	26.16	0.32	70.00	↓
<b>Épicerie en ligne</b>																					
Goodfood Market	FOOD	R		R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	

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

u= dollars US

Source: Refinitiv, Rapports des sociétés, FBN

Note: Lassonde et Goodfood couverts par Ryan Li.



**Baltej Sidhu**  
Analyste  
403 290-5627

—  
**Adjoint :**  
Josh Turanich : 403 290-5625

## Vue d'ensemble

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

## Aperçu du marché du carbone

### ► **Marchés du carbone**

Les prix du carbone ont continué d'augmenter à un rythme effréné (90% a/a), tous systèmes et régions confondus (fourchette de 60% 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.

En commençant par le marché du carbone le plus liquide, le contrat à terme European Emission Allowances (EUA) Déc-22 a terminé le mois de février à €82.21 (US\$92.23), inscrivant un record historique pendant le mois à €96.93. Globalement, les EUA étaient en hausse

d'environ de 5% à 10% le mois dernier et restent en report, l'écart entre les contrats Déc-23 et Déc-22 étant de €1.50. Vu l'évolution des prix en glissement annuel, les EUA ont largement doublé au cours de la dernière année. Ailleurs, les contrats à terme United Kingdom Emissions Allowances (UKEA) Déc-22, négociés depuis la fin de mai 2021, ont clôturé à £79.59 (US\$106.81) à la fin de février, soit une hausse mensuelle de plus de 10% et de plus de 70% depuis leur création.

En Amérique du Nord, les contrats à terme Regional Greenhouse Gas Initiative (RGGI) Déc-22 ont clôturé le mois à US\$14.15; ils ont fait du surplace en glissement mensuel et affichent une hausse d'environ 70% sur douze mois. Enfin les contrats à terme California Carbon Allowances (CCA) Dec-22 ont clôturé le mois à \$30.62 et diminué en moyenne mensuelle de 5-10%; cependant, nous notons que les prix des CCA A/A sont en hausse d'environ 70%.

Enfin, soulignons le contrat à terme Global Emission Offsets (GEO) Déc-22, qui a clôturé le mois à \$6.55 et était en baisse en moyenne de 5% à 10% sur une base mensuelle, tandis que le contrat à terme Nature-based Global Emissions Offset (NGEO) Déc-22 suivait son exemple, se repliant de 5% à 10% pour clôturer à \$12.98. Enfin, le contrat GEO a commencé à se négocier le 26 février 2021 à US\$2.58, avant de toucher un creux à US\$2.30 le 21 mai et de voir son prix être multiplié par 2.5 environ.

### ► **Part du marché volontaire du carbone**

Selon une analyse fournie par Bloomberg, <5% des compensations volontaires sont catégorisées comme des retraits puisque ces compensations retirent du CO2e de l'atmosphère plutôt que de l'éviter. Nous signalons cela parce que l'initiative Science Based Targets n'inclut actuellement que des retraits dans sa méthodologie pour parvenir au niveau net zéro d'émissions résiduelles/ difficiles à éliminer une fois que tous les moyens disponibles ont été épuisés. De plus, le texte de l'Accord de Paris ne parle que des retraits purs et simples; cependant, il s'agit-là d'un point que doit aborder la COP27 en novembre. À notre avis, des crédits pour évitement et pour retrait seront nécessaires pour permettre au monde de réduire ses émissions mondiales totales d'environ 50 Gt CO2e à zéro d'ici le milieu du siècle, particulièrement étant donné que nous en sommes au début de l'évolution des marchés volontaires du carbone.



**Matt Kornack**  
Analyste  
416 507-8104

—  
Adjoint :  
Anthony Bogdan: 416 869-7935



**Tal Woolley**  
Analyste  
416 507-8009

—  
Adjoint :  
Ahmed Shethwala: 416 507-8102

## Sélections

- › [CAR.un](#)
- › [HR.un](#)
- › [KMP.un](#)
- › [MHC.u](#)
- › [CSH.un](#)
- › [CRR.un](#)

## Fonds de placement immobilier RioCan (REI.un)

### La journée des investisseurs fait place à un plan quinquennal « porteur »

▶ **La qualité, la croissance et la reddition de comptes ont été les thèmes principaux de la journée des investisseurs.**

À l'occasion de la journée des investisseurs qu'elle a tenue en ligne, REI a souligné les éléments opérationnels de son plan quinquennal et offert des prévisions financières à long terme aux analystes. Nous avons augmenté nos estimations et notre cours cible pour mieux refléter ces prévisions. REI compte parmi les FPI aux rendements les plus élevés cette année : grâce à son poids supérieur au sein de la plupart des indices de référence (sans parler d'une éventuelle candidature au TSX 60) et à des objectifs financiers désormais clairs et raisonnables, le coût d'une position sous-pondérée a augmenté. Notre cours cible de \$28 se traduit par un ratio FPER par part 2023E de 17.2x (auparavant 16.8x) et est fondé sur une décote de 2% (auparavant 3%) par rapport à notre VAN par part sur un an estimative révisée, ce qui reflète la croissance relative, le risque commercial et le levier d'endettement de REI.

▶ **La baisse du taux d'occupation est attribuée aux difficultés soulevées par la vague Omicron et à la saisonnalité habituelle, de nouvelles pertes étant attendues pour février.**

Le taux d'occupation de février devrait s'établir à 76.1%, soit une baisse de 50 pb par rapport à janvier et de 60 pb par rapport aux prévisions initiales de février fournies il y a un mois. CSH prévoit une nouvelle baisse de 40 pb pour mars, ce qui n'est pas inattendu compte tenu de la saison et de la réduction de l'activité de location causée par la vague Omicron.

▶ **Prévoyez une croissance des FPE par part de 5-7% et des rendements de 10-12% pour les cinq prochaines années.**

Le rendement total proviendra d'un rendement en espèces de 4-5% et d'une croissance des FPE par part d'environ 5-7% (en supposant que les taux de capitalisation ne changent pas) jusqu'en 2026. La croissance du BNE à portefeuille identique de 3% sous-tend les prévisions de croissance des FPE par

part de 5-7%. REI augmentera cette croissance de base avec l'achèvement de projets d'aménagement (\$3 milliards sur cinq ans), ce qui ajoutera encore 2-4% au taux de croissance annuel. La croissance des distributions devrait suivre le même parcours. Pour ses projets d'aménagement, REI s'autofinancera à hauteur de \$500 millions par an au moyen de liquidités non distribuées de \$150 millions, d'une dette supplémentaire affectée aux projets de \$250 millions et de capitaux recyclés de \$100 à \$200 millions, qui serviront à stimuler la croissance supplémentaire. REI pense pouvoir y parvenir tout en maintenant le levier d'endettement dans une fourchette de 8-9x (9.6x actuellement).

▶ **Les chiffres sont clairs; la direction est prête à rendre des comptes.**

Le plan a abordé tous les éléments nécessaires : les prévisions de croissance, les plans de financement et le bilan. L'hypothèse la plus audacieuse du plan est probablement l'atteinte d'un BNE à portefeuille identique de +3% (actuellement autour de +1% hors provisions), mais les hypothèses opérationnelles ne sont pas particulièrement audacieuses, REI devant revenir aux niveaux d'occupation et d'écart de location d'avant la COVID, ce qui semble raisonnable, étant donné qu'elle est déjà proche des cibles et que le portefeuille est de meilleure qualité et plus diversifié (le résultat du recyclage du capital et des projets d'aménagement qui stimulent le REN des immeubles résidentiels et les flux de frais de gestion). Les changements réglementaires sont ce que la direction considère comme l'obstacle le plus plausible à sa progression (par exemple, les restrictions à l'exploitation, les changements de zonage/utilisation des terres, le contrôle des loyers).

Matt Kornack, Tal Woolley						Distributions par part			Rend. des distributions				FPE dilués			C/FPE			12 mois				
Symb.	titre	Δ	Cap.	Analyste	Cours	(A)	(A)	est.	courant			(A)	est.	est.	(A)	(A)	est.	VAN	Cible	Rend. total <sup>(1)</sup>	Δ		
			bours.			2-28	2021	2022	2023	2021E	2022E	2023E	annualisé	2021	2022	2023	2021E					2022E	2023E
<b>Détail</b>																							
RioCan REIT	REI.un	RS	↔	\$7,782	Woolley	\$25.12	\$1.02	\$1.02	\$1.02	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	\$1.60	\$1.70	\$1.78	15.7x	14.8x	14.1x	\$28.50	\$28.00	15.5%	↑
Choice Properties REIT	CHP.un	RM	↔	\$10,504	Woolley	\$14.52	\$0.74	\$0.74	\$0.74	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	\$0.95	\$0.97	\$0.98	15.3x	15.0x	14.8x	\$14.20	\$15.50	11.8%	↔
First Capital REIT	FCR	RM	↔	\$3,986	Woolley	\$18.15	\$0.43	\$0.43	\$0.43	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	\$1.14	\$1.15	\$1.19	15.9x	15.8x	15.3x	\$23.90	\$20.50	15.3%	↑
SmartCentres REIT	SRU.un	RM	↔	\$5,665	Woolley	\$31.81	\$1.85	\$1.85	\$1.85	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	\$2.21	\$2.07	\$2.28	14.4x	15.4x	14.0x	\$34.10	\$34.00	12.7%	↔
CT REIT	CRT.un	RS	↔	\$3,950	Woolley	\$16.94	\$0.86	\$0.86	\$0.86	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	\$1.24	\$1.29	\$1.36	13.7x	13.1x	12.5x	\$17.30	\$19.50	20.2%	↔
Crombie REIT	CRR.un	RS	↔	\$3,059	Woolley	\$17.38	\$0.89	\$0.89	\$0.89	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	\$1.15	\$1.17	\$1.24	15.1x	14.9x	14.0x	\$18.23	\$20.00	20.2%	↔
Automotive Properties REIT	APR.un	RS	↔	\$695	Woolley	\$14.19	\$0.80	\$0.80	\$0.80	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	\$0.96	\$0.99	\$1.02	14.8x	14.3x	13.9x	\$12.00	\$15.50	14.9%	↔
<b>Bureau &amp; Diversifié</b>																							
Allied Properties REIT	AP.un	RS	↔	\$5,677	Kornack	\$44.08	\$1.75	\$1.75	\$1.75	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	\$2.40	\$2.51	\$2.74	18.4x	17.6x	16.1x	\$48.25	\$51.00	19.7%	↑
DREAM Office REIT	D.un	RM	↔	\$1,392	Kornack	\$26.14	\$1.00	\$1.00	\$1.00	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	\$1.54	\$1.61	\$1.71	16.9x	16.3x	15.3x	\$27.50	\$27.00	7.1%	↔
Slate Office REIT	SOT.un	RM	↔	\$368	Kornack	\$5.04	\$0.40	\$0.40	\$0.40	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	\$0.55	\$0.57	\$0.61	9.2x	8.8x	8.3x	\$6.05	\$5.25	12.1%	↔
True North Commercial REIT	TNT.un	RM	↔	\$680	Kornack	\$7.42	\$0.59	\$0.59	\$0.59	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	\$0.59	\$0.60	\$0.60	12.5x	12.3x	12.4x	\$7.15	\$7.50	9.1%	↔
H&R REIT	HR.un	RS	↔	\$3,947	Kornack	\$12.93	\$0.52	\$0.52	\$0.52	3.1%	3.1%	3.1%	4.0%	\$1.53	\$1.11	\$1.22	11.1x	15.3x	14.0x	\$17.25	\$17.00	35.5%	↔
Artis REIT	AX.un	RM	↔	\$1,643	Kornack	\$13.00	\$0.60	\$0.60	\$0.60	4.9%	4.9%	4.9%	4.5%	\$1.33	\$1.32	\$1.31	9.2x	9.3x	9.4x	\$14.85	\$12.25	-1.2%	↔
BTB REIT	BTB.un	RM	↔	\$302	Kornack	\$4.09	\$0.30	\$0.30	\$0.30	6.3%	6.3%	6.3%	7.4%	\$0.41	\$0.49	\$0.50	11.7x	9.7x	9.5x	\$5.20	\$4.75	23.5%	↑
<b>Industriel</b>																							
Granite REIT	GRT.un	RS	↔	\$6,214	Kornack	\$93.87	\$3.10	\$3.10	\$3.10	2.7%	2.7%	2.7%	3.3%	\$4.04	\$4.48	\$4.82	28.5x	25.7x	23.8x	\$95.85	\$115.00	25.8%	↔
DREAM Industrial REIT	DIR.un	RES	RES	\$4,321	Kornack	\$16.84	RES	RES	RES	RES	RES	RES	4.1%	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES
Summit Industrial	SMU.un	RS	↔	\$3,853	Kornack	\$21.53	\$0.56	\$0.56	\$0.56	2.1%	2.1%	2.1%	2.6%	\$0.71	\$0.75	\$0.80	37.6x	35.4x	33.1x	\$22.00	\$26.50	25.7%	↔
<b>Hôtels</b>																							
American Hotel Income Properties	HOT.un	RM	↔	\$353	Woolley	\$4.38	\$0.00u	\$0.00u	\$0.00u	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	\$0.60u	\$0.63u	\$0.65u	7.5x	7.2x	7.0x	\$6.20	\$4.50	2.7%	↔
<b>Appartements</b>																							
CAP REIT	CAR.un	RS	↔	\$9,390	Kornack	\$52.76	\$1.45	\$1.45	\$1.45	2.1%	2.1%	2.1%	2.7%	\$2.33	\$2.41	\$2.52	30.3x	29.2x	27.9x	\$63.10	\$70.50	36.4%	↔
Boardwalk REIT	BEI.un	RS	↔	\$2,810	Kornack	\$56.45	\$1.08	\$1.08	\$1.08	1.6%	1.6%	1.6%	1.9%	\$2.96	\$3.12	\$3.28	22.6x	21.5x	20.4x	\$61.50	\$67.00	20.6%	↑
Killam Apartment REIT	KMP.un	RS	↔	\$2,547	Kornack	\$21.33	\$0.70	\$0.70	\$0.70	2.6%	2.6%	2.6%	3.3%	\$1.07	\$1.10	\$1.18	25.3x	24.4x	22.9x	\$24.25	\$27.00	29.9%	↔
InterRent REIT	IIP.un	RS	↔	\$2,217	Kornack	\$15.40	\$0.34	\$0.34	\$0.34	1.8%	1.8%	1.8%	2.2%	\$0.51	\$0.58	\$0.62	37.6x	32.9x	30.7x	\$17.60	\$19.00	25.6%	↔
Minto Apartment REIT	ML.un	RS	↔	\$1,377	Kornack	\$21.79	\$0.48	\$0.48	\$0.48	1.8%	1.8%	1.8%	2.2%	\$0.79	\$0.89	\$0.99	33.1x	29.4x	26.4x	\$24.75	\$26.25	22.6%	↔
BSR REIT	HOM.un	RS	↔	\$962u	Kornack	\$18.97u	\$0.50u	\$0.50u	\$0.50u	2.3%	2.3%	2.3%	2.7%	\$0.63u	\$0.83u	\$0.89u	34.1x	25.9x	24.2x	\$19.10u	\$21.50u	16.0%	↔
ERES REIT	ERE.un	RS	↔	\$1,076	Kornack	\$4.79	\$0.17	\$0.17	\$0.17	3.0%	3.0%	3.0%	3.7%	\$0.22	\$0.24	\$0.26	25.7x	22.9x	21.7x	\$5.75	\$5.60	20.5%	↑
<b>International</b>																							
Inovalis REIT	INO.un	RM	↔	\$334	Kornack	\$9.91	\$0.83	\$0.83	\$0.83	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	\$0.53	\$0.58	\$0.67	18.8x	17.2x	15.0x	\$11.00	\$10.00	9.2%	↔
<b>Résidences pour personnes âgées</b>																							
Chartwell Retirement Residences	CSH.un	RS	↔	\$2,833	Woolley	\$12.17	0.61	0.61	0.61	4.1%	4.1%	4.1%	5.0%	0.59	0.56	0.70	25.4x	26.8x	21.4x	\$12.36	\$15.00	28.3%	↔
NorthWest H.P. REIT	NWH.un	RM	↔	\$3,009	Woolley	\$13.57	\$0.80	\$0.80	\$0.80	5.5%	5.5%	5.5%	5.8%	\$0.84	\$0.87	\$0.90	17.3x	16.6x	16.1x	\$13.43	\$14.50	12.7%	↔
Sienna Senior Living	SIA	RES	RES	\$1,022	Woolley	\$15.44	RES	RES	RES	RES	RES	RES	6.1%	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES
Extendicare	EXE	RM	↔	\$684	Woolley	\$7.68	0.48	0.48	0.48	6.0%	6.0%	6.0%	6.3%	0.49	0.47	0.52	16.4x	16.9x	15.4x	\$9.30	\$8.00	10.4%	↔
Invesque	IVQu	RM	↔	\$91u	Woolley	\$1.61u	\$0.00u	\$0.00u	\$0.00u	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	\$0.45u	\$0.47u	\$0.48u	4.4x	4.3x	4.2x	\$3.58u	\$2.00u	24.2%	↔
<b>Entreposage libre-service</b>																							
StorageVault Canada	SVL.V	RS	↔	\$2,499	Woolley	\$7.03	\$0.01	\$0.01	\$0.01	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	\$0.15	\$0.20	\$0.22	53.0x	40.3x	36.4x	\$6.30	\$8.00	14.0%	↔
<b>MHC</b>																							
Flagship Communities REIT	MHCu.TO	RS	↔	\$360u	Woolley	\$18.36u	\$0.54u	\$0.54u	\$0.54u	2.3%	2.3%	2.3%	2.9%	\$1.05u	\$1.10u	\$1.14u	22.8x	21.8x	21.1x	\$21.60u	\$24.00u	33.7%	↔
<b>Gestion d'actifs</b>																							
Tricon Capital Group	TCN	RS	↔	\$5,304u	Woolley	\$18.84	\$0.28	\$0.28	\$0.28	1.3%	1.3%	1.3%	1.4%	\$0.55u	\$0.61u	\$0.68u	38.1x	34.4x	30.9x	\$20.13	\$21.00	13.0%	↔

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

u = dollars US

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 :**

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



**Shane Nagle, cfa**

Analyste  
416 869-7936

—  
**Adjoints :**

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

## Sélections

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

## La volatilité des prix devrait persister en 2022

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

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

### Premiers choix :

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

La croissance endogène de la division cuivre, la base d'actifs diversifiés de grande qualité de Teck, exposés à la flambée des prix du charbon cokéfiab le 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 cokéfiab le dur de Chine dus aux marchés étri qués du charbon sidérurgique et à l'embargo sur le charbon australien qui devrait persister en 2022, ainsi que des améliorations progressives des activités de charbon de Teck au premier semestre de 2022 après la fin des travaux d'expansion du terminal Neptune. En outre, les projets de mise en valeur de mines de cuivre comme QB3, Zafranel et San Nicolás mettent en lumière la stratégie de croissance endogène de la division cuivre de Teck, la demande devant monter en flèche à mesure que le monde intensifie ses efforts de décarbonation.

#### › Hudbay Minerals (HBM: TSX)

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

#### › Copper Mountain Mining Corp. (CMMC: TSX)

Les perspectives de production à court terme à la mine Copper Mountain sont solides; la société entre dans une séquence à forte teneur pour 2022, avec la fin des travaux d'expansion qui ont porté la capacité des installations de traitement à 45,000 t/j (auparavant 40,000 t/j) au T3 2021. Notre cote Rendement supérieur est soutenue par un impressionnant profil de croissance dans des régions stables (Canada/Australie), un contexte favorable des prix du cuivre et l'amélioration du bilan de la société. Après l'approbation formelle du projet Eva par le conseil d'administration, nous nous attendons à ce que Copper Mountain ait clôturé le financement du projet à la mi-2022, avec une entrée en production au deuxième semestre de 2024 qui permettrait à la société d'atteindre son objectif de tripler sa production de 2020.

# Métaux et minerais : métaux communs

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

Symbole	Cote du Titre	Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 2/28	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	
<b>Production</b>																						
Capstone Mining	CS	RS	-	2,717	413.5	6.57	8.00	↓	Nagle	0.07u	0.60u	0.44u	8.3x	15.1x	0.34u	0.93u	0.73u	5.3x	6.8x	6.96	0.9x	
Copper Mountain Mining	CMMC	RS	-	743	210.4	3.53	4.50	↓	Nagle	0.11u	0.62u	0.51u	5.7x	6.9x	0.61u	1.53u	1.05u	2.3x	3.4x	5.11	0.7x	
Ero Copper	ERO	RM	-	1,610	88.8	18.14	19.50	↓	Nagle	1.34u	2.42u	2.23u	5.6x	8.1x	2.02u	3.30u	2.94u	4.1x	4.6x	16.39	1.1x	
First Quantum Minerals	FM	RS	-	25,688	691.1	37.17	40.00	-	Nagle	(0.07)u	1.20u	2.89u	23.3x	12.9x	2.64u	4.22u	6.24u	6.6x	4.5x	26.79	1.4x	
Hudbay Minerals	HBM	RS	-	2,701	261.5	10.33	12.50	-	Nagle	(0.44)u	0.23u	0.64u	33.5x	16.0x	0.93u	1.87u	2.87u	4.2x	2.7x	10.02	1.0x	
Lundin Mining	LUN	RM	-	9,002	736.0	12.23	12.25	-	Nagle	0.31u	1.11u	1.33u	8.3x	9.2x	1.00u	2.11u	2.19u	4.4x	4.2x	11.99	1.0x	
Sherritt International	S	RM	-	274	397.3	0.69	0.65	↑	Nagle	(0.37)u	(0.03)u	0.20u	n/a	3.4x	0.09u	(0.11)u	0.28u	n/a	1.9x	1.30	0.5x	
Taseko Mines	TKO	RM	-	687	284.9	2.41	3.00	↓	Nagle	(0.11)c	0.16c	0.28c	15.3x	8.7x	0.44c	0.73c	0.75c	3.3x	3.2x	3.80	0.6x	
Teck Resources	TECKb	RS	-	24,736	542.0	45.64	55.00	-	Nagle	1.05c	5.74c	11.58c	7.9x	3.9x	3.38c	10.54c	13.90c	4.3x	3.3x	37.50	1.2x	
Trevali Mining	TV	RM	-	119	98.9	1.20	2.00	↓	Nagle	(0.03)c	0.02c	0.32c	55.2x	3.7x	0.01c	0.12c	1.07c	7.6x	0.8x	1.87	0.6x	
<b>Sociétés de mise en valeur</b>																						
Adventus Mining	ADZN	RS	-	103	131.6	0.78	1.60	-	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	1.96	0.4x	
Filo Mining	FIL	RS	-	1,783	113.8	15.67	22.50	-	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	27.93	0.6x	
Foran Mining	FOM.V	RM	-	613	237.7	2.58	3.25	-	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	3.76	0.7x	
Josemaria Resources	JOSE	AO	-	658	380.2	1.73	1.55	-	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	2.07	0.8x	
Trilogy Metals	TMQ	RM	↓	178	145.0	1.23	2.50	↓	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	3.18	0.4x	
Sigma Lithium	SGML	RS	-	1,223	87.4	14.00	17.00	-	Aganga	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	23.75	0.6x	
Lithium Americas	LAC	RS	-	4,346	120.1	36.20	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

**Don DeMarco**Analyste  
416 869-7572**Adjoints :**Yi Liu : 416 869-8524  
Harmen Puri : 416 869-8045**Shane Nagle, CFA**Analyste  
416 869-7936**Adjoints :**Lola Aganga : 416 869-6516  
Ahmed Al-Saidi : 416 869-7535**Michael Parkin**Analyste  
416-869-6766**Adjoints :**Alessandro Cairo : 416 869-8511  
Andrew Dusome : 416 507-8177  
Rabi Nizami : 416 869-7925**L'inflation pourrait entraîner une reprise de l'or****L'attention portée à l'inflation aux États-Unis et à la baisse des achats d'actifs 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 indiqué qu'elle était prête à relever les taux d'intérêt, car le taux d'emploi cible a été atteint. Les analystes interrogés par Bloomberg tablent sur trois hausses des taux en 2022. Nous pensons qu'un taux d'inflation élevé et/ou persistant aux États-Unis et que le report potentiel de la baisse des achats d'actifs (par rapport aux attentes du marché) pourraient faire monter les prix de l'or au comptant, et donc aussi les actions aurifères. L'apparition du variant Omicron de la COVID-19 est un facteur de risque clé pour la reprise économique américaine que la Fed suit de près. Avec les récentes tensions géopolitiques associées à l'invasion de l'Ukraine, les prix de l'or au comptant ont atteint leurs plus hauts niveaux depuis novembre 2020. Nous pensons que les fluctuations futures des prix de l'or au comptant dépendront de l'évolution de la situation géopolitique.

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

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

**Sélections****Producteurs d'or/d'argent :**

- › **Centerra Gold (CG : TSX; cours cible de CA\$14.00)**
- › **Endeavour Mining plc**  
(CG : TSX; cours cible de CA\$14.00)
- › **Kinross Gold Corp. (K : TSX; cours cible de CA\$11.50)**
- › **Pan American Silver Corp.**  
(PAAS : TSX; cours cible de CA\$41.00)
- › **Wesdome Gold Mines Ltd.**  
(WDO : TSX; cours cible de CA\$15.25).

**Sociétés de redevances :**

- › **Sandstorm Gold Ltd.**  
(SSL : TSX; cours cible de CA\$10.00)

Symbole	Cote du Titre	Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	12 mois			Analyste	BPA				FTPA				Valeur				
					Cours 2/28	Cours Cible	Δ		(A)		C/B		(A)		C/FT		Actif Net	C/VAN			
									est.	est.	Ex1	Ex2	est.	est.	Ex1	Ex2					
<b>Grands producteurs (production &gt;1 Moz)</b>																					
Agnico-Eagle Mines Ltd	AEM	RS	-	29,052	453.73	64.03	84.00	-	Parkin	0.96u	1.86u	2.56u	27.1x	19.7x	3.64u	4.99u	4.99u	10.1x	10.1x	50.77	1.26x
Barrick Gold	ABX	RM	-	50,395	1,759.00	28.65	29.00	↓	Parkin	0.51u	1.15u	1.12u	19.6x	20.1x	1.81u	3.22u	3.22u	7.0x	7.0x	22.73	1.26x
Kinross Gold Corp	K	RS	-	7,955	1,258.71	6.32	11.50	↓	Parkin	0.31u	0.73u	0.77u	6.8x	6.5x	0.80u	1.37u	1.37u	3.6x	3.6x	12.13	0.52x
Newmont	NGT	RS	-	66,721	794.20	84.01	98.00	-	Parkin	1.32u	2.66u	2.96u	24.9x	22.3x	4.31u	5.69u	5.69u	11.6x	11.6x	65.33	1.29x
<b>Sociétés de redevances</b>																					
Franco-Nevada Corp	FNV	RM	-	35,672	191.1	186.66	195.00	-	Nagle	2.72u	3.51u	3.37u	40.0x	55.4x	4.22u	5.10u	4.88u	27.5x	28.8x	67.89	2.75x
Maverix Metals Inc	MMX	RM	-	877	146.7	5.98	6.75	-	Nagle	0.12u	0.12u	0.18u	n/a	32.7x	0.29u	0.26u	0.31u	22.9x	19.1x	5.05	1.18x
Osisko Gold Royalties Ltd	OR	RS	-	2,606	166.5	15.65	20.00	↓	Nagle	0.26u	0.57u	0.59u	n/a	26.8x	0.65u	1.03u	1.19u	15.1x	13.2x	13.75	1.14x
Royal Gold Inc	RGLD	RM	-	7,910	65.2	121.26u	140.00u	-	Nagle	2.91u	4.02u	3.80u	30.2x	31.9x	6.28u	7.06u	6.27u	12.9x	14.5x	66.40	1.83x
Sandstorm Gold Ltd	SSL	RS	-	1,733	191.7	9.04	10.00	↑	Nagle	0.11u	0.17u	0.23u	40.0x	39.3x	0.36u	0.43u	0.42u	15.8x	16.2x	7.95	1.14x
Triple Flag Precious Metals Corp	TFFPM	RM	-	2,417	156.0	15.49	19.00	-	Nagle	0.20u	0.39u	0.45u	29.9x	34.4x	0.78u	0.80u	0.88u	14.6x	13.2x	12.42	1.25x
Wheaton Precious Metals Corp	WPM	RS	-	25,021	450.5	55.54	65.00	-	Nagle	1.10u	1.34u	1.21u	31.2x	45.9x	1.71u	1.91u	1.77u	21.9x	23.6x	23.47	2.37x
<b>Producteurs intermédiaires (production &gt;250 Koz)</b>																					
Alamos Gold Inc	AGI	RM	-	3,661	391.96	9.34	10.50	-	Parkin	0.21u	0.42u	0.40u	17.6x	18.3x	0.75u	0.97u	0.97u	7.6x	7.6x	11.54	0.81x
B2Gold	BTO	RS	-	5,406	1,055.8	5.12	7.75	↓	DeMarco	0.36u	0.31u	0.37u	16.5x	13.7x	0.68u	0.71u	0.85u	7.2x	6.0x	4.90	1.04x
Centerra Gold Inc	CG	RS	-	3,668	296.78	12.36	14.00	-	Parkin	0.65u	0.65u	0.94u	15.1x	10.3x	1.36u	2.87u	1.50u	3.4x	6.5x	14.15	0.87x
Dundee Precious Metals	DPM	RS	↓	1,436	191.4	7.50	10.25	↓	DeMarco	1.03u	0.67u	0.83u	11.2x	9.1x	1.66u	1.20u	1.52u	6.3x	4.9x	10.36	0.72x
Eldorado Gold Corp	ELD	RS	-	2,542	182.65	13.92	17.00	↑	Parkin	(0.02)u	0.97u	0.62u	14.3x	22.6x	0.93u	2.23u	2.23u	4.9x	4.9x	20.87	0.67x
Endeavour Mining	EDV	RS	-	8,369	250.0	33.48	45.50	↓	DeMarco	2.48u	2.49u	2.42u	13.4x	13.8x	4.89u	5.00u	4.81u	6.7x	7.0x	35.18	0.95x
Equinox Gold Corp	EQX	RS	-	2,987	332.3	8.99	11.50	-	Parkin	0.33u	0.37u	0.20u	24.2x	45.5x	0.68u	1.06u	0.79u	8.5x	11.4x	13.50	0.67x
IAMGOLD Corp	IMG	RS	-	1,773	476.70	3.72	4.50	-	Parkin	(0.03)u	0.14u	(0.12)u	20.7x	-24.0x	0.75u	0.77u	0.77u	3.8x	3.8x	5.47	0.68x
Lundin Gold Inc.	LUG	RM	-	2,373	232.2	10.22	12.25	↓	DeMarco	1.07u	0.63u	0.59u	16.1x	17.4x	1.58u	1.35u	1.25u	7.6x	8.2x	12.32	0.83x
New Gold Inc	NGD	RM	-	1,492	681.15	2.19	2.50	-	Parkin	(0.08)u	0.03u	0.32u	77.1x	6.7x	0.39u	0.41u	0.41u	4.2x	4.2x	2.56	0.86x
OceanaGold Corp	OGC	RS	-	1,683	704.03	2.39	3.00	↓	Parkin	0.06u	(0.11)u	0.19u	n/a	12.3x	0.33u	0.33u	0.33u	5.6x	5.6x	2.70	0.89x
Pretium Resources	PVG	AO	-	3,459	187.1	18.49	18.50	-	DeMarco	0.59u	0.79u	0.61u	23.4x	30.5x	1.46u	1.68u	1.63u	11.0x	11.3x	15.80	1.17x
SSR Mining Inc	SSRM	RS	-	5,284	210.61	25.09	27.50	↓	Parkin	0.74u	1.43u	1.37u	13.9x	14.4x	1.59u	1.65u	1.65u	11.9x	11.9x	31.68	0.79x
Yamana Gold Inc	YRI	RS	-	5,892	945.72	6.23	7.25	↑	Parkin	0.10u	0.32u	0.34u	15.5x	14.6x	0.51u	0.66u	0.66u	7.4x	7.4x	5.71	1.09x
Torex Gold Resources Inc	TXG	RM	-	1,379	85.75	16.08	24.00	↑	DeMarco	2.36u	1.74u	1.76u	9.3x	9.1x	4.29u	4.04u	3.97u	4.0x	4.1x	21.52	0.75x
<b>Producteurs d'argent</b>																					
Aya Gold and Silver	AYA	RS	-	969	95.7	10.13	11.25	↓	DeMarco	0.09u	0.08u	0.17u	133.5x	57.9x	0.13u	0.13u	0.33u	79.1x	30.8x	7.50	1.35x
First Majestic Silver Corp	FR	RM	-	3,658	256.4	14.27	17.00	↓	DeMarco	0.08u	0.20u	0.25u	72.8x	57.2x	0.45u	1.07u	1.52u	13.3x	9.4x	6.74	2.12x
Fortuna Silver Mines Inc	FVI	RM	-	1,368	289.1	4.73	5.75	↓	DeMarco	0.49u	0.21u	0.72u	22.0x	6.6x	0.81u	0.82u	1.24u	5.8x	3.8x	4.94	0.96x
Pan American Silver	PAAS	RS	-	6,299	210.1	29.98	41.00	↓	DeMarco	0.77u	0.77u	1.40u	39.0x	21.5x	2.21u	2.32u	3.36u	12.9x	8.9x	18.45	1.62x
<b>Petits producteurs (production &lt;250 Koz)</b>																					
Argonaut Gold Inc.	AR	ER	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
K92 Mining Inc.	KNT	RS	-	1,722	223.3	7.71	11.50	↓	DeMarco	0.17u	0.42u	0.49u	18.5x	15.9x	0.27u	0.53u	0.60u	14.7x	12.8x	10.60	0.73x
Minera Alamos Inc.	MAI	RS	-	223	446.1	0.50	1.10	-	Nizami	0.01u	(0.00)u	0.04u	n/a	11.8x	0.00u	(0.01)u	0.05u	-	9.3x	1.08	0.46x
Wesdome Corp.	WDO	RS	-	1,994	139.7	14.27	15.25	-	DeMarco	0.50u	1.01u	1.00u	14.1x	14.2x	0.82u	1.40u	1.57u	10.2x	9.1x	12.11	1.18x
<b>Sociétés de mise en valeur</b>																					
AbraSilver Resource Corp	ABRA	RS	-	182	453.8	0.40	0.70	-	DeMarco	(0.00)u	(0.01)u	(0.01)u	-	-	(0.01)u	(0.01)u	(0.01)u	-	-	0.47	0.47x
Artemis Gold Inc.	ARTG	RS	-	875	141.5	6.18	11.50	-	DeMarco	(0.05)u	(0.19)u	(0.18)u	-	-	(0.09)u	(0.17)u	(0.18)u	-	-	11.52	11.52x
Barsele Minerals Corp.	BME	ER	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Bluestone Resources Inc.	BSR	ER	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Falco Resources Ltd.	FPC	ER	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Gold Standard Ventures Corp.	GSV	RS	-	183	358.0	0.51	1.40	-	Nizami	(0.04)u	(0.03)u	(0.03)u	n/a	n/a	(0.03)u	(0.02)u	(0.02)u	-	-	1.42	0.36x
Integra Resources Corp.	ITR	RS	-	122	62.1	1.97	3.00	↓	Nizami	(0.54)u	(0.69)u	(0.45)u	n/a	n/a	(0.50)u	(0.65)u	(0.43)u	-	-	2.95	0.67x
Liberty Gold Corp	LGD	RS	-	252	265.5	0.95	1.80	-	Nizami	0.03u	(0.09)u	(0.08)u	n/a	n/a	(0.05)u	(0.07)u	(0.07)u	-	-	1.83	0.52x
MAG Silver Corp	MAG	RS	-	2,107	97.9	21.52	30.00	-	DeMarco	(0.07)u	0.86u	0.00u	24.9x	-	(0.06)u	0.65u	1.97u	32.9x	10.9x	20.11	1.07x
Marathon Gold Corp.	MOZ	RS	-	602	212.1	2.84	4.50	-	DeMarco	(0.01)u	(0.04)u	(0.04)u	-	-	(0.01)u	(0.01)u	(0.01)u	-	-	4.35	0.65x
O3 Mining Inc.	OIII	RS	-	150	68.0	2.20	4.25	-	DeMarco	(0.16)u	(0.63)u	(0.62)u	-	-	(0.16)u	(0.63)u	(0.62)u	-	-	5.46	0.40x
Osisko Development	ODV	R	-	R	R	R	-	-	DeMarco	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Osisko Mining	OSK	RS	-	1,399	356.1	3.93	5.25	-	DeMarco	(0.03)u	(0.03)u	(0.03)u	-	-	(0.02)u	(0.02)u	(0.02)u	-	-	5.17	0.76x
Pure Gold Mining Inc.	PGM	ER	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Sabina Gold and Silver Corp.	SBB	RS	-	506	356.2	1.42	3.25	-	Puri	0.00u	0.00u	(0.01)u	-	-	0.00u	0.00u	(0.01)u	-	-	3.18	0.45x

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

u = dollar US; c = dollars canadiens

Source: Rapports des sociétés, Estimations FBN, Refinitiv

## Moyennes sociétés et services pétroliers



**Dan Payne**

Analyste  
403 290-5441

Adjoint :

Nick Stevenson : 403 441-0928

## Grandes capitalisations



**Travis Wood**

Analyste  
403 290-5102

Adjoint :

Logan Fisher : 403 441-0933

## Sélections

- › *Cenovus*
- › *Tourmaline*

## Perspectives dans le secteur du pétrole brut

Les prix du pétrole brut ont continué de monter en février, le WTI affichant une moyenne d'environ US\$91 le baril et le différentiel du WCS, environ US\$13 le baril. La vigueur des prix du pétrole brut reste soutenue par la reprise de la demande et les facteurs positifs de l'offre (dépenses en immobilisations limitées en amont, stratégie disciplinée d'approvisionnement de l'OPEP, etc.). L'escalade des tensions géopolitiques a donné un autre coup de pouce au pétrole brut quand la Russie a envahi l'Ukraine, faisant brièvement monter le pétrole WTI au-dessus de \$100 le baril, et les pays occidentaux ont répondu en coordonnant des envois d'armes à l'Ukraine et en imposant des sanctions à la Russie. En conséquence, les négociations nucléaires entre l'Iran et les États-Unis sont au point mort, ceux-ci concentrant leur attention sur la Russie qui sème le chaos en Ukraine; ces négociations pourraient progressivement entraîner la disponibilité de 1 Mb/j sur le marché. Pour la suite, la 26e réunion des pays de l'OPEP+ prévue pour le 2 mars devrait nous en dire plus sur la vision qu'a le groupe de la récente vigueur des prix des produits de base et de l'équilibre de l'offre et de la demande sur le marché. Nous nous attendons à ce que le groupe reste discipliné dans son approche de réapprovisionnement du marché, comme le prévoit son programme. La courbe des contrats à terme reste en situation de départ, le CAL-22 WTI se situant à environ US\$87.00 le baril (contre près de US\$82.00/b à la fin du mois de janvier).

## Perspectives dans le secteur du gaz naturel

Le NYMEX a livré une solide performance en février, où il était d'environ US\$4.50/MBTU, comparativement à une moyenne d'environ US\$4.30/MBTU en janvier, les prévisions météorologiques annonçant des températures plus froides ayant fait monter les prix. Les prix du gaz AECO étaient en moyenne d'environ CA\$4.50/GJ en février, comparativement à une moyenne de près de CA\$4.25/GJ en janvier, la rigueur hivernale ayant fait grimper les prix. L'activité de forage s'est accélérée aux États-Unis, avec une légère intensification au Canada également. Ainsi, la semaine terminée le 25 février, l'activité de forage était en hausse m/m en Amérique du Nord, avec un total de 40 appareils de forage (pétrole +27, gaz +13) ajoutés aux États-Unis et six (pétrole +3, gaz +3) au Canada. Bentek estime que la production totale aux États-Unis a diminué d'environ 92.9 Gpi<sup>3</sup>/j en janvier à près de 92.5 Gpi<sup>3</sup>/j en février. En outre,

les exportations de GNL sont restées relativement stables, avec une moyenne de 12.4 Gpi<sup>3</sup>/j pendant le mois. Globalement, la demande aux États-Unis était estimée à environ 121.5 Gpi<sup>3</sup>/j en février (comparativement à 130.2 Gpi<sup>3</sup>/j en janvier) par Bentek, avec des ponctions moins importantes dans les stocks attendues à l'avenir du fait que la saison hivernale touche à sa fin et que la saison intermédiaire approche.

## Premiers choix :

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

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

### ► *Tourmaline Oil Corp. (TOU: TSX)*

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

Symb.	Cote du titre	Δ	Analyste	Actions e.c. (M)	Cours 2/28	Cap. bours. (M)	Rend. (%)	VE/FTCD					FTPA dilués			12 mois Cours		Δ		
								est.			Dette nette/FT		est.			C/FTPA			Cible	Rend.
								2018A	2019E	2020E	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2019E	2020E			
<b>Grandes sociétés/Intégrées</b>																				
Canadian Natural Resources	CNQ	RS	Wood	1057.2	\$70.81	\$74,861	3%	8.9x	6.8x	5.0x	1.1x	0.6x	\$4.40	\$11.54	\$14.68	6.0x	4.6x	\$90.00	30%	↑
Cenovus Energy	CVE	RS	Wood	1995.8	\$19.93	\$39,777	1%	28.3x	6.2x	4.2x	1.1x	0.0x	\$0.12	\$3.56	\$4.55	5.5x	4.3x	\$28.00	41%	↑
Ovintiv Inc (US\$)	OVV	RS	Wood	245.1	\$45.85	\$11,240	2%	4.4x	4.8x	3.6x	1.6x	1.0x	\$7.42	\$12.18	\$15.37	3.7x	2.9x	\$60.00	33%	↑
Imperial Oil	IMO	RM	Wood	678.4	\$56.89	\$38,593	2%	20.7x	8.0x	5.2x	0.5x	-0.3x	\$1.20	\$7.17	\$10.16	7.5x	5.6x	\$70.00	25%	↑
Suncor Energy	SU	RM	Wood	1398.5	\$38.76	\$54,205	4%	10.1x	6.1x	4.3x	1.3x	0.5x	\$2.66	\$6.89	\$9.76	5.6x	3.9x	\$52.00	38%	↑
<b>Grandes cap./Cap. Moyennes</b>																				
Advantage Oil & Gas	AAV	RS	Payne	195.7	\$7.41	\$1,450	0%	5.1x	6.3x	3.4x	0.7x	-0.1x	\$0.56	\$1.18	\$2.10	6.3x	3.5x	\$11.00	48%	↑
ARC Resources Ltd.	ARX	RS	Wood	693.2	\$15.67	\$10,862	3%	3.9x	5.1x	3.8x	0.8x	0.2x	\$1.89	\$3.86	\$4.21	4.5x	3.7x	\$21.00	37%	↑
Baytex Energy	BTE	RM	Payne	573.7	\$5.79	\$3,322	0%	5.4x	5.6x	4.0x	1.9x	0.9x	\$0.56	\$1.30	\$1.71	4.4x	3.4x	\$6.50	12%	↑
Birchcliff Energy	BIR	RS	Payne	272.8	\$6.74	\$1,838	1%	6.0x	4.2x	3.2x	0.9x	0.2x	\$0.69	\$1.98	\$2.30	3.4x	2.9x	\$11.00	64%	↑
Crescent Point Energy Corp.	CPG	RS	Wood	579.8	\$9.07	\$5,259	2%	3.9x	4.6x	2.8x	1.4x	0.4x	\$1.65	\$2.58	\$3.65	3.6x	2.5x	\$15.50	73%	↑
Enerplus Corporation	ERF	RS	Wood	243.9	\$16.20	\$3,950	1%	3.5x	5.4x	3.4x	1.1x	0.3x	\$1.61	\$3.52	\$5.06	4.4x	3.2x	\$20.00	24%	↑
Freehold Royalties	FRU	RS	Wood	150.7	\$14.15	\$2,132	5%	7.8x	11.8x	7.9x	0.6x	-0.2x	\$0.61	\$1.36	\$1.74	11.5x	8.1x	\$18.00	32%	↑
Headwater Exploration	HWX	RS	Payne	233.0	\$7.19	\$1,675	0%	25.1x	13.7x	6.1x	-0.8x	-0.8x	\$0.06	\$0.54	\$1.05	13.3x	6.9x	\$10.50	46%	↑
Kelt Exploration	KEL	RS	Payne	191.6	\$5.75	\$1,102	0%	4.9x	7.0x	3.7x	0.2x	-0.2x	\$0.31	\$0.84	\$1.48	6.9x	3.9x	\$8.50	48%	↑
MEG Energy	MEG	RM	Wood	311.0	\$16.55	\$5,147	0%	7.7x	7.7x	3.5x	3.1x	0.7x	\$0.92	\$2.42	\$5.16	6.8x	3.2x	\$25.00	51%	↑
NuVista Energy	NVA	RM	Payne	238.4	\$9.66	\$2,303	0%	4.2x	7.5x	3.8x	1.5x	0.2x	\$0.70	\$1.34	\$2.64	7.2x	3.7x	\$11.50	19%	↑
Paramount Resources	POU	RS	Payne	146.8	\$28.12	\$4,127	3%	6.1x	8.0x	3.9x	0.9x	0.1x	\$1.12	\$3.72	\$7.18	7.6x	3.9x	\$35.00	27%	↑
Peyto Exploration & Development	PEY	RS	Wood	167.1	\$10.94	\$1,828	5%	5.9x	5.7x	3.6x	2.4x	1.2x	\$1.29	\$2.68	\$4.23	4.1x	2.6x	\$15.00	43%	↑
PrairieSky Royalty	PSK	RM	Wood	238.8	\$17.14	\$4,094	3%	15.4x	17.0x	11.7x	2.3x	1.0x	\$0.64	\$1.22	\$1.59	15.0x	10.7x	\$22.00	31%	↑
Spartan Delta	SDE	RS	Payne	170.2	\$8.76	\$1,491	0%	6.9x	6.3x	2.8x	1.5x	0.3x	\$0.67	\$2.24	\$3.45	0.0x	0.0x	\$14.50	66%	↑
Tamarack Valley Energy	TVE	RS	Payne	439.4	\$5.16	\$2,267	2%	3.6x	7.2x	3.3x	1.4x	0.2x	\$0.55	\$0.94	\$1.61	5.5x	3.2x	\$7.00	38%	↑
Topaz Energy	TPZ	RS	Payne	139.9	\$19.86	\$2,779	5%	14.7x	15.5x	10.4x	1.2x	0.3x	\$0.98	\$1.54	\$1.95	12.9x	10.2x	\$25.00	31%	↑
Tourmaline Oil	TOU	RS	Payne	337.3	\$50.00	\$16,864	2%	4.9x	6.2x	4.2x	0.4x	-0.2x	\$4.36	\$8.98	\$11.36	5.6x	4.4x	\$62.50	27%	↑
Vermilion Energy Inc.	VET	RS	Wood	162.0	\$23.70	\$3,839	1%	5.6x	5.7x	3.0x	1.9x	0.6x	\$3.18	\$5.43	\$9.66	4.3x	2.5x	\$34.00	44%	↑
Whitecap Resources	WCP	RS	Wood	631.7	\$9.67	\$6,108	4%	4.8x	6.3x	3.4x	1.1x	0.2x	\$1.07	\$1.82	\$2.91	5.4x	3.3x	\$16.00	69%	↑
<b>Petites capitalisations</b>																				
Crew Energy	CR	RM	Payne	165.3	\$3.71	\$613	0%	6.5x	6.2x	3.3x	2.8x	1.0x	\$0.27	\$0.85	\$1.46	4.3x	2.5x	\$5.00	35%	↑
Pipestone Energy	PIPE	RM	Payne	282.3	\$5.08	\$1,434	0%	6.8x	8.9x	3.4x	1.2x	-0.1x	\$0.15	\$0.59	\$1.47	8.6x	3.5x	\$6.00	18%	↑
Surge Energy	SGY	RM	Payne	87.1	\$7.69	\$670	0%	6.1x	7.9x	2.7x	3.2x	0.6x	\$0.18	\$1.77	\$3.22	4.3x	2.4x	\$10.00	30%	↑
Yangarra Resources	YGR	RM	Payne	90.9	\$1.84	\$167	0%	4.5x	3.6x	1.7x	2.2x	0.8x	\$0.53	\$1.00	\$1.81	1.8x	1.0x	\$2.50	36%	↑

\*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 2/28	BAIIA (M)			VE/BAIIA			Dette nette / BAIIA			12 mois cours			Δ
							2020			2021e			2022e			Cible	Rend.		
							2020	2021e	2022e	2020	2021e	2022e	2020	2021e	2022e				
<b>Services pétroliers</b>																			
National Energy Services Reunited	NESR	RS	Payne	US\$813.04	91.3	US\$8.91	US\$213.2	US\$205.0	US\$249.7	6.0x	6.4x	4.9x	1.5x	1.7x	1.0x	US\$17.50	96%		
Precision Drilling Corp.	PD	RS	Payne	\$ 983.83	13.3	\$73.95	\$ 285.2	\$ 249.5	\$ 315.4	7.3x	9.7x	5.7x	4.7x	4.3x	3.0x	\$80.00	8%	↑	
Trican Well Services	TCW	RM	Payne	\$ 791.00	232.0	\$3.41	\$ 30.6	\$ 101.6	\$ 147.7	7.5x	7.9x	5.0x	1.3x	-0.3x	-0.2x	\$4.00	17%		

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

Source: Rapports des sociétés, FBN, Refinitiv



**Patrick Kenny, CFA**

Analyste  
403 290-5451

**Adjoints :**

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

## Sélections

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

## Aperçu

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

### Mise à jour sur les produits de base

Le WTI a poursuivi sa solide ascension tout au long de février, dépassant US\$90 le baril et affichant en moyenne US\$91.50 le baril, soit une hausse de près de 10% par rapport aux niveaux de janvier d'environ US\$83 le baril et d'environ 35% par rapport au prix moyen de 2021 de près de US\$68/baril. Du côté du gaz naturel, les prix du NYMEX ont conservé leur vigueur tout au long du mois de février, avec une moyenne de US\$4.46/kpi<sup>3</sup>, dépassant d'environ 5% les niveaux de janvier de US\$4.26/kpi<sup>3</sup>. Lui emboitant le pas, le gaz AECO affichait une moyenne de \$4.51/kpi<sup>3</sup>, soit une hausse de près de 6% par rapport aux niveaux de janvier de \$4.24/kpi<sup>3</sup>. En ce qui a trait aux perspectives de marketing, après une compression à près de US\$13.50/baril, le différentiel du pétrole lourd WCS était en légère hausse, avec une moyenne tout juste inférieure à US\$14 le baril, restant toutefois conforme aux niveaux moyens de l'année 2021.

### Mise à jour sur les sociétés pipelinières et le secteur intermédiaire

Trans Mountain Corp. a officiellement annoncé de nouveaux retards et dépassements de coûts dans son projet d'expansion de Trans Mountain (TMW), les travaux d'ordre mécanique devant être terminés au T3 2021 (auparavant T4 2022) pour un coût en capital maintenant estimé à \$21.4 milliards (au lieu de \$12.6 milliards), comprenant les coûts des améliorations du projet, les retards, les répercussions liées à la COVID-19 et aux inondations en Colombie-Britannique en 2021. Nous pensons donc la stratégie de Gibson en termes de capacités de stockage pourrait être ralentie du fait des retards que connaît le projet TMX et que Trans Mountain pourrait abandonner totalement le projet après la décision du gouvernement fédéral de financer les besoins en immobilisations supplémentaires sur les marchés de capitaux. Rappelons que, avec ses résultats du T2 2021, Gibson avait approuvé de nouvelles capacités de stockage représentant 435,000 barils à son terminal d'Edmonton, alors que la société poursuivait plusieurs discussions commerciales avec des contreparties pour développer de nouvelles infrastructures, invoquant la nécessité de nouvelles capacités de stockage avant l'entrée en service du projet d'expansion du pipeline Trans Mountain.

Pendant ce temps, comme les négociations de reconduction des contrats sont déjà en cours pour le Réseau principal, les expéditeurs négociant une option CTS 2.0, la société s'attend à être bien positionnée pour évaluer la meilleure voie, d'ici l'été 2022, et avoir un cadre révisé en place d'ici l'été ou la fin de l'année 2023. Bien que ce ne soit pas l'option privilégiée, ENB prépare en parallèle une demande tarifaire en cas d'échec des négociations avec les expéditeurs. En conséquence, nous jugeons que la baisse des tarifs sur le Réseau principal est limitée par l'option que représente la demande tarifaire, qui ne représente un risque de baisse que d'environ \$500 millions pour le BAIIA annuel (soit environ 5% des FPER).

### Mise à jour sur la transition énergétique

Nous attendons des nouvelles du processus d'attribution des droits de séquestration dans la zone de Wabbanum, car le gouvernement de l'Alberta n'a pas encore commencé à examiner les demandes dans la zone de l'ouest d'Edmonton compte tenu de l'intérêt

exceptionnel exprimé par les acteurs du secteur. Cela étant dit, comme le projet de pôle de séquestration du carbone d'Enbridge doit obtenir les droits de séquestration du gouvernement de l'Alberta, nous anticipons que le processus devrait s'étaler tout au long de 2022, et retarder potentiellement la DFI sur le projet de CSC de Capital Power à Genesee. Cependant, ENB a récemment annoncé une collaboration avec Lehigh Cement, qui porte le soutien commercial à environ 4.0 Mt/a pour le pôle de séquestration de CO<sub>2</sub> de Wabbanum d'environ 10.0 Mt/a; les discussions avec d'autres émetteurs sont en cours, pour une date de mise en service prévue entre 2025 et 2027. Notons qu'ENB a aussi annoncé un accord avec le partenariat FNCIP (First Nation Capital Investment Partnership), composé de quatre Premières Nations de l'Alberta, afin de faire progresser le pôle de séquestration CSC de Wabbanum avec accès libre.

### Titres favoris

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

	Symb.	Cote du titre	Parts		Cap. bours. (M)	Distributions par part			Rendement des distr.		FTPA distr. Dilués			C/FT distr.		Dette/ Enc. distr. 22e	12 mois		Rendement Δ combiné	
			e.c. (M)	Cours 02-28		est. 2021e	est. 2022e	est. 2023e	2022e	2023e	est. 2021e	est. 2022e	est. 2023e	2022e	2023e		Cible	Rend.		
<b>Pipelines et divers</b>																				
AltaGas	ALA	RS	279.7	\$27.92	\$7,808	\$1.00	\$1.06	\$1.12	3.8%	4.0%	\$2.72	\$2.90	\$3.17	9.6x	8.8x	5.4x	31.00	11.0%	14.8%	
Enbridge Inc.	ENB	RS	2025.0	\$54.76	\$110,889	\$3.34	\$3.44	\$3.54	6.3%	6.5%	\$4.96	\$5.38	\$5.67	10.2x	9.7x	4.6x	57.00	4.1%	↑ 10.4%	
Gibson Energy	GEI	RM	149.3	\$24.74	\$3,695	\$1.40	\$1.46	\$1.51	5.9%	6.1%	\$1.95	\$2.14	\$2.26	11.6x	10.9x	3.1x	25.00	1.1%	7.0%	
Keyera	KEY	RS	221.0	\$29.69	\$6,562	\$1.92	\$1.92	\$2.01	6.5%	6.8%	\$3.03	\$2.74	\$3.54	10.8x	8.4x	3.1x	36.00	21.3%	↑ 27.7%	
Pembina Pipelines	PPL	RM	550.0	\$43.10	\$23,705	\$2.52	\$2.52	\$2.52	5.8%	5.8%	\$4.05	\$4.17	\$4.35	10.3x	9.9x	3.5x	44.00	2.1%	↑ 7.9%	
Secure Energy	SES	RS	308.1	\$6.13	\$1,889	\$0.03	\$0.03	\$0.03	0.5%	0.5%	\$0.72	\$0.89	\$1.02	6.9x	6.0x	1.4x	8.00	30.5%	31.0%	
Superior Plus	SPB	RS	176.0	\$11.43	\$2,012	\$0.72	\$0.72	\$0.72	6.3%	6.3%	\$1.16	\$1.17	\$1.41	9.8x	8.1x	4.3x	13.00	13.7%	↓ 20.0%	
Tidewater Midstream	TWM	RS	340.3	\$1.32	\$449	\$0.04	\$0.04	\$0.04	3.0%	3.0%	\$0.21	\$0.22	\$0.41	6.0x	3.3x	2.5x	1.75	32.6%	35.6%	
Tidewater Renewables	LCFS	RM	34.6	\$13.16	\$456	\$0.00	\$0.00	\$0.00	0.0%	0.0%	\$0.44	\$0.54	\$2.89	24.6x	4.6x	0.2x	17.00	29.2%	29.2%	
TC Energy Corp.	TRP	RM	981.0	\$68.10	\$66,806	\$3.48	\$3.60	\$3.74	5.3%	5.5%	\$5.74	\$5.46	\$5.98	12.5x	11.4x	5.2x	66.00	-3.1%	↑ 2.2%	
<b>Producteurs d'électricité et services publics</b>																				
ATCO Ltd.	ACO	RM	114.7	\$41.63	\$4,773	\$1.79	\$1.85	\$1.87	4.4%	4.5%	\$2.65	\$2.59	\$2.87	16.1x	14.5x	4.5x	45.00	8.1%	12.5%	
Brookfield Infrastructure (1)	BIP	RS	514.4	\$59.31	\$30,509	\$2.04	\$2.16	\$2.29	3.6%	3.9%	\$2.93	\$3.35	\$3.87	17.7x	15.3x	6.0x	68.00	14.7%	↑ 18.3%	
Canadian Utilities	CU	RM	277.1	\$35.30	\$9,780	\$1.76	\$1.78	\$1.79	5.0%	5.1%	\$2.97	\$3.05	\$3.09	11.6x	11.4x	5.1x	36.00	2.0%	7.0%	
Capital Power	CPX	RS	114.6	\$38.95	\$4,462	\$2.12	\$2.24	\$2.36	5.8%	6.1%	\$5.39	\$5.35	\$5.90	7.3x	6.6x	3.7x	47.00	20.7%	26.4%	
Emera Inc.	EMA	RM	268.3	\$59.30	\$15,912	\$2.58	\$2.68	\$2.78	4.5%	4.7%	\$1.50	\$4.18	\$4.56	14.2x	13.0x	6.5x	59.00	-0.5%	4.0%	
Fortis Inc.	FTS	RM	481.2	\$58.08	\$27,950	\$2.05	\$2.17	\$2.30	3.7%	4.0%	\$3.76	\$4.58	\$4.82	12.7x	12.1x	6.1x	59.00	1.6%	5.3%	
Hydro One Ltd.	H	RM	596.9	\$31.30	\$18,684	\$1.07	\$1.12	\$1.17	3.6%	3.8%	\$2.03	\$1.98	\$1.67	15.8x	18.8x	5.8x	32.00	2.2%	5.8%	
TransAlta	TA	RM	271.0	\$12.87	\$3,488	\$0.18	\$0.20	\$0.20	1.6%	1.6%	\$2.08	\$1.98	\$1.64	6.5x	7.8x	3.5x	14.00	8.8%	10.3%	

Source: Rapports des sociétés, Estimations FBN, Refinitiv

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

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



Maxim Sytchev

Analyste  
416 869-6517

## Adjoints:

Alizeh Haider: 416 869-7937  
Kazim Naqvi: 416 869-6754

## Sélections

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

## WSP Global Inc.

Plan stratégique à venir + que se passe-t-il avec le titre?

- › **Plan stratégique à venir – fournir un contexte autour des ambitions à long terme des pairs; par conséquent, ne vous attendez pas à des déviations majeures de la trajectoire**

Nous prévoyons les sujets de discussion suivants : 1) augmentation des effectifs – moteur opérationnel important mais pas nécessaire pour la modélisation / le rendement du cours de l'action. Dans son plan pour 2019-2021, WSP prévoyait d'augmenter du tiers ses effectifs, pour les porter autour de 65 000; malgré l'ajout de Golder, nous sommes à 15% en dessous de l'objectif fixé. Si les objectifs en matière d'effectifs sont « faciles » à communiquer, il est plus important, à notre avis, de faire les bonnes acquisitions; 2) le TCAC endogène du chiffre d'affaires devrait se situer autour de 5%; 3) les marges s'améliorent légèrement (étant donné le manque relatif de levier opérationnel; la hausse provient de la gamme de produits, du numérique et des capacités outremer); 4) les paramètres au titre des FTD continuent de s'améliorer (grâce à une solide gestion du fonds de roulement); 5) le groupe s'appuie sur son expertise en matière de conseil stratégique; 6) le paysage des fusions et acquisitions reste très fragmenté.

- › **Conclusion : le pire début d'année depuis une décennie; profiter de l'occasion pour redoubler d'efforts avant la mise à jour stratégique du 9 mars**

Le début d'année a été difficile alors que le secteur du génie-conseil bénéficie sans doute de la meilleure toile de fond à laquelle il pouvait aspirer : les dépenses publiques sont en hausse grâce à de bonnes recettes fiscales et à des programmes d'infrastructure adoptés (au niveau mondial), tandis que le contexte des produits de base stimule les travaux pétroliers et miniers (en plus des zones géographiques de soutien comme le Canada, l'Australie, l'Amérique du Sud et le Moyen-Orient). La vague ESG qui a balayé un certain nombre de sous-segments du marché s'est atténuée (nous utilisons le facteur VE comme indicateur principal ici), ce qui a fait baisser les valorisations de TTEK et Sweco à des niveaux plus raisonnables; il est difficile de découpler dans cette dynamique. Bien qu'il soit facile de comprendre les raisons pour lesquelles certaines choses sont ce qu'elles sont avec le recul, nous sommes convaincus que WSP constitue un titre qu'il faut se procurer en ce moment. Nous croyons fortement que ses plans de croissance endogène et par voie de fusions et acquisitions devraient faire croître à nouveau le cours de l'action. Nous réitérons notre cote Rendement supérieur ainsi que le cours cible de \$209.00.

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 2/28	(A)	est.	est.	Ex1	Ex2	(A)	est.	est.	Ex1			Ex2
								Dem. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	Dem. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1			Ex2
Aecon Group	ARE	RS	\$21.00		\$17.61	\$1,062	12 - 2020	\$0.95	\$1.31	\$1.41	12.4x	11.5x	\$248	\$255	\$263	6.3x	6.1x	4.0%	1.6x
Bird Construction Inc.	BDT	RS	\$12.00		\$9.50	\$506	12 - 2020	\$0.96	\$0.93	\$0.99	10.2x	9.6x	\$100	\$106	\$110	4.6x	4.4x	4.1%	trésorerie nette; n.s.
Finning International Inc.	FTT	RS	\$46.00		\$36.88	\$5,941	12 - 2020	\$1.14	\$2.18	\$2.32	17.0x	15.9x	\$636	\$855	\$905	8.1x	7.7x	2.4%	1.1x
IBI Group Inc.	IBG	RS	\$20.00		\$14.05	\$440	12 - 2020	\$0.48	\$0.72	\$0.84	16.7x	15.5x	\$47	\$15	\$40	10.4x	9.8x	0.0%	0.6x
North American Construction Group Ltd.	NOA	RS	\$30.00	↑	\$19.16	\$543	12 - 2020	\$1.74	\$2.06	\$2.40	8.0x	7.6x	\$175	\$8	R	4.0x	3.8x	1.7%	1.8x
Ritchie Bros. Auctioneers	RBA	RM	US\$55.00	↓	US\$52.38	\$5,791	12 - 2020	US\$1.59	US\$1.64	US\$1.54	38.6x	31.8x	US\$352	US\$182	US\$204	17.3x	14.9x	0.0%	4.1x
SNC-Lavalin	SNC	RS	\$44.00		\$28.54	\$5,010	12 - 2020	-\$0.67	\$1.54	\$1.88	10.6x	8.9x	\$93	\$9	\$819	8.0x	7.2x	0.3%	2.4x
Stantec Inc.	STN	RS	\$80.00	↑	\$62.99	\$7,006	12 - 2020	\$2.13	\$2.38	\$2.99	21.1x	19.5x	\$435	\$20	\$364	14.7x	13.6x	1.1%	2.4x
Toromont Industries Ltd.	TIH	RS	\$126.00		\$107.44	\$8,853	12 - 2020	\$3.09	\$4.00	\$4.59	22.4x	26.8x	\$539	\$288	\$339	12.2x	12.2x	0.0%	-0.4x
WSP Global	WSP	RS	\$209.00		\$155.51	\$18,265	12 - 2020	\$3.34	\$4.87	\$5.26	29.6x	24.9x	\$1,041	\$1,176	\$1,380	16.6x	14.1x	1.0%	0.0x
AutoCanada	ACQ	RS	\$59.00		\$32.78	\$901	12 - 2020	\$0.44	\$3.79	\$4.04	8.7x	8.1x	\$83	\$186	\$218	5.6x	4.8x	0.0%	0.3x
Stelco	STLC	RS	\$48.00	↓	\$38.91	\$3,008	12 - 2020	-\$0.60	\$7.10	\$4.40	5.5x	8.8x	\$63	\$818	\$557	2.4x	3.5x	3.1%	-0.4x
ATS Automation	ATA	RS	\$66.00	↑	\$49.15	\$4,532	12 - 2020	\$1.07	\$2.04	\$2.21	24.1x	22.2x	\$181	\$344	\$363	15.5x	14.7x	0.0%	2.5x
ABC Technologies	ABCT	RM	\$7.00	↓	\$5.79	\$335	12 - 2020	NM	-\$0.22	-\$0.49	-20.7x	-9.4x	\$133	\$61	\$187	10.8x	3.5x	2.6%	6.4x
Colliers International	CIGI	RS	US\$176.00	↑	US\$137.34	\$6,043	12 - 2020	US\$4.18	US\$6.18	US\$6.69	22.2x	20.5x	US\$361	US\$544	US\$616	13.6x	12.0x	0.2%	0.2x
Stella-Jones	SJ	RS	\$57.00		\$39.75	\$2,572	12 - 2020	\$3.12	\$3.50	\$3.39	11.3x	11.7x	\$343	\$361	\$354	8.6x	8.8x	1.8%	1.5x
<b>Médiane</b>											<b>14.6x</b>	<b>13.6x</b>				<b>9.5x</b>	<b>8.2x</b>	<b>1.1%</b>	

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
- › H<sub>2</sub>O Innovation
- › Thérapeutique Knight

## Points saillants de février 2022

Nous mettons en évidence DRI Healthcare Trust (TSX : DHT.U), que nous avons incluse dans le portefeuille « Étoiles des dividendes 2022 » (*Dividend All-Stars 2022*) de la Banque Nationale en février 2022.

### DRI Healthcare Trust

Nous avons inclus DRI dans le portefeuille « Étoiles des dividendes 2022 » en raison de son rendement attrayant et durable et de notre parti pris positif global concernant les perspectives de la fiducie et/ou le prix des parts. La fiducie verse des distributions qui offrent un rendement continu de l'ordre de 6% suivant un taux de distribution estimatif de 15-16%, et prévoit de verser des distributions spéciales de fin d'exercice, qui, en 2021, ont procuré un rendement supplémentaire de 4%.

Notre opinion positive sur la fiducie est étayée par les facteurs suivants : 1) un portefeuille diversifié de redevances pharmaceutiques (17 actifs de redevances sur 13 produits), aucun produit ne représentant plus de 18% des redevances perçues; 2) un risque de développement minimal, car DRI investit dans des produits pharmaceutiques qui ont déjà été approuvés ou sont en cours d'examen auprès des organismes de régle-

mentation, et sont généralement commercialisés par des sociétés pharmaceutiques bien connues; 3) une équipe de gestion expérimentée possédant de solides antécédents (plus de US\$2 milliards investis dans plus de 60 flux de redevances au cours des 15 dernières années et produisant, collectivement, un TRI moyen historique de 19%); et 4) des distributions durables étant donné ses marges de BAIIA élevées (plus de 90%) et son taux de conversion du BAIIA en flux de trésorerie disponibles (plus de 85%), qui est attribuable à la faiblesse de ses charges d'exploitation, hors frais de gestion, frais d'investissement et de recherche de transactions, et frais liés au statut d'entité ouverte, ainsi qu'à des dépenses d'investissement minimales.

Nous avons établi le cours cible à US\$10,00, sur la base d'un ratio VE/BAIIA sur un an+1 de 5x. Par ailleurs, nous estimons que les parts sont fondamentalement sous-évaluées à un ratio VE/BAIIA d'environ 2,5 fois sur un an+1, raison pour laquelle nous lui attribuons la cote Rendement supérieur.

Symb.	Cote du titre	Cote du titre Δ	Capitalisation boursière (M)	Actions e.c. (M)	Cours 2/28	Dernier quartier déclaré	Rendement actuel	FTDPAD			C/FTDA		BAIIA (M)			VE/BAIIA		Dette Nette (M)	Dette nette/ BAIIA Ex1	Cours cible 12 mois	Δ
								(A)	est.	est.	Ex1	Ex2	(A)	est.	est.	Ex1	Ex2				
								Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2						
<b>Santé et biotechnologie</b>																					
Akumin	AKU	RI	96.15	89.0	1.08u	3/2021	0.0%	(0.52)u	(0.14)u	(0.09)u	nfm	nfm	42.1u	67.5u	139.0u	18.1	8.9	1,125.5u	8.1	0.75u	↓
Andlauer Healthcare Group	AND	RM	1,873.42	41.5	45.12	3/2021	0.4%	0.81	1.29	1.47	34.9	30.7	78.9	115.4	140.6	18.0	14.8	204.6	1.5	49.00	
Dialogue Health Technologies	CARE	RS	346.60	65.8	5.27	3/2021	0.0%	-	(0.35)	(0.17)	nfm	nfm	(16.9)	(19.3)	(5.6)	nfm	nfm	-	-	14.00	
DRI Healthcare Trust	DHT.UT	RS	194.9u	40.1	4.86u	3/2021	6.2%	-	0.82	0.78	5.9	6.2	104.7	98.4	82.2	1.7	2.2	13.3u	0.2	10.00u	
IMV Inc.	IMV	RM	105.14	82.1	1.28	3/2021	0.0%	(0.49)	(0.36)	(0.52)	nfm	nfm	(27.3)	(29.9)	(42.9)	nfm	nfm	-	-	2.50	
Jamieson Wellness	JWEL	RS	1,327.37	40.4	32.85	4/2021	1.8%	1.34	1.45	1.50	22.6	21.8	100.1	110.0	117.2	13.6	12.7	142.4	1.2	42.75	
Knight Therapeutics	GUD	RS	669.44	123.1	5.44	3/2021	0.0%	0.09	0.27	0.36	20.1	15.1	16.8	45.1	60.1	12.2	9.1	-	-	8.00	
Medical Facilities Corp.	DR	RS	313.24	31.1	10.07	3/2021	3.2%	0.96u	0.94u	0.96u	8.9	8.9	57.3u	61.8u	56.3u	6.1	6.8	87.1u	2.0	11.50	
Theratechnologies	TH	RM	336.73	95.1	3.54	4/f2021	0.0%	(0.25)u	0.01u	0.06u	nfm	45.3	(14.6)u	5.0u	10.05u	55.0	27.2	-	-	3.75	
<b>Situations spéciales</b>																					
H2O Innovation	HEO	RS	208.82	90.0	2.32	2/f2022	0.0%	0.08	0.09	0.13	25.1	17.2	14.6	17.8	20.9	13.1	11.2	37.2	1.8	3.25	
K-Bro Linen	KBL	RM	374.04	10.6	35.25	3/2021	0.0%	2.49	2.29	2.70	15.4	13.1	43.8	44.6	51.5	10.4	9.0	88.1	1.7	45.00	
Rogers Sugar	RSI	RM	604.76	103.7	5.83	1/f2022	6.2%	0.33	0.43	0.45	13.7	12.9	91.0	98.2	104.2	9.8	9.2	380.2	3.6	5.25	
Chemtrade Logistics Income Fund	CHE.UN	RS	771.25	104.2	7.40	4/2021	8.1%	0.70	0.88	0.88	8.4	6.2	280.4	282.9	310.5	6.9	6.3	1,177.9	3.8	8.75	

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

u = dollars US

Source: Rapports des sociétés, FBN, Refinitiv

**Jaeme Gloyn, CFA**Analyste  
416 869-8042Adjointe :  
Julia Gul : 416 869-7495**Sélections**

- › [Trisura Group](#)
- › [Equitable Group](#)

**Perspectives de sociétés**

▶ **Perspectives 2022 de l'assurance multirisque – Tout le monde y trouve son compte**

Nous pensons que le secteur de l'assurance multirisque est bien placé pour 2022. Dans l'ensemble, TSU reste en tête de notre classement, compte tenu de ses perspectives de croissance rapide et de la hausse de sa valorisation. Nous pensons que FFH est le titre offrant la meilleure valeur au sein de notre univers de couverture. En ce qui concerne IFC et DFY, nous pensons que la prochaine étape de l'accélération du cours de l'action dépendra de la preuve d'exécution. À court terme, nous pensons qu'IFC prouvera qu'elle est en mesure d'exécuter et d'intégrer l'acquisition de RSA plus rapidement que DFY et ses objectifs à long terme.

▶ **Equitable Group (EQB; Rendement supérieur, CC de \$95) – Un trimestre record couronné par l'acquisition de Concentra Bank et une hausse du dividende**

EQB a réalisé un BPA de base record de \$2.29, ce qui est 8% au-dessus des prévisions des analystes, soit \$2.12 (\$2.09 pour FBN). En outre, toutes les cibles de rendement clés ont été atteintes en 2021, ce qui donne à la direction la confiance nécessaire pour réaffirmer les prévisions pour 2022. EQB a également annoncé l'acquisition de Concentra Bank, une banque de l'annexe I établie à Saskatoon qui sert les consommateurs, les entreprises, les coopératives de crédit et les sociétés de technologie financière du Canada. Dans l'ensemble, nous apprécions la transaction d'un point de vue financier et stratégique, étant donné les actifs complémentaires de Concentra, les nouvelles voies de croissance et de rayonnement, et la diversification du chiffre d'affaires et des sources de financement. Nous avons majoré notre cours cible à \$95. Nous réitérons la cote Rendement supérieur.

▶ **ECN Capital Corp. (ECN; Rendement supérieur, CC de \$8) – L'ajout de Source One met en évidence une solide journée des investisseurs**

La direction a fourni des prévisions qui laissent entrevoir une croissance du BPA de 30% en glissement annuel en 2023, au point médian, a augmenté les fourchettes de prévisions du résultat d'exploitation ajusté avant impôts en 2022 à la fois pour Triad (point médian en hausse de 8%) et pour le groupe Kessler

(point médian en hausse de 4%), et a annoncé une acquisition complémentaire attrayante, soit Source One Financial, société de prêts à tempérament pour véhicules récréatifs et bateaux de premier et de second ordre. Notre confiance dans la capacité de la direction à réaliser ses prévisions de croissance nous a conduits à augmenter le cours cible à \$8. Nous réitérons la cote Rendement supérieur.

▶ **IGM Financial (IGM; Rendement supérieur, CC de \$62) – Des perspectives positives pour 2022 fondées sur des leviers de croissance**

Nous avons accueilli James O'Sullivan, président et chef de la direction d'IGM Financial, dans le cadre d'une rencontre informelle le 22 février 2022. M. O'Sullivan a présenté des perspectives optimistes malgré le brouhaha entourant l'inflation et les taux d'intérêt, et la modération des flux nets par rapport aux niveaux de 2021. En outre, il a évoqué les principaux catalyseurs de croissance dans chaque segment : (1) Gestion de patrimoine – le programme de gestion d'actifs Profil est à l'origine de la « majeure partie » de la croissance des ASG dans le canal des clients fortunés grâce à sa capacité à fournir à ces clients un accès à des fonds sophistiqués et non traditionnels; et (2) Gestion d'actifs – les cinq principaux leviers de croissance comprennent l'investissement durable, les placements non traditionnels/privés, les FNB, les solutions axées sur la retraite et la Chine. L'ordre d'affectation du capital reste inchangé, la priorité étant (i) la croissance endogène (recrutement de conseillers/équipes dans le segment Gestion de patrimoine et réalisation des objectifs fixés pour les cinq leviers de croissance dans le segment Gestion d'actifs); (ii) les fusions et acquisitions opportunistes pour faire croître le segment Gestion de patrimoine à l'échelle nationale et accroître les capacités du segment Gestion d'actifs à l'échelle mondiale; (iii) les rachats d'actions; et (iv) l'accroissement du dividende au moyen des bénéfices au fil du temps.

Symb.	Cote du titre	Δ	Cap. bours. (Md)	Actions e.c. (M)	Cours 2/28	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B 2022	C/B 2023	VCPA			C/V/C		Div. %	Cours cible 12 mois	Δ
							2021	est. 2022	est. 2023			dernier Quarter	est. 2022	est. 2023	2022	2023			
<b>Financement hypothécaire</b>																			
Equitable Group	EQB	RS	2.58	34.1	75.74	12/2021	8.36	8.67	9.86	8.7	7.7	55.24	63.33	71.47	1.2	1.1	1.5%	95.00	↑
First National Financial	FN	RM	2.65	60.0	44.16	12/2020	3.14	3.56	4.04	12.4	10.9	9.11	9.05	10.37	4.9	4.3	5.3%	46.00	↑
Home Capital Group	HCG	RS	1.65	43.0	38.31	12/2021	4.87	5.13	5.90	7.5	6.5	36.55	39.67	44.76	1.0	0.9		49.00	
Timbercreek Financial	TF	RM	0.78	82.0	9.47	12/2021	0.68	0.72	0.73	13.2	12.9	8.33	8.36	8.40	1.1	1.1	7.3%	10.00	
<b>Financement spécialisé</b>																			
ECN Capital	ECN	RS	1.39	243.3	5.71	12/2020	US 0.31	US 0.31	US 0.39	14.4	11.6	US 2.83	US 3.58	US 3.72	1.3	1.2	2.1%	8.00	↑
Element Fleet Management	EFN	RS	5.18	416.4	12.44	12/2020	0.82	0.87	1.03	14.3	12.1	7.24	7.33	7.76	1.7	1.6	2.5%	19.00	
goeasy	GSY	RS	2.43	16.2	150.19	12/2021	10.43	11.46	14.71	13.1	10.2	48.76	56.42	66.68	2.7	2.3	2.4%	220.00	
Brookfield Business Partners	BBU	RS	US 6.31	US 146.8	US 42.98	12/2021	US 4.37	US 2.06	US 3.06	20.9	14.0	US 29.14	US 37.19	US 45.87	1.2	0.9	0.6%	US 68.00	↑
Power Corporation of Canada	POW	RM	26.44	676.5	39.09	12/2020	4.80	4.37	-	8.9	-	34.07	37.18	-	1.1	-	5.1%	48.00	
<b>Entreprises de RH</b>																			
LifeWorks Inc.	LWRK	RM	1.8	69.7	25.22	12/2020	-0.17	0.78	1.07	32.2	23.5	8.60	8.72	9.14	2.9	2.8	3.1%	32.00	
<b>Bourses des valeurs</b>																			
TMX Group	X	RM	7.16	55.9	128.04	12/2021	7.10	6.97	7.49	18.4	17.1	66.32	71.40	74.72	1.8	1.7	2.6%	139.00	↓
<b>Assurance</b>																			
Definity Financial Corp.	DFY	RS	0.0	0.0	27.55	12/2021	2.09	1.6	2.03	17.2	13.6	20.68	21.81	23.38	1.3	1.2	2.5%	36.00	
Intact Financial Corp.	IFC	RS	32.01	176.1	181.79	12/2021	12.32	11.14	11.61	16.3	15.7	82.34	89.11	94.79	2.0	1.9	2.2%	225.00	↑
Trisura Group Ltd.	TSU	RS	1.43	41.2	34.72	12/2021	1.48	1.65	1.89	21.1	18.4	8.70	10.33	12.20	3.4	2.8		65.00	↑
Fairfax Financial Holdings	FFH	RS	15.90	25.9	614.45	12/2020	US 111.45	US 81.01	US 63.63	6.0	7.6	US 561.88	US 659.12	US 716.95	0.7	0.7	2.1%	1000.00	↑
<b>Gestion d'actifs</b>																			
Fiera Capital Corp.	FSZ	RM	1.09	104.8	10.43	12/2021	1.63	1.26	1.42	8.3	7.3	3.99	3.95	4.30	2.6	2.4	8.2%	11.50	↓
IGM Financial Inc.	IGM	RS	10.79	239.7	45.03	12/2021	4.04	4.38	4.77	10.3	9.4	26.91	29.09	31.67	1.5	1.4	5.0%	62.00	↓

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

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

Source: Refinitiv, Rapports des sociétés, FBN



**Michael Storry-Robertson, CFA**  
Analyste  
416 507-8007

### Sélections

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

### De solides résultats pour le T4 de 2021 pour Mullen Group et Pason Systems Inc.

**Mullen a déclaré un BAIIA ajusté de \$60.6 millions au T4 2021 (excluant les \$5.2 millions provenant de la SSUS), ce qui cadre avec l'estimation du consensus, soit \$60.8 millions, et reflète nos prévisions.**

Mullen a affiché un chiffre d'affaires record de \$442 millions au T4, ce qui se situe 3% au-dessus des prévisions des analystes, soit \$430 millions (environ \$424 millions pour FBN), tous les secteurs isolables ayant inscrit un chiffre d'affaires supérieur aux attentes et des résultats améliorés en glissement annuel, à l'exception de la division des services spécialisés et industriels (SS&I), qui a continué à être entravée par une activité réduite de transport et de pose de pipelines et par des projets de construction civile, ce

qui fait écho aux résultats du T3 2021. Alors que les efforts de la banque centrale visant à modérer les pressions inflationnistes pourraient ralentir l'activité économique, les contraintes de capacité de la chaîne d'approvisionnement et un marché du travail tendu devraient soutenir le levier tarifaire de MTL, contribuant à maintenir les marges et les perspectives commerciales de Mullen pour 2022 (indiquant un BAIIA ajusté de l'ordre de \$260 millions, hors acquisitions). Nous pensons que les occasions de fusions et acquisitions seront évaluées tout au long de 2022, mais en raison des attentes de valorisation élevées associées aux occasions actuelles, Mullen a mis l'accent sur l'intégration des acquisitions récentes et sur un nouveau modèle de tarification différencié pour garantir le maintien des marges (au minimum). Nous considérons Mullen comme un choix de premier ordre en 2022, car nous estimons que la société est bien placée pour répercuter l'inflation des coûts par le biais d'augmentations de tarifs dans un contexte de resserrement continu de la chaîne d'approvisionnement. **Nous maintenons notre cours cible précédent de \$16.50, motivé par un ratio VE/BAIIA 2023e de 7.3, soit 100 pb en dessous du ratio VE/BAIIA sur un an moyen postérieur à 2014 de MTL.** En raison de son modèle d'entreprise diversifié et de son équipe de direction de premier ordre, nous réitérons notre cote Rendement supérieur.

**Pason a déclaré un BAIIA ajusté de \$24.2 millions au T4, dépassant de 5% nos prévisions, soit \$23.0 millions, et de 4% celles des analystes, soit \$23.3 millions.**

Au T4, le chiffre d'affaires, soit 62.8 millions, a été légèrement (3%) supérieur aux prévisions de FBN et des analystes, soit environ \$61.0 millions, en hausse de 9% t/t, chaque secteur isolable obtenant un résultat cadrant largement

avec les attentes. Les marges de BAIIA ajusté, soit 38.5%, sont restées à peu près stables t/t, malgré une augmentation des coûts de personnel et de réparation nécessaires pour soutenir des niveaux d'activité supérieurs à l'avenir, ce qui s'est traduit par des marges de BAIIA ajusté supplémentaires de 36% pour le quatrième trimestre. Bien que PSI anticipe une pression sur les marges supplémentaires à court terme en raison d'une augmentation des coûts de personnel et de réparation avant la croissance des niveaux d'activité dans le secteur, nous sommes encouragés par la vigueur des revenus par jour industriel en Amérique du Nord (atteignant un nouveau record de \$767 au T4), grâce à l'accroissement de l'adoption des produits et à l'accaparement de parts de marché. Dans ce contexte favorable, qui sous-tend des perspectives positives et une amélioration de la génération de flux de trésorerie, PSI a annoncé, en même temps que les résultats du T4, une augmentation de 60% du dividende trimestriel, qui passe de \$0.05 par action à \$0.08 par action, soit un rendement annualisé d'environ 2.5% par rapport au cours de clôture. Nos prévisions indiquent ce que nous considérons comme un ratio de distribution durable (inférieur à 50%), compte tenu des marges d'exploitation attrayantes et de la faible intensité des dépenses d'investissement de PSI, la direction soulignant que les dépenses d'investissement devraient s'élever à environ \$30 millions en 2022. **Nous maintenons notre cote Rendement moyen et notre cours cible de \$15.25, motivé par un ratio VE/BAIIA 2023e de 8.2x, ce qui correspond à peu près au ratio moyen sur un an récent de PSI, mais reste bien inférieur à son ratio moyen postérieur à 2008, soit 10.0x.**

	Symb.	Cote du titre	Cote du titre Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 2/28	BAIIA (M)			VE/BAIIA			Dette nette BAIIA		12 mois cours		
							2020	2021e	2022e	2020	2021e	2022e	2021e	Target	Return	Δ	
																	2020
Ag Growth International Inc.	AFN	RS		704.42	18.8	37.50	149.3	170.9	199.1	10.0	9.0	7.9	4.3	46.00	24%		
CES Energy Solutions Corp.	CEU	RM	↓	647.37	254.9	2.54	83.3	149.4	173.0	11.3	6.7	6.1	2.4	2.85	15%		
Enerflex Ltd.	EFX	RS	↑	702.19	89.7	7.83	191.3	140.0	265.2	5.5	6.6	8.4	3.1	10.75	39%		
good natured Products Inc.	GDNP	RS		137.02	217.5	0.63	-1.5	-0.6	4.1	(92.5)	(283.6)	45.0	-56.8	1.25	98%		
Green Impact Partners Inc.	GIP	RS		160.37	20.3	7.90		3.3	6.3		46.8	27.6	-2.4	12.00	52%	↑	
Mullen Group Ltd.	MTL	RS		1168.42	94.5	12.36	191.5	218.7	262.0	8.2	7.9	6.4	1.9	16.50	38%		
Pason Systems Corp.	PSI	RM		1061.95	82.2	12.92	39.5	72.5	113.2	23.4	12.5	7.8	-2.2	15.25	21%	↑	
Shawcor Ltd.	SCL	RS		413.01	70.5	5.86	43.8	96.7	117.5	16.1	6.6	5.6	2.1	8.50	45%		

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**

- › CAS
- › HDI
- › DXT

**Cascades dévoile son portrait pour 2024 : des objectifs de croissance et de marge ambitieux**

À la suite de l'annonce des résultats du T4 2021, la direction a organisé une conférence téléphonique pour discuter du nouveau plan stratégique 2022-2024 de la société. Elle a fourni de nombreux détails sur l'exposition de la société aux marchés finaux et souligné un chiffre d'affaires consolidé cible d'environ \$5 milliards et des marges de l'ordre de 13-15%, soit 300-500 pb au-dessus des marges de 2021. La société a également révélé qu'elle avait procédé à un examen stratégique pour évaluer l'état du groupe Tissu, ce qui a conduit la direction à mettre de côté tout projet de cession et à se concentrer sur les améliorations opérationnelles dans un environnement normalisé.

**Mise à jour du projet Bear Island : dépassement du budget, accélération de la mise en production**

La direction a réitéré qu'elle prévoyait démarrer Bear Island en décembre 2022, bien que les dates prévues pour l'atteinte de certains objectifs aient été reportées en raison de problèmes liés à la chaîne d'approvisionnement et à la logistique. Malgré l'inflation des coûts (principalement l'acier, le béton et la main-d'œuvre), qui a entraîné une augmentation du budget à US\$425-450 millions (auparavant US\$400 millions), le profil de rendement du projet devrait rester largement inchangé étant donné l'accélération de la mise en production par rapport aux prévisions antérieures. Nous pensons que la mise en production devrait se dérouler sans heurts, car 100% de la première année et 75% des années 1 à 3 de la production de l'usine ont été garantis par des accords commerciaux, ce qui réduit considérablement le risque lié au projet face aux inquiétudes concernant la capacité de l'industrie à dépasser la demande.

**Priorités en matière d'affectation du capital**

Après la conclusion du projet Bear Island, la direction a l'intention de se concentrer sur la réduction de la dette, tout en diminuant les dépenses d'investissement; elle prévoit engager des dépenses limitées aux fins de la construction d'une usine d'emballage du groupe Emballage carton-caisse aux États-Unis et de l'automatisation des installations du groupe Produits spécialisés. Nous notons que les installations du groupe Produits spécialisés sont généralement moins étendues et ne nécessitent donc pas de grosses dépenses d'investissement par rapport aux machines pour le carton-caisse ou le papier tissu, de sorte qu'il est possible de les au-

tomatiser à la fine pointe moyennant environ \$40 millions. Les flux de trésorerie disponibles excédentaires peuvent alors être affectés au rendement des actionnaires par le biais de rachats ou d'une augmentation des dividendes.

**Cours cible de \$18 établi avec prudence, Rendement supérieur**

Bien que les perspectives à long terme soient prometteuses, nous restons prudents compte tenu de la volatilité de l'environnement opérationnel et sous-estimons dans nos estimations le rythme d'amélioration nécessaire pour atteindre les objectifs de Cascades. Notre cours cible de \$18 est basé sur une valorisation dite de la somme des parties (5x pour le groupe Emballage carton-caisse, 7x pour le groupe Produits spécialisés, 7,5x pour le groupe Tissu), car notre modèle reflète une pression croissante sur les marges à court terme causée par les perturbations ferroviaires et l'inflation des coûts des intrants, ce qui a une incidence sur les FTD. Bien que nous n'accordions pas à la société le bénéfice du doute quant à la réalisation de ses objectifs pour 2024, nous réitérons notre cote Rendement supérieur, car nous voyons toujours de la valeur malgré nos hypothèses prudentes.

	Symb.	Cote du titre	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 2/28	Dernier exerc. déclaré	BPA dilué			C/B		BAIIA (M)			VE/BAIIA		Div. %	Dette nette/ BAIIA Ex2	12 mois Cours cible	Δ
							(A)	est.	est.	Ex1	Ex2	(A)	est.	est.	Ex1	Ex2				
							Dern. Ex.	Ex1	Ex2			Dern. Ex.	Ex1	Ex2						
Alaris Equity Partners Income Trust	AD	RS	828.6	45.0	18.40	12/2020	0.51	2.54	1.60	7.2	11.5	85.6	129.5	126.7	9.6	9.2	7.2%	3.3	27.00	
Boyd Group Services Inc.	BYD	RM	3,553.0	21.5	165.47	12/2020	1.97	1.18	2.75	115.9	49.7	220.0	216.3	289.9	17.7	13.3	0.3%	3.1	240.00	
Cascades	CAS	RS	1,335.9	101.7	13.13	12/2021	0.26	0.78	1.32	16.9	10.0	389.0	466.6	549.4	6.1	5.0	3.7%	2.5	18.00	↓
Dexterra Group Inc.	DXT	RS	514.6	65.1	7.90	12/2020	1.25	0.39	0.53	20.5	14.8	52.3	70.0	92.3	8.3	6.7	4.4%	0.9	14.50	↑
Doman Building Materials	DBM	RS	694.3	86.7	8.01	12/2020	0.78	1.34	0.81	6.0	9.9	143.0	228.8	197.7	6.1	6.8	7.0%	3.5	12.00	
GDI Integrated Facility Services	GDI	RS	1,300.7	23.0	56.49	12/2020	2.11	2.05	1.95	27.6	28.9	104.9	134.1	147.3	12.0	10.4	0.0%	1.3	70.50	
Hardwoods Distribution	HDI	RS	1,004.7	23.9	41.98	12/2020	1.53	4.52	4.60	7.7	7.5	72.7	194.8	237.8	6.5	6.2	1.1%	1.8	79.00	↑
Intertape Polymer Group Inc.	ITP	RS	1,451.5	60.6	23.96	12/2020	1.51	2.01	2.16	9.5	8.9	211.2	250.8	272.0	6.7	6.0	3.5%	2.2	40.50	
KP Tissue	KPT	RM	103.8	9.9	10.53	12/2020	0.53	(0.06)	0.32	nmf	32.6	197.8	151.0	195.1	10.0	8.0	6.8%	4.3	11.00	↑
Neighbourly Pharmacy Inc.	NBLY	RM	998.7	34.0	29.34	03/2021	(19.88)	(7.61)	0.16	nmf	184.7	35.1	47.4	68.3	22.9	17.5	0.6%	1.4	32.00	↓
Park Lawn Corporation	PLC	RS	1,116.6	31.4	35.52	12/2020	1.16	1.53	1.60	23.2	22.2	79.9	97.4	108.5	13.5	12.6	1.3%	1.2	45.50	↑
Richelieu Hardware	RCH	RS	2,742.9	56.6	48.49	11/2021	1.50	2.51	2.56	19.3	18.9	154.5	234.4	243.0	11.5	10.7	1.1%	0.2	53.50	
Savaria Corporation	SIS	RS	1,155.1	64.6	17.87	12/2020	0.56	0.63	1.05	28.3	17.1	59.8	100.9	132.9	15.1	11.2	2.8%	2.7	24.50	
Uni-Sélect	UNS	RS	1,149.7	43.8	26.26	12/2021	1.00	1.13	1.39	21.7	19.2	146.7	157.9	170.7	8.3	7.2	0.0%	1.8	31.00	↑

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

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

Source: Rapports des sociétés, FBN, Refinitiv



**Richard Tse**  
Analyste  
416 869-6690

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



**John Shao**  
Analyste  
416 869-7938

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

## Sélections

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

## Les mouvements sur les marchés continuent de nuire à l'ensemble du secteur de la technologie

L'année 2022 a commencé par un désintérêt pour les actions de croissance en faveur de celles de valeur, mais l'effet a récemment été exacerbé par la correction générale sur le marché global suscitée par l'incertitude qui entoure les hausses de taux d'intérêt, le resserrement quantitatif et les tensions géopolitiques. Depuis le début de l'année, l'indice S&P de la technologie accuse un repli de 12,6%, tandis que

l'indice S&P est en baisse de 9,7% - notons qu'au moment où nous écrivons ces lignes, l'indice S&P est officiellement entré en zone de contraction. Ici, au Canada, l'indice TSX de la technologie a subi de bien plus lourdes pertes (-36,6% depuis le début de l'année, essentiellement à cause de Shopify) par rapport à l'indice TSX général, qui n'est en repli que de 1,5% grâce à la performance du secteur de l'énergie (+13,9%). Pour ceux qui suivent nos travaux de recherche, vous vous souviendrez peut-être que nous avions signalé ce risque dans notre étude prévisionnelle sur l'année 2022 parue en janvier. Malheureusement, les opinions présentées dans ce rapport restent largement inchangées. Nous y expliquions que les investisseurs prennent des positions tactiques dans des situations uniques pour les titres de notre univers qui présentent des attributs défensifs tout en maintenant un horizon à long terme pour les titres de croissance aux valorisations élevées. Les titres que nous étudions dans ce rapport et dont nous croyons qu'ils présentent un rapport risque-rendement positif sur une base relative sont, comme auparavant, CGI, Kinaxis, Nuvei, Magnet Forensics et TELUS International. Voici de brefs commentaires sur certains de ces titres :

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

inédits dans la fidélisation des clients ces derniers trimestres, et cette tendance devrait se poursuivre.

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

Symb.	Cote du titre	Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 2/28	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B		BAIIA (M)			VE/BAIIA		Valeur compt.	Ratio d'endet.	Cours cible	
							(A)	est.	est.	Ex1	Ex2	(A)	est.	est.	Ex1	Ex2			12 mois	Δ
							Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2				
Altus Group Limited	AIF	RS	2,205	44.6	49.42	2021	1.90	2.20	3.34	22.5	14.8	109.8	142.8	174.0	17.1	14.0	2.5	33%	70.00	↓
Blackline Safety Corp.*	BLN	RS	372	60.0	6.20	2021	(0.51)	(0.45)	(0.40)	NMF	NMF	(9.9)	(7.3)	(3.3)	NMF	NMF	1.2	0%	10.00	
CGI Inc.	GIB.A	RS	25,185	246.8	102.04	2021	5.41	6.04	6.37	16.9	16.0	2462.7	2604.2	2709.2	10.4	10.0	28.2	31%	135.00	
Constellation Software Inc.	CSU	RM	42,985	21.2	2,028.41	2021	47.38u	54.59u	65.37u	29.0	24.2	1,511.0u	1,713.4u	1,945.1u	19.8	17.4	71.8u	42%	2350.00	↑
Coveo Solutions Inc.	CVO	RS	1,031	112.6	9.15	2021	(7.98u)	(0.31u)	(0.37u)	NMF	NMF	(11.0u)	(23.1u)	(30.4u)	NMF	NMF	266.4u	0%	18.00	
Docebo Inc.	DCBO	RS	2,079	34.1	60.92	2020	(0.13u)	(0.34u)	(0.15u)	NMF	NMF	(2.2u)	(7.6u)	(2.8u)	NMF	NMF	191.0u	0%	85.00u	
D2L Inc.	DTOL	RS	703	60.6	11.61	2021	0.11u	(0.14u)	(0.30u)	NMF	NMF	6.0u	(4.2u)	(12.9u)	NMF	NMF	1.3u	0%	20.00	
E Automotive Inc.	EINC	RS	662	55.2	12.00	2020	(1.77u)	(0.25u)	(0.36u)	NMF	NMF	(4.1u)	(6.3u)	(13.1u)	NMF	NMF	0.8u	26%	21.50	
Farmers Edge Inc.	FDGE	RM	157	41.9	3.75	2020	(2.02)	(1.38)	(1.19)	NMF	NMF	(45.9)	(40.8)	(38.6)	NMF	NMF	2.94	1%	4.00	
Kinaxis Inc.	KXS	RS	4,017	28.3	142.04	2020	1.11u	0.59u	1.51u	NMF	NMF	53.7u	38.2u	65.9u	75.9	44.0	10.9u	0%	225.00	
Lightspeed Commerce Inc.	LSPD	RS	3,632u	148.2	24.51u	2021	(0.38u)	(0.39u)	(0.21u)	NMF	NMF	(21.2u)	(45.1u)	(16.8u)	NMF	NMF	23.3u	1%	75.00u	↓
Magnet Forensics Inc.*	MAGT	RS	1,026	42.6	24.10	2020	0.32u	0.25u	0.21u	NMF	NMF	15.4u	15.9u	13.1u	43.5	52.7	2.0u	2%	50.00	
mdf commerce inc.	MDF	RM	176	44.0	4.01	2021	(0.30)	(0.36)	(0.06)	NMF	NMF	5.1	(1.0)	9.2	NMF	21.3	6.56	13%	5.00	↓
Nuvei Corporation	NVEI	RS	7,337u	147.5	49.76u	2020	0.14u	1.65u	2.13u	33.6	25.9	163.0u	314.4u	414.9u	25.4	19.2	10.7u	24%	130.00u	
Open Text Corporation	OTEX	RS	11,523u	272.9	42.22u	2021	3.39u	3.25u	3.62u	13.0	11.7	1,315.2u	1,286.0u	1,406.6u	11.1	10.1	15.1u	51%	60.00u	
Pivotree Inc.*	PVT	RS	133	26.7	5.00	2020	(0.09)	(0.31)	(0.25)	NMF	NMF	5.6	(4.1)	(3.1)	NMF	NMF	3.3	0%	8.00	
Q4 Inc.	QFOR	RS	201	42.7	4.71	2020	(0.33u)	(0.67u)	(0.70u)	NMF	NMF	(6.7u)	(16.2u)	(25.8u)	NMF	NMF	1.8u	21%	12.00	
Real Matters Inc.	REAL	RM	431	79.8	5.40	2021	0.48u	0.23u	0.38u	18.3	11.2	59.2u	28.6u	44.0u	9.2	6.0	2.0u	0%	8.00	
Shopify Inc.	SHOP	RS	78,787u	125.7	626.61u	2021	6.42u	7.68u	10.64u	NMF	NMF	732.0u	939.2u	1,368.4u	76.8	52.7	88.5u	9%	1,500.00u	↓
Softchoice Corp*	SFTC	RM	1,301	63.4	20.50	2020	0.65u	0.54u	0.97u	38.1	21.2	65.5u	66.9u	97.9u	21.0	14.4	0.8u	68%	30.00	
Tecsys Inc*	TCS	RS	523	15.0	34.91	2021	0.49	0.19	0.67	NMF	NMF	16.2	11.6	19.1	44.2	26.9	4.51	12%	65.00	
Telus International	TIXT	RS	6,510u	269.0	24.20u	2021	1.00u	1.20u	1.40u	NMF	NMF	540.0u	620.3u	755.2u	12.2	10.0	6.2u	41%	50.00u	
Thinkific Labs Inc.	THNC	RS	259	77.2	4.30	2021	(0.29)u	(0.48)u	(0.29)u	NMF	NMF	(19.46)u	(37.04)u	(21.42)u	NMF	NMF	1.80u	0.00	12.00	↓

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

u = dollars US

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

# Technologies propres et développement durable

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


**Rupert Merer, P. ENG, CFA**

Analyste  
416 869-8008

Adjoints :

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

## Sélections

- › Innergex
- › Boralex
- › Northland Power

## Points saillants des sociétés

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

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

INE compte parmi les plus importants PÉI d'énergie renouvelable du Canada, avec une capacité installée nette de 3,200 MW; la société a le projet de faire croître ses capacités d'environ 1,800 MW d'ici la fin de 2025E. Les activités d'INE sont diversifiées dans différentes catégories d'énergies renouvelables (hydroélectricité environ 30%, éolien environ 51% et solaire environ 19%) et différentes régions (Canada environ 47%, États-Unis environ 38%, Chili environ 8% et France environ 7%). Comme elle l'a mentionné lors de sa journée des investisseurs de septembre 2021, la stratégie de croissance d'INE jusqu'en 2025E représente près de \$3.8 milliards de nouveaux investissements, en grande partie pour financer des projets d'environ 1.3 GW à un stade intermédiaire ou avancé de réalisation. Récemment, INE a clôturé quelques acquisitions, notamment celle d'un parc solaire de 50 MW au Chili, la participation résiduelle de 50% dans sa coentreprise chilienne Energia Llaima SpA; un portefeuille de 332 MW de trois parcs éoliens au Chili; ainsi qu'une participation de 50% dans Curtis Palmer, un portefeuille d'actifs hydroélectriques au fil de l'eau de 60 MW à New York, en partenariat avec Hydro-Québec. Avec la visibilité dont elle jouit sur sa croissance à court terme et ses récentes fusions-acquisitions, INE table sur une croissance d'au moins 10% de sa production et de ses paramètres financiers en 2022E, soutenue par ses récentes fusions-acquisitions, ainsi que sur un TCAC d'environ 15% de ses FTD nor-

malisés par action d'ici 2025E. Les développements récents au sein de l'entreprise incluent l'entrée en service du projet éolien Griffin Trail de 226 MW dans le nord du Texas et du projet solaire Hillcrest de 200 MW dans l'Ohio. En outre, INE explore des possibilités d'investissements sur de nouveaux marchés, à savoir les systèmes de stockage en batterie et les systèmes d'hydrogène vert. Notre cours cible, qui comprend \$3 par action au titre de la plus-value, est fondé sur des FTA à long terme établis par l'application d'un taux d'actualisation de 5.5% sur les actifs en exploitation.

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

BLX est un producteur d'énergie renouvelable qui possède des actifs éoliens, solaires et hydroélectriques aux États-Unis, en France et au Canada. Sa capacité nette installée totalise environ 2,500 MW, couverte à 98% par des contrats de vente d'énergie indexés sur l'inflation, à prix fixe ou en obligation d'achat, d'une échéance moyenne de 13 ans. En juin 2021, BLX a présenté son programme stratégique de 2020 à 2025E ainsi qu'une feuille de route jusqu'en 2030E. Le programme est centré sur la croissance, la diversification, la clientèle et l'optimisation des actifs, et intègre aussi la stratégie ESG. BLX a annoncé des objectifs de croissance ambitieux, comptant investir encore près de \$5.2 milliards d'ici 2025E pour doubler ses capacités à 4.4 GW (comparativement à 2.2 GW en 2020), suivis d'autres investissements pour atteindre 10 GW à 12 GW d'ici 2030E. BLX vise un TCAC de son BAIIA normalisé et de ses flux de trésorerie discrétionnaires de 10% à 12% et de 14% à 16%, respectivement, d'ici 2025E. BLX a connu un certain succès avec ses soumissions en France, ayant remporté des projets totalisant des capacités d'environ 62 MW. La société a aussi soumissionné à sept appels d'offres pour des projets solaires totalisant 800 MW à New York, avec des résultats attendus au premier semestre de 2022, et elle pourrait remporter des contrats au Québec après les soumissions qu'elle a présentées. Récemment, BLX a accepté de se départir d'une participation de 30% de 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, au T4, BLX a prof-

# Technologies propres et développement durable

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

ité de la montée des prix de l'électricité en France du fait des structures de ses contrats sur des actifs en exploitation de 201 MW et de projets en construction de 125 MW. À ce jour, en 2022, les prix de l'électricité restent élevés en Europe et, avec l'instabilité liée à la guerre en Ukraine, BLX pourrait tirer parti du maintien des prix élevés tout au long de 2022 et au-delà. Notre cours cible, qui comprend \$7 par action au titre de la plus-value, est fondé sur des FTA à long terme établis par l'application d'un coût des capitaux propres de 5.5% sur les flux de trésorerie d'exploitation.

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

NPI, chef de file mondial dans le développement de parcs éoliens en mer, est propriétaire de centrales électriques aux énergies renouvelables et de centrales thermiques d'une capacité nette d'environ 2,020 MW. Environ 95% des revenus tirés des capacités de production de NPI font l'objet de contrats à long terme avec des institutions gouvernementales. Avec sa plateforme de projets éoliens en mer, NPI attire de grands partenaires tels que RWE en Alle-

magne, 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, pour une capacité brute totale de 1.3 GW. Ces projets de développement en Europe pourraient rapporter plus grâce aux prix élevés de l'électricité qui résultent de la crise de l'énergie en Europe. En outre, celle-ci pourrait aussi avoir un effet accélérateur pour de nouveaux projets et attirer encore du capital pour soutenir de futures ventes d'actifs. À court terme, NPI pourrait procéder à l'entrée en service de son projet d'énergie solaire La Lucha de 130 MW au Mexique ainsi que ses projets éoliens sur terre à New York. NPI continue de faire progresser son projet éolien Hai Long de 1,044 MW au large des côtes

de Taiwan (décision finale d'investissement attendue en 2022E) et le projet Baltic en Pologne de 1,200 MW (décision finale d'investissement et mise en service attendues en 2023E et 2026E). Enfin, NPI prépare une soumission en réponse à des appels d'offres à 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 5.5% sur les flux de trésorerie d'exploitation.

Symb.	Cote du titre	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 2-28	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B		Ventes par action			C/V		Valeur compt.	Ratio d'endet.	Cours cible		
						(A) Dern. Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	(A) Dern. Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2			12 mois	Δ	
<b>Technologie énergétique</b>																				
5N Plus	VNP	RS	200.3	86	2.33	12/2021	0.06u	0.21u	0.26u	8.7	7.1	2.54u	3.22u	3.56u	0.6	0.5	1.37u	0.20	4.25	
Anaergia Inc.	ANRG	RM	766.8	62	12.45	12/2020	0.00	0.00	0.00	na	na	3.05	2.60	4.85	4.8	2.6	10.70	0.48	22.00	
Algonquin Power	AQN	RS	9727.6	672	14.48u	12/2020	0.65u	0.71u	0.74u	20.3	19.5	2.98u	3.70u	4.06u	3.9	3.6	10.70u	0.48	15.50u	
Altius Renewable Royalties Corp	ARR	RS	416.8	29	14.42	12/2020	(0.15)u	0.07u	0.00u	nmf	nmf	0.01u	0.02u	0.12u	nmf	nmf	0.43u	0.00	13.00	
Ballard Power Systems	BLDP	RS	3398.8u	298	11.42u	12/2020	(0.20)u	(0.32)u	(0.27)u	nmf	nmf	0.42u	0.33u	0.47u	34.6	24.6	4.58u	0.01	20.00u	
Boralex	BLX	RS	3828.3	103	37.01	12/2021	0.56	0.23	0.58	nmf	64.1	6.44	6.58	6.92	5.6	5.4	11.73	0.65	44.00	↑
Brookfield Renewable	BEP	RS	23192.8u	646	35.92u	12/2021	0.00u	0.00u	0.00u	na	na	3.36u	3.69u	4.11u	9.7	8.7	24.27u	0.35	38.00u	
DIRTT Environmental Solutions	DRT	RM	160.4u	85	1.88u	12/2021	(0.13)u	(0.54)u	(0.16)u	nmf	nmf	2.03u	1.72u	2.33u	1.1	0.8	0.88u	0.23	2.75u	↓
GFL Environmental Inc.	GFL	RS	13417.9	362	37.06	12/2021	(2.76)	(1.47)	(0.19)	nmf	nmf	11.64	15.01	17.13	2.5	2.2	14.98	0.54	55.00	
Innervex	INE	RS	3574.3	194	18.43	12/2021	(0.23)	(0.79)	0.70	nmf	26.3	3.60	4.11	4.07	4.5	4.5	6.13	0.86	23.00	
The Lion Electric Company	LEV	RS	1603.4u	199	8.05u	12/2021	(3.64)u	(0.22)u	(0.25)u	nmf	nmf	0.77u	0.22u	0.99u	36.6	8.1	1.67u	0.02	13.00u	↑
Loop Energy Inc	LPEN	RS	100.3	35	2.83	12/2020	(0.50)	(0.77)	(0.77)	nmf	nmf	0.03	0.05	0.40	51.9	7.1	2.32	0.01	9.00	
NanoXplore	GRA	RS	703.3	158	4.45	06/2021	(0.08)	(0.05)	0.13	nmf	34.6	0.46	0.57	0.88	7.8	5.0	0.62	0.20	10.00	
Next Hydrogen Solutions Inc.	NXH	RM	45.0	24	1.84	12/2020	(0.77)	(1.33)	(0.97)	nmf	nmf	0.00	0.01	0.28	nmf	6.5	1.69	0.01	6.00	
Northland Power	NPI	RS	9106.3	226	40.30	12/2021	1.78	0.63	0.83	64.3	48.7	10.25	9.19	9.16	4.4	4.4	13.05	0.68	44.00	
TransAlta Renewables	RNW	RM	4659.2	267	17.45	12/2021	0.35	0.55	0.69	31.5	25.3	1.64	1.70	1.72	10.3	10.1	7.66	0.18	18.50	
Xebec Adsorption	XBC	RM	267.9	154	1.74	12/2020	(0.33)	(0.17)	0.01	nmf	nmf	0.59	0.81	1.34	2.2	1.3	2.04	0.17	4.00	

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

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

u = dollars US

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

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

—

**Adjoints :**

Ahmed Abdullah : 514 879-2564

Luc Troiani, CFA : 416 869-6585

**Sélections**

- › Cineplex
- › Spin Master
- › Telus

**Telus****L'exécution est un succès :  
déploiement de la fibre et de la 5G.**

Ces deux dernières années, nous avons observé un décrochage par rapport au phénomène habituel de retour à la moyenne pour la valorisation des trois grandes sociétés calculée sur la base du ratio VE/BAIIA, Telus se démarquant et méritant une prime. La composition des activités de TELUS lui a été favorable pendant la pandémie. La société a subi la pression de la perte des revenus liés aux données en itinérance dans les forfaits sans fil, mais a échappé à la contraction liée aux actifs dans les médias et les sports, TELUS n'en détenant pas. En outre, l'attention des investisseurs s'est plutôt concentrée sur la stratégie de verticalisation de la société dans le secteur sur-fil, qui a vu Telus International donner naissance à une nouvelle société cotée en Bourse au début de 2021, alors que Telus Health et Telus Agriculture continuent de se développer en vue de leurs monétisations futures. Cette stratégie de verticalisation a mis en valeur des actifs à plus forte croissance et à plusieurs facettes au sein de Telus. Les prévisions internes pour 2022 anticipent une croissance de 8% à 10% du chiffre d'affaires d'exploitation et du BAIIA ajusté, avec des dépenses en immobilisations de l'ordre de \$3.4 milliards (dont \$750 à \$790 millions de dépenses accélérées) et des FTD de \$1.0 à \$1.2 milliard. La direction s'attend toujours à ce que les dépenses en immobilisations baissent à \$2.5 milliards ou en dessous en 2023 après son programme accéléré de dépenses de 2021-2022, avec une contraction du ratio d'endettement de 3.2 à la fin de 2021 à moins de 2.7 en 2023 ou 2024. Le taux de pénétration de la campagne de déploiement de la fibre jusqu'à l'abonné a atteint 87% l'année dernière, avec seulement 11% des clients Internet et TV du réseau de fibre toujours sur ligne cuivre; Telus renforce son positionnement concurrentiel par rapport à Shaw et se prépare à l'acquisition de cette dernière par Rogers. La ligne cuivre doit être désactivée sur le réseau fibre d'ici la fin de 2023, avec la perspective d'au moins \$1 milliard à tirer de la monétisation future des actifs immobiliers connexes dans les années à venir. La couverture 5G de la population a atteint 70% en 2021, proportion qui devrait monter à 80% au moins cette année, car une campagne intense de marketing est prévue au deuxième semestre de 2022 après le déploiement de 3500

MHz de licences de spectre acquises l'été dernier. En mai, avec la publication des résultats du T1 et l'AGA, Telus devrait présenter ses perspectives d'évolution du dividende sur trois ans; les prévisions antérieures annonçaient des hausses de l'ordre de 7% à 10%. Notre cours cible correspond à la moyenne des FTA 2022E et de la VAN 2023E, avec des ratios implicites VE/BAIIA de 10.8 et 9.9 d'après nos estimations pour 2022E et 2023E, en excluant de futurs achats de spectre.

Symb.	Cote du titre	Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 2/28	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B		BAIIA (M\$)			V/E/BAIIA		Valeur compt.	Ratio d'endet.	Cours cide			
							(A)	est.	est.	Ex1	Ex2	(A)	est.	est.	Ex1	Ex2			Ex1	Ex2	12 mois	Δ
							Dernier Ex	Ex1	Ex2			Dernier Ex	Ex1	Ex2								
<b>Radiodiffusion et divertissement</b>																						
Cineplex Inc.	CGX	RS	877	63.3	13.84	12/2021	(3.93)	0.94	1.67	14.8	8.3	-84.3	191.3	246.7	8.1	5.8	-3.47	1.45	19.00			
Corus Entertainment Inc.	CJR.b	RS	1,059	208.4	5.08	08/2021	0.88	0.84	0.91	6.0	5.6	524.6	511.8	520.2	4.9	4.4	5.50	0.55	8.00			
WildBrain Ltd.	WILD	RS	527	172.9	3.05	06/2021	(0.07)	(0.05)	0.16	-62.0	19.6	83.1	92.0	107.4	10.8	8.9	0.33	0.88	5.00			
Spin Master Corp.	TOY	RS	4,753	102.4	46.42	12/2021	2.10	2.22	2.36	16.5	15.6	414.1	418.3	437.9	7.2	6.2	10.28	-1.15	66.00	↑		
Stingray Group Inc.	RAY.a	RS	499	70.1	7.11	03/2021	0.85	0.83	0.96	8.6	7.4	114.3	103.4	122.4	8.3	7.3	4.00	0.63	8.50			
TVA Group Inc.	TVA.b	RM	159	43.2	3.68	12/2021	0.79	0.83	0.91	4.4	4.0	80.3	79.9	82.8	2.1	1.8	8.78	0.04	3.50	↑		
<b>Impression et édition</b>																						
Thomson Reuters Corp.	TRI	RS	↑ 62,311	486.2	128.16	12/2021	1.95	2.42	3.36	41.7	30.1	1970.0	2317.9	2800.0	22.4	18.2	28.45	0.19	162.00			
Transcontinental Inc.	TCL.a	RS	1,780	87.0	20.45	10/2021	2.37	2.45	2.59	8.3	7.9	454.9	463.6	471.2	5.6	5.2	20.04	0.34	28.00			
<b>Publicité et marketing</b>																						
VerticalScope Holdings Inc.	FORA	RS	421	21.6	19.50	12/2020	(0.01)	(0.18)	0.65	NM	30.0	26.6	28.5	28.5	9.7	8.0	4.21	-0.24	36.00			
Yellow Pages Ltd.	Y	RM	380	27.7	13.73	12/2021	3.02	1.92	1.80	7.1	7.6	102.0	90.8	82.6	2.5	2.4	NM	-0.38	15.00			
<b>Télécommunications</b>																						
BCE Inc.	BCE	RS	60,512	909.0	66.57	12/2021	3.19	3.34	3.58	20.0	18.6	9893.0	10250.2	10589.9	9.0	8.7	20.47	0.39	71.00	↑		
Cogeco Communications Inc.	CCA	RS	4,713	46.6	101.20	08/2021	8.43	9.01	9.79	11.2	10.3	1205.7	1380.1	1426.9	6.3	5.9	61.46	0.60	141.00			
Quebecor Inc.	QBR.b	RS	6,642	239.6	27.72	12/2021	2.52	2.67	2.80	10.4	9.9	1973.2	2022.9	2076.1	6.1	5.9	5.24	0.85	37.00	↓		
Rogers Communications Inc.	RCI.b	RS	33,068	504.9	65.49	12/2021	3.56	4.35	5.31	15.0	12.3	5887.0	8974.3	9568.4	8.1	7.7	20.86	0.48	74.00			
Shaw Communications	SJR.b	RS	19,043	501.0	38.01	08/2021	1.60	1.60	1.65	23.8	23.0	2500.0	2564.9	2604.9	9.5	9.2	12.24	0.48	40.50			
Telus Corp.	T	RS	43,854	1370.0	32.01	12/2021	1.23	1.15	1.35	27.9	23.7	6290.0	6464.1	7004.7	10.0	9.1	11.72	0.58	36.00	↑		

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

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
- › Héroux-Devtek

### TFI International reste l'un de nos titres favoris dans le secteur du transport

TFI International (Rendement supérieur, cours cible de \$160.00) profite de la vigueur du marché du transport de fret, et nous pensons que le potentiel de hausse n'est pas épuisé en 2022 en raison des facteurs suivants :

▶ **L'exécution de la division Transport de lots brisés de TForce Freight est en avance sur le calendrier.**

Quelles que soient les caractéristiques fondamentales du marché final (qui restent solides dans le secteur du TLB), nous pensons que l'amélioration actuelle des marges dans les activités de TLB de TForce Freight aux États-Unis (anciennement UPS Freight avant l'acquisition d'avril 2021) sera un moteur clé de la croissance du bénéfice de TFI International au cours des deux prochaines années. Les activités de TForce Freight affichaient un ratio d'exploitation de 89.4% au T4, ce qui représente une amélioration par rapport au ratio de 90.7% du T3, alors que le T4 est habituellement un trimestre faible. Comme TFII prévoit encore des retarifications de contrats, des réductions de coûts et des améliorations d'efficacité à venir, la direction pense que le ratio d'exploitation pourrait se situer entre 86% et 88% d'ici la fin de l'année 2022. À plus long terme (2 à 3 ans), la direction pense pouvoir le faire descendre à 80%, une prévision plus optimiste que son précédent objectif à long terme d'environ 85%. Selon nous, le ratio d'exploitation de 85% est un objectif atteignable en 2023; il faut dire que la division TLB de TFII au Canada a enregistré un ratio d'exploitation de 79.9% pour l'exercice 2021.

▶ **Le contexte global est positif pour le secteur du camionnage.**

Les derniers prix au comptant disponibles pour le camionnage auprès de DAT (janvier) montrent que les tarifs du transport de fret sec par camion ont augmenté de 31.7% a/a aux États-Unis, avec des tarifs contractuels en hausse de 22.7% a/a. Un marché étrié pour les camionneurs devrait limiter les capacités de camionnage pour une longue période, ce qui devrait faire monter les prix tout au long de l'année 2022. La croissance du commerce en ligne profite aussi au segment Colis et courrier de TFII – dont la marge BALL a atteint au T4 le niveau exceptionnel de

24.5% comparativement à notre estimation de 18.6% – ainsi qu'au segment Logistique de la société.

▶ **Potentiel de hausse lié aux fusions-acquisitions.**

À la fin de 2021, le ratio dette nette/BALIA de TFII se situait au niveau confortable de 1.9, et nous estimons que les flux de trésorerie disponibles totaliseront \$779 millions, malgré des dépenses en immobilisations qui s'annoncent élevées cette année. La direction ne s'attend pas à être en mesure de réaliser une nouvelle acquisition de grande envergure avant un stade avancé de l'année, mais nous pensons qu'elle pourrait s'engager dans des acquisitions complémentaires tout au long de l'année. Nous croyons aussi que TFII poursuivra son programme de rachat d'actions en l'absence d'acquisitions de grande ampleur. Nos prévisions pour TFII ne tiennent compte d'aucune acquisition ou rachat d'actions non annoncé.

▶ **La valorisation reste raisonnable.**

D'après nos estimations pour 2023, TFII se négocie à un ratio C/B de 13.5, comparativement à un ratio moyen pondéré de 14.9 pour le groupe des sociétés comparables. Notons que le secteur entier du camionnage a eu un début d'année 2022 difficile, nombre d'actions phares enregistrant des contractions de 10% ou plus.

# Transport et produits industriels

	Symb.	Cote du titre	Actions		Cap. bours. (M)	Dernier exercice déclaré	BPA			C/B		BAIIA			VE/BAIIA		Ratio d'endet.	Cours cible			
			e.c. (M)	Cours 2-28			(A)	est.	est.	Ex1	Ex2	(A)	est.	est.	Ex1	Ex2		Ex1	Ex2	12 mois	Δ
Air Canada	AC	RM	358	23.95	8,569	12/2021	-10.25	-1.56	2.04	NA	11.8x	(1464)	1560	3303	10.4x	4.9x	100%	29.00	↑		
Bombardier Inc.	BBD.b	RS	2463	1.58	3,892	12/2021	-u0.08	-u0.08	u0.02	NA	79.0x	641	855	1072	10.3x	8.2x	na	2.65	↑		
BRP Inc.	DOO	RS	83	90.84	7,553	01/2021	5.35	9.40	9.83	9.7x	9.2x	999	1424	1495	6.9x	6.9x	111%	128.00			
CAE Inc.	CAE	RS	319	33.91	10,808	03/2021	0.47	0.74	1.16	46.0x	29.3x	492	723	977	26.7x	13.4x	37%	44.00	↓		
Canadian National Rail	CNR	RM	707	157.24	111,232	12/2021	5.95	7.11	7.83	22.1x	20.1x	9.81	9.94	11.11	14.7x	13.7x	34%	172.00			
Canadian Pacific Rail	CP	RM	930	89.25	83,003	12/2021	3.76	3.84	4.65	23.3x	19.2x	5.41	3.43	6.41	22.9x	13.8x	37%	98.00			
Cargojet Inc.	CJT	RM	18	183.21	3,209	12/2020	-5.63	5.63	6.81	32.6x	26.9x	291	290	308	12.1x	11.4x	31%	203.00	↑		
Chorus Aviation Inc.	CHR	RM	174	4.36	757	12/2021	0.37	0.42	0.52	10.3x	8.4x	272	336	363	7.4x	6.9x	72%	4.65	↑		
Exchange Income Corporation	EIF	RS	38	40.65	1,534	12/2021	2.26	2.25	2.82	18.1x	14.4x	330	364	405	7.5x	6.7x	58%	51.00			
Héroux-Devtek Inc.	HRX	RS	36	17.57	628	03/2021	0.80	0.80	1.02	22.0x	17.3x	88	83	97	9.4x	8.1x	27%	26.00			
NFI Group Inc.	NFI	RM	77	18.96	1,462	12/2020	-u0.75	u0.00	u0.36	na	41.3x	158	169	193	12.8x	11.2x	59%	26.00			
Taiga Motors Corp.	TAIG	RS	31	4.97	155	12/2020	NA	-5.57	-1.25	NA	NA	NA	(25)	(1)	na	na	na	16.00			
Transat A.T. Inc.	TRZ	RI	38	4.87	184	10/2021	-11.83	-4.82	-0.67	NA	NA	(214)	(22)	191	na	7.0x	NA	3.50			
TFI International Inc.	TFII	RS	93	132.12	12,243	12/2021	u5.23	u6.46	u7.43	16.1x	14.0x	1051	1302	1417	9.0x	8.2x	48%	160.00	↑		

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

u = dollars US

Source: Rapports des sociétés, Refinitiv, FBN

# Liste alphabétique des sociétés

SN Plus	VNP	64	Cascades	CAS	60	GDI Integrated Facility Services	GDI	60	Newmont	NGT	49	Tamarack Valley Energy	TVE	51
ABC Technologies	ABCT	54	Cenovus Energy	CVE	51	GFL Environmental Inc.	GFL	64	Next Hydrogen Solutions Inc.	NXH	64	Taseko Mines	TKO	47
Abrasive Resource Corp	ABRA	49	Centerra Gold Inc	CG	49	Gibson Energy	GEI	53	NFI Group Inc.	NFI	68	TC Energy Corp.	TRP	53
Advantage Oil & Gas	AAV	51	CES Energy Solutions Corp.	CEU	58	Gildan	GIL	42	North American Construction Group Ltd.	NOA	54	Teck Resources	TECKb	47
Adventus Mining	ADZN	47	CGI Inc.	GIB.A	62	goeasy	GSY	57	Northland Power	NPI	64	Tecsys Inc	TCS	62
Aecon Group	ARE	54	Chartwell Retirement Residences	CSH.un	45	Gold Standard Ventures Corp.	GSV	49	NorthWest H.P. REIT	NWH.un	45	Telus Corp.	T	66
Ag Growth International Inc.	AFN	58	Chemtrade Logistics Income Fund	CHEJUN	55	good natured Products Inc.	GDNP	58	Nuvei Corporation	NVEI	62	Telus International	TIXT	62
Agnico-Eagle Mines Ltd	AEM	49	Choice Properties REIT	CHP.un	45	Goodfood Market	FOOD	42	NuVista Energy	NVA	51	Tervita	TEV	53
Air Canada	AC	68	Chorus Aviation Inc.	CHR	68	Granite REIT	GRT.un	45	O3 Mining Inc.	OIII	49	TFI International Inc.	TFII	68
Akumina	AKU	55	CIBC	CM	40	Great-West Lifeco	GW0	40	OceanaGold Corp	OGC	49	The Lion Electric Company	LEV	64
Alamos Gold Inc	AGI	49	Cineplex Inc.	CGX	66	Green Impact Partners Inc.	GIP	58	Open Text Corporation	OTEX	62	Theratechnologies	TH	55
Alaris Equity Partners Income Trust	AD	60	Cogeco Communications Inc.	CCA	66	H&R REIT	HR.un	45	Osisko Development	ODV	49	Thinkific Labs Inc.	THNC	62
Algonquin Power	AGN	64	Colliers International	CIGI	54	H2O Innovation	HEO	55	Osisko Gold Royalties Ltd	OR	49	Thomson Reuters Corp.	TRI	66
Alio Gold Inc.	ALO	49	Constellation Software Inc.	CSU	62	Hardwoods Distribution	HDI	60	Osisko Mining	OSK	49	Tidewater Midstream	TWM	53
Allied Properties REIT	AP.un	45	Copper Mountain Mining	CMMC	47	Headwater Exploration	HWX	51	Ovintiv Inc (US\$)	OVV	51	Tidewater Renewables	LCFS	53
AltaGas	ALA	53	Corus Entertainment Inc.	CJR.b	66	Héroux-Devtek Inc.	HRX	68	Pan American Silver	PAAS	49	Timbercreek Financial	TF	57
AltaGas Canada Inc.	ACI	53	Couche Tard	ATD.b	42	Home Capital Group	HCG	57	Paramount Resources	POU	51	TMX Group	X	57
Altius Renewable Royalties Corp	ARR	64	Coveo Solutions Inc.	CVO	62	Hudbay Minerals	HBM	47	Park Lawn Corporation	PLC	60	Topaz Energy	TPZ	51
Altus Group Limited	AIF	62	Crescent Point Energy Corp.	CPG	51	Hydro One Ltd.	H	53	Parkland Fuel Corporation	PKI	42	Torex Gold Resources Inc	TGX	49
American Hotel Income Properties	HOT.un	45	Crew Energy	CR	51	iA Groupe Financier	IAG	40	Pason Systems Corp.	PSI	58	Toromont Industries Ltd.	TIH	54
Anoergia Inc.	ANRG	64	Crombie REIT	CRR.un	45	IAMGOLD Corp	IMG	49	Pembina Pipelines	PPL	53	Tourmaline Oil	TOU	51
Andlauer Healthcare Group	AND	55	CT REIT	CT.un	45	IBI Group Inc.	IBG	54	Pet Valu	PET	42	TransAlta	TA	53
ARC Resources Ltd.	ARX	51	D2L Inc.	D2L	62	IGM Financial Inc.	IGM	57	Peyto Exploration & Development	PEY	51	TransAlta Renewables	RNW	64
Argonaut Gold Inc.	AR	49	Definity Financial Corp.	DFY	57	Imperial Oil	IMO	51	Pipestone Energy	PIPE	51	Transat A.T. Inc.	TRZ	68
Artemis Gold Inc.	ARTG	49	Dexterra Group Inc.	DXT	60	IMV Inc.	IMV	55	Pivotree Inc.	PVT	62	Transcontinental Inc.	TCLA	66
Artis REIT	AX.un	45	Dialogue Health Technologies	CARE	55	Innergex	INE	64	Power Corporation of Canada	POW	57	Trevali Mining	TV	47
ATCO Ltd.	ACO	53	DIRTT Environmental Solutions	DRT	64	Inovalis REIT	INO.un	45	PrairieSky Royalty	PSK	51	Trican Well Services	TCW	51
ATS Automation	ATA	54	Docebo Inc.	DCBO	62	Intact Financial Corp.	IFC	57	Precision Drilling Corp.	PD	51	Tricon Capital Group	TCN	45
AuRico Metals Inc	AMI.TO	49	Dollarama	DOL	42	Integra Resources Corp.	ITR	49	Premium Brands Holdings	PBH	42	Trilogy Metals	TMQ	47
AutoCanada	ACQ	54	Doman Building Materials	DBM	60	Inter Pipeline	IPL	53	Pretium Resources	PVG	49	Triple Flag Precious Metals Corp	TFPM	49
Automotive Properties REIT	APR.un	45	DREAM Industrial REIT	DIR.un	45	InterRent REIT	IIR.un	45	Pure Gold Mining Inc.	PGM	49	Trisura Group Ltd.	TSU	57
Aya Gold and Silver	AYA	49	DREAM Office REIT	Dun	45	Intertape Polymer Group Inc.	ITP	60	Q4 Inc.	QFOR	62	True North Commerical REIT	TNT.un	45
B2Gold	BTO	49	DRI Healthcare Trust	DHT.UT	55	Invesque	IVGU	45	Quebecor Inc.	QBR.b	66	TVAGroup Inc.	TVA.b	66
Ballard Power Systems	BLDP	64	Dundee Precious Metals	DPM	49	Jamieson Wellness	JWEL	55	Real Matters Inc.	REAL	62	Uni-Sélect	UNV	60
Banque Canadienne de l'Ouest	CWB	40	E Automotive Inc.	EINC	62	Josemaria Resources	JOSE	47	Richelieu Hardware	RCH	60	Veresen Inc.	VSN	53
Banque de Montréal	BMO	40	ECN Capital	ECN	57	K92 Mining Inc.	KNT	49	RioCan REIT	REI.un	45	Vermilion Energy Inc.	VET	51
Banque Laurentienne	LB	40	Eldorado Gold Corp	ELD	49	K-Bro Linen	KBL	55	Ritchie Bros. Auctioneers	RBA	54	VerticalScope Holdings Inc.	FORA	66
Banque Nationale	NA	40	Element Fleet Management	EFN	57	Kelt Exploration	KEL	51	Rogers Communications Inc.	RCL.b	66	Wesdome Corp.	WDO	49
Banque Royale du Canada	RY	40	Emera Inc.	EMA	53	Keyera	KEY	53	Rogers Sugar	RSI	55	Wheaton Precious Metals Corp	WPM	49
Banque Scotia	BNS	40	Empire Company	EMPa	42	Killam Apartment REIT	KMP.un	45	Royal Gold Inc	RGLD	49	Whitecap Resources	WCP	51
Banque Toronto-Dominion	TD	40	Enbridge Inc.	ENB	53	Kinaxis Inc.	KXS	62	Sabina Gold and Silver Corp.	SBB	49	WildBrain Ltd.	WILD	66
Barrick Gold	ABX	49	Enbridge Income Fund	ENF	53	Kinross Gold Corp	K	49	Sandstorm Gold Ltd	SSL	49	WSP Global	WSP	54
Barsele Minerals Corp.	BME	49	Endeavour Mining	EDV	49	Knight Therapeutics	GUD	55	Saputo	SAP	42	Xebec Adsorption	XBC	64
Baytex Energy	BTE	51	Enerflex Ltd.	EFX	58	KP Tissue	KPT	60	Savaria Corporation	SIS	60	Yamana Gold Inc	YRI	49
BCE Inc.	BCE	66	Enerplus Corporation	ERF	51	Lassonde	LAS.a	42	Secure Energy	SES	53	Yangarra Resources	YGR	51
Birchcliff Energy	BIR	51	Equinox Gold Corp	EQX	49	Liberty Gold Corp	LGD	49	Shaw Communications	SJR.b	66	Yellow Pages Ltd.	Y	66
Bird Construction Inc.	BDT	54	Equitable Group	EQB	57	LifeWorks Inc.	LWRK	57	Shawcor Ltd.	SCL	58			
Blackline Safety Corp.	BLN	62	ERES REIT	ERE.un	45	Lightspeed Commerce Inc.	LSPD	62	Sherritt International	S	47			
Bluestone Resources Inc.	BSR	49	Ero Copper	ERO	47	Lithium Americas	LAC	47	Shopify Inc.	SHOP	62			
Boardwalk REIT	BEI.un	45	Exchange Income Corporation	EIF	68	Loblaw	L	42	Sienna Senior Living	SIA	45			
Bombardier Inc.	BBD.b	68	Extencicare	EXE	45	Loop Energy Inc	LPEN	64	Sigma Lithium	SGML	47			
Boralex	BLX	64	Fairfax Financial Holdings	FFH	57	Lundin Gold Inc.	LUG	49	Slate Office REIT	SOT.un	45			
Boyd Group Services Inc.	BYD	60	Falco Resources Ltd.	FPC	49	Lundin Mining	LUN	47	Sleep Country Canada	ZZZ	42			
Brookfield Business Partners	BBU	57	Farmers Edge Inc.	FDGE	62	MAG Silver Corp	MAG	49	SmartCentres REIT	SRU.un	45			
Brookfield Infrastructure (1)	BIP	53	Fiera Capital Corp.	FSZ	57	Magnet Forensics Inc.	MAGT	62	SNC-Lavalin	SNC	54			
Brookfield Renewable	BEP	64	Filo Mining	FIL	47	Marathon Gold Corp.	MOZ	49	Softchoice Corp	SFTC	62			
BRP Inc.	DOO	68	Financière Manuvie	MFC	40	Maverix Metals Inc	MMX	49	Spartan Delta	SDE	51			
BSR REIT	HOM.un	45	Financière Sun Life	SLF	40	mfc commerce inc.	MDF	62	Spin Master Corp.	TOY	66			
BTB REIT	BTB.un	45	Finning International Inc.	FTT	54	Medical Facilities Corp.	DR	55	SSR Mining Inc.	SSRM	49			
CAE Inc.	CAE	68	First Capital REIT	FCR	45	MEG Energy	MEG	51	Stantec Inc.	STN	54			
Canadian National Rail	CNR	68	First Majestic Silver Corp	FR	49	Metro	MRU	42	Stelco	STLC	54			
Canadian Natural Resources	CNQ	51	First National Financial	FN	57	Minera Alamos Inc.	MAI	49	Stella-Jones	SJ	54			
Canadian Pacific Rail	CP	68	First Quantum Minerals	FM	47	Minto Apartment REIT	MLun	45	Stingray Group Inc.	RAY.a	66			
Canadian Tire	CTC.a	42	Flagship Communities REIT	MHCu.TO	45	MTY Food Group	MTY	42	StorageVault Canada	SVLV	45			
Canadian Utilities	CU	53	Foran Mining	FOMV	47	Mullen Group Ltd.	MTL	58	Summit Industrial	SMU.un	45			
CAP REIT	CAR.un	45	Fortis Inc.	FTS	53	NanoXplore	GRA	64	Suncor Energy	SU	51			
Capital Power	CPX	53	Fortuna Silver Mines Inc	FVI	49	National Energy Services Reunited	NSER	51	Superior Plus	SPB	53			
Capstone Mining	CS	47	Franco-Nevada Corp	FNV	49	Neighbourly Pharmacy Inc.	NBLY	60	Surge Energy	SGY	51			
Cargojet Inc.	CJT	68	Freehold Royalties	FRU	51	New Gold Inc	NGD	49	Taiga Motors Corp.	TAIG	68			

# Succursales

**Ancaster** • 911, Golf Links Road, Suite 201, Ancaster, ON, L9K 1H9 • 905-648-3813  
**Baie-Comeau** • 600, Boul. Lafèche, bureau 340-B, Baie-Comeau, QC, G5C 2X8 • 418-296-8838  
**Barrie** • 126 Collier Street, Barrie, ON, L4M 1H4 • 705-719-1190  
**Beauce** • 11333, 1<sup>re</sup> 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, 18<sup>th</sup> Street, Suite 201, Brandon, MB, R7A 5B3 • 204-571-3200  
**Calgary** • 239 8<sup>th</sup> Ave., SW, Suite 100, Calgary, AB, T2P 1B9 • 403-476-0398  
**Calgary - Southport** • 10655 Southport Road SW, Suite 1100, Southland Tower, Calgary, AB, T2W 4Y1 • 403-301-4859  
**Chatham** • 380 St. Clair, Street, Chatham, ON, N7L 3K2 • 519-351-7645  
**Chicoutimi** • 1180, boulevard Talbot, Suite 201, Chicoutimi, QC, G7H 4B6 • 418-549-8888  
**DIX30** • 9160, boulevard Leduc, Bureau 710, Brossard, QC, J4Y 0E3 • 450-462-2552  
**Drumheller** • 356 Centre Street, PO Box 2176, Drumheller, AB, T0J 0Y0 • (403) 823-6859  
**Drummondville** • 595, boulevard Saint-Joseph, Bureau 200, Drummondville, QC, J2C 2B6 • 819-477-5024  
**Duncan** • 2763 Beverly Street, Suite 206, Duncan, BC, V9L 6X2 • 250-715-3050  
**Edmonton** • 10175 – 101 Street NW, Suite 1800, Edmonton, AB, T5J 0H3 • 780-412-6600  
**Edmonton-North** • TD Tower, 10088 – 102 Avenue, Suite No. 1701, Edmonton, AB, T5J 2Z1 • 780-421-4455  
**FrederictonNB** • 551 King Street, Fredericton, NB, E3B 4Z9 • 506-450-1740  
**Gatineau** • 920, St-Joseph, Bureau 100, Hull-Gatineau, QC, J8Z 1S9 • 819-770-5337  
**Granby** • 201-975 rue Principale, Granby, QC, J2G 2Z5 • 450-378-0442  
**Halifax** • Purdy's Wharf Tower II, 1969 Upper Water Street, Suite 160L, Halifax, NS, B3J 3R7 • 902-496-7700  
**Halifax-Spring Garden** • 400-5657 Spring Garden Road, Parklane Terraces, Halifax, NS, B3J 3R4 • 902-425-1283  
**Joliette** • 40, rue Gauthier Sud, Bureau 3500, Joliette, QC, J6E 4J4 • 450-760-9595  
**Kelowna** • 1631 Dickson Ave. Suite 1710, Landmark 6, Kelowna, BC, V1Y 0B5 • 250-717-5510  
**Lac-Mégantic** • 3956, rue Laval, suite 100, QC, G6B 2W9 • 819-583-6035  
**Laval** • 2500, boulevard Daniel Johnson, Bureau 610, Laval, QC, H7T 2P6 • 450-686-5700  
**Lethbridge** • 404, 6<sup>th</sup> Street South, Lethbridge, AB, T1J 2C9 • 403-388-1900  
**Lévis** • 1550, boulevard Alphonse-Desjardins, Bureau 110, Lévis, QC, G6V 0G8 • 418-838-0456  
**London Pall Mall** • 256 Pall Mall Street, Suite 201, London, ON, N6A 5P6 • 519-439-6228  
**London-City Centre** • 802-380 Wellington Street, London, ON, N6A 5B5 • 519-646-5711  
**Metcalfe** • 1155, rue Metcalfe, Suite 1450, Montréal, QC, H3B 2V6 • 514-879-4825  
**Mississauga** • 350, Burnhamthorpe road West, Suite 603, Mississauga, ON, L5B 3J1 • 905-272-2799  
**Moncton** • 735 Main Street, Suite 300, Moncton, NB, E1C 1E5 • 506-857-9926  
**Mont Saint-Hilaire** • 450 boul. Sir-Wilfrid-Laurier local 208, Mont-St-Hilaire, Qc. J3H 3N9 • 450-467-4770  
**Mont-Tremblant** • 1104, rue de Saint-Jovite, 2<sup>e</sup> 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 2<sup>nd</sup> Ave. E., Suite 202, Owen Sound, ON, N4K 6V4 • 519-372-1277  
**Peterborough** • 201 George Street North, suite 401, Peterborough, ON, K9J 3G7 • 705-740-1110  
**Plessisville** • 1719, rue St-Colixte, Plessisville, QC, G6L 1R2 • 819-362-6000  
**Kirkland** • 16,766 Route Transcanadienne, bureau 503, Kirkland, QC, H9H 4M7 • 514-426-2522  
**PVM Montréal** • 1, Place Ville-Marie, Bureau 1700, Montréal, QC, H3B 2C1 • 514-879-5200  
**Québec** • 500, Grande-Allée Est, Bureau 400, Québec, Qc, G1R 2J7 • 418-649-2525  
**Québec - Sainte-Foy** • Place de la Cité, 2600, boulevard Laurier, Bureau 700, Québec, QC, G1V 4W2 • 418-654-2323  
**Red Deer** • 4719 48<sup>th</sup> 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<sup>e</sup> rue, Rouyn-Noranda, QC, J9X 2A6 • 819-762-4347  
**Saint John** • 69 King Street, 2<sup>nd</sup> floor, St-John, NB, E2L 2B1 • 506-642-1740  
**Sainte-Marie-de-Beauce** • 249, Du Collège, Bureau 100, Ste-Marie, QC, G6E 3Y1 • 418-387-8155  
**Saint-Félicien** • 1120, boulevard Sacré-Cœur, Saint-Félicien, QC, G8K 1P7 • 418-679-2684  
**Saint-Hyacinthe** • 1355, rue Daniel-Johnson Ouest, bureau 4100, Saint-Hyacinthe, QC, J2S 8W7 • 450-774-5354  
**Saint-Jean-sur-Richelieu** • 395, boul. du Séminaire Nord, Suite 201, Saint-Jean-sur-Richelieu, QC, J3B 8C5 • 450-349-7777  
**Saint-Jérôme** • 265, rue St-George, Suite 100, Saint-Jérôme, QC, J7Z 5A1 • 450-569-8383  
**Saskatoon - 8<sup>th</sup> St.** • 1220 8<sup>th</sup> Street East, Saskatoon, SK, S7H 0S6 • 306-657-3465  
**Sept-Îles** • 805, boulevard Laure, Suite 200, Sept-Îles, QC, G4R 1Y6 • 418-962-9154  
**Shawinigan** • 550 Avenue De la Station, bureau 200, Shawinigan, QC, G9N 1W2 • 819-538-8628  
**Sherbrooke** • 1802, rue King Ouest, Suite 200, Sherbrooke, QC, J1J 0A2 • 819-566-7212  
**Sidney** • 2537, Beacon Avenue, Suite 205, Sidney, BC, V8L 1Y3 • 250-657-2200  
**Sorel** • 26, Pl. Charles-de-Montmagny, Suite 100, Sorel, QC, J3P 7E3 • 450-743-8474  
**St. Catharines** • 40 King Street, St. Catharines, ON, L2R 3H4 • 905-641-1221  
**Sudbury** • 10 Elm Street, Suite 501, Sudbury, ON, P3C 1S8 • 705-671-1160  
**Thedford Mines** • 222, boulevard Frontenac Ouest, bureau 107, Thedford Mines, QC, G6G 6N7 • 418-338-6183  
**Thunder Bay** • 979, Alloy Dr, Suite 104, Thunder Bay, ON, P7B 5Z8 • 807-683-1777  
**Toronto 1** • Exchange Tower, 130 King Street West, Suite 3200, Toronto, ON, M5X 1J9 • 416-869-3707  
**Toronto Midtown** • 22 St. Clair Ave East, suite 1202, Toronto, ON, M4T 2S5 • 416-507-8870  
**Trois-Rivières** • 7200, rue Marion, Trois-Rivières, QC, G9A 0A5 • 819-379-0000  
**Val d'Or** • 840, 3<sup>e</sup> 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 160<sup>th</sup> 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 55<sup>th</sup> Street, 31<sup>st</sup> Floor  
New York, NY 10022  
Tél.: 212-632-8610

## National Bank of Canada Financial Inc.

### New York

65 East 55<sup>th</sup> Street, 34<sup>th</sup> 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  
4<sup>th</sup> Floor Podium  
Toronto, ON M5X 1J9  
416 869-3707

## Canada (Sans frais)

1 800 361-8838  
1 800 361-9522

## United States (Sans frais)

1 800 678-7155

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

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

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

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

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

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

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

FBN est membre du Fonds canadien de protection des épargnants.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Des conflits d'intérêts concernant NBCFMA ou les activités de membres de son groupe sont possibles. Ces activités et intérêts comprennent des intérêts multiples en termes de 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**