

NOVEMBRE 2021

VISION

Mensuel
économique
et financier



**BANQUE NATIONALE
DU CANADA**

MARCHÉS FINANCIERS

Études financières

Économie et Stratégie

Bureau Montréal

Stéfane Marion 514 879-3781
Économiste et stratège en chef

Matthieu Arseneau 514 879-2252
Chef économiste adjoint

Kyle Dahms 514 879-3195
Économiste

Alexandra Ducharme 514 412-1865
Économiste

Angelo Katsoras 514 879-6458
Analyste géopolitique

Daren King 514 412-2967
Économiste

Jocelyn Paquet 514 412-3693
Économiste

Paul-André Pinsonnault 514 879-3795
Économiste principal

Bureau Toronto

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

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

Alpa Atha 416 542-3936
Économiste, Revenu fixe

Analyse technique

Dennis Mark 416 869-7427

Banques et assurances

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

Distribution et produits de consommation

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

ESG et développement durable

Amber Brown 403 290-5624
Adjoint : Josh Turanich 403 290-5625

FNB et produits financiers

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

Immobilier

Matt Kornack 416 507-8104
Adjoint : Hussam Maqbool 416 507-8108

Tal Woolley 416 507-8009
Associate: Ahmed Shethwala 416 507-8102

Metals & Mining

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

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

Michael Parkin 416 869-6766
Adjoint : Alessandro Cairo 416 869-8511
Adjoint : Rabi Nizami 416 869-7925

Pétrole et gaz

› Moyennes sociétés et services pétroliers

Dan Payne 403 290-5441
Adjoint : Baltej Sidhu 403 290-5627

› Grandes capitalisations

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

Pipelines, services publics et infrastructures

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

Produits industriels

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

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

Technologie

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

Technologies propres et développement durable

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

Télécommunications et médias

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

Transport et produits industriels

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

Administration

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

Tanya Bouchard 416 869-7934
Analyste superviseuse

Publications

Vanda Bright 416 869-7141
Directrice

Wayne Chau 416 869-7140
Associé publications

Renseignements

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

Table des matières



Points saillants	4
L'économie	6
Taux d'intérêt et marché obligataire ...	16
Marché boursier et stratégie de portefeuille	22
Analyse technique	30
Analyse sectorielle	37
› Liste de sélections FBN	38
› Glossaire des tableaux des analystes ...	39
› Recommandations des analystes	40
› Liste alphabétique des sociétés	72

Points saillants

Économie

- La situation économique dans la zone euro n'a pas beaucoup évolué dans les dernières semaines. Nous nous attendons toujours à ce que l'augmentation marquée des prix de l'énergie vienne réduire le pouvoir d'achat des consommateurs pendant l'hiver et accroître les coûts de production des entreprises. À ces risques, nous devons maintenant ajouter ceux liés à la détérioration de la situation sanitaire, car le continent européen fait face à une énième recrudescence du nombre de nouvelles infections de COVID-19. Les nouvelles en provenance de la Chine sont également plutôt mitigées. Du côté positif, nous notons la baisse marquée des cours du charbon et la baisse des coûts du transport maritime. Malheureusement, il semble que ce dernier recul soit dû à un ralentissement de la production chinoise qui, d'une part, fait baisser la pression sur les infrastructures portuaires, mais risque également d'aggraver les problèmes déjà criants d'approvisionnement à l'échelle mondiale. Nous le mentionnions dans notre dernier rapport mensuel, la flambée des prix de l'électricité plus tôt cette année a contraint Beijing à imposer des coupures de courant temporaires. Cela a bien sûr eu des répercussions sur la production manufacturière. Maintenant que la situation énergétique s'améliore, c'est la COVID qui restreint l'activité des usines. À cela nous devons ajouter les déboires du secteur immobilier actuellement engagé dans un douloureux processus de désendettement. Tout n'est pas noir, cependant, pour l'économie chinoise. La demande internationale demeure extrêmement forte, ce qui devrait continuer de stimuler les exportations de l'Empire du Milieu. Après avoir révisé à la baisse notre scénario de croissance de l'économie mondiale le mois dernier pour refléter les impacts des problèmes d'approvisionnement et les effets du variant Delta, nous maintenons nos anticipations sans changement ce mois-ci. L'économie mondiale devrait croître de 5.5% cette année et de 4.0% l'an prochain. Nous considérons maintenant que les risques pour ce scénario sont orientés à la baisse.
- Comme ce fut le cas lors des dernières vagues de COVID-19, le rythme de croissance de la consommation aux États-Unis a brusquement ralenti. Cependant, le ralentissement n'était pas

dû à la consommation de services – généralement plus sensible aux mesures de distanciation physique – mais aux dépenses sur des biens. Jusqu'à un certain point, ce déplacement de la demande vers le secteur des services était à prévoir dans un contexte de réouverture de l'économie. Cette tendance a toutefois été exacerbée par des problèmes d'approvisionnement de plus en plus graves, particulièrement dans le secteur automobile. Bien qu'il soit difficile de faire des pronostics quant au moment où les goulots d'étranglement disparaîtront, il semble probable que certaines contraintes de production perdureront au moins jusqu'à la seconde moitié de 2022. D'ici là, ce qui s'est produit dans le secteur automobile pourrait s'étendre à d'autres biens de consommation, ce qui serait particulièrement dommageable à l'aube de la période des fêtes. Malgré ce risque, nous gardons confiance de voir la croissance économique s'accélérer au dernier trimestre de l'année et demeurer robuste en 2022. Comme nous l'avons souvent mentionné par le passé, les ménages américains se trouvent actuellement en très bonne posture, ayant accumulé près de \$2,500 milliards en épargne excédentaire depuis le début de la crise. Leur valeur nette a également beaucoup augmenté grâce à la bonne performance des marchés boursiers et à l'appréciation du prix des maisons. L'effet de richesse engendré par cette hausse devrait continuer de stimuler la consommation de services, en supposant bien sûr que la situation épidémiologique demeure sous contrôle. Nous prévoyons une croissance de 4.1% au dernier trimestre de l'année et de 5.5% pour 2021 dans l'ensemble. Pour l'an prochain, nous anticipons une croissance solide de 3.4%.

- Contrairement à l'économie mondiale qui donne des signes d'essoufflement, l'économie canadienne se débrouille relativement bien en deuxième moitié d'année. Le marché du travail a opéré un redressement spectaculaire au cours des cinq derniers mois. Les effectifs du secteur privé ont augmenté de 618,000 personnes entre mai et octobre, soit le gain le plus important jamais enregistré si l'on exclut la période de réouverture après le confinement de l'année dernière. Plus des deux tiers des gains ont été réalisés dans les secteurs lourdement affectés pendant la pandémie. Le taux de chômage a seulement 1 point de pourcentage au-dessus de son niveau d'avant la pandémie et le

taux d'activité qui est essentiellement rétabli laissent penser que les capacités excédentaires s'amenuisent rapidement. Nos perspectives de croissance demeurent essentiellement inchangées avec une croissance de 4.9% en 2021 et de 3.8% en 2022. L'envolée des prix des matériaux continuera d'avantager l'économie du Canada, mais les perturbations de la chaîne d'approvisionnement et l'inflation qui en découle représentent un risque dans le contexte actuel. Cela dit, le redressement du marché du travail donne à penser que les ménages sont prêts à voler de leurs propres ailes, sans les aides gouvernementales extraordinaires. Le montant d'épargne excédentaire déjà accumulé par les ménages est substantiel (11.4% du PIB) et représente un coussin pour amortir le choc des hausses de prix sur le niveau de vie.

Taux d'intérêt et devise

- Les marchés du travail sont fermes et l'inflation est omniprésente, alors que des statistiques sur l'IPC d'ensemble encore plus inquiétantes semblent se pointer à l'horizon. Le décor est donc en place pour un grand exercice de normalisation de la politique monétaire. Ayant théoriquement pris du retard sur la courbe de l'inflation, bon nombre de banques centrales des économies avancées chercheront à sevrer le marché d'un excédent de stimulation monétaire... peut-être plus vite qu'on le pense.
- Alors qu'aux États-Unis les plus récentes données sur l'inflation arborent le chiffre 6 avant la décimale (prochain arrêt 7% ?) et que l'élan sur le marché du travail est solide, nous entrevoyons une possibilité très nette que la Fed accélère au début de l'an prochain la réduction de ses achats d'actifs. Cela pourrait signifier que les achats nets seraient terminés dès avril, plutôt qu'en juin qui est la date cible actuelle basée sur le rythme annoncé dans le communiqué de la Fed de novembre. Quoi qu'il en soit, nous prévoyons maintenant que la Fed haussera son taux directeur au troisième trimestre de l'an prochain. Le moment exact de son passage à l'action dépendra de celui où les achats d'actifs seront complètement terminés. Si la réduction des achats prend fin plus tôt, la hausse aura peut-être lieu en juillet, mais si la réduction n'est pas accélérée, la hausse interviendra plutôt en septembre.

Points saillants

- La Banque du Canada indique maintenant que les capacités excédentaires devraient être résorbées au deuxième ou au troisième trimestre de 2022 (auparavant, « au deuxième semestre »). À nos yeux, cela représente une indication très claire qu'une hausse de taux au deuxième trimestre est le scénario le plus probable. Si la Banque considérait toujours le troisième trimestre comme le moment approprié pour commencer à augmenter les taux d'intérêt, nous ne voyons pas pourquoi elle aurait modifié ses indications prospectives et provoqué la flambée de volatilité à laquelle nous avons assisté. Mais nous ne voyons pas la Banque céder aux pressions inflationnistes actuelles et donner raison aux attentes ambitieuses du marché d'une première hausse des taux au T1. Bien que l'inflation dérange très nettement Tiff Macklem et la Banque du Canada, il y a de bonnes raisons de croire qu'ils seront en mesure d'attendre jusqu'en avril. Pourquoi ? Parce qu'un équilibre asymétrique des risques était évident dans les dernières projections de la Banque.
- Si le huard s'est légèrement renforcé par rapport à l'USD depuis le début du quatrième trimestre, l'appréciation a été très modérée compte tenu de la série de rapports économiques solides et des récents mouvements des taux d'intérêt canadiens à court terme. Bien que nos stratégies en matière de taux aient avancé la date de la première hausse des taux de la Banque du Canada de juillet 2022 à avril 2022, notre hypothèse est moins forte que celle des marchés. Par conséquent, nous demeurons à l'aise avec nos prévisions actuelles qui prévoient un taux de 1,20 \$ CA pour le dollar américain en 2022.

Répartition des actifs et marché boursier

- Les actions mondiales ont atteint un nouveau record au début de novembre, malgré l'augmentation des cas de COVID en Europe et en Chine. L'indice MSCI Monde (Tous pays) est déjà en hausse de 7% au T4 et de 21.3% en 2021 sur la base du rendement total. L'indice des marchés émergents continue de peiner avec l'incertitude toujours reliée à la COVID, à l'inflation et au cadre de réglementation de Pékin alors que certains des plus grands promoteurs immobiliers de la Chine se trouvent en situation difficile.
- Aux États-Unis, où 80 pour cent des sociétés de l'indice S&P 500 ont publié des résultats dépassant les prévisions des

analystes au troisième trimestre, le pouvoir d'influence sur les prix est plus grand que jamais depuis des années. Les marchés boursiers sont aussi soutenus par la persistance de taux d'intérêt réels négatifs, si bien que les primes de risque des actions restent essentiellement en ligne avec leur moyenne des 5 dernières années.

- L'indice S&P/TSX a atteint un sommet record en novembre, entraîné par les secteurs des services financiers, des matériaux, de la technologie de l'information, de l'immobilier et des valeurs industrielles. L'indice de référence canadien est déjà en hausse de 8.7% au quatrième trimestre et de 27.7% sur l'ensemble de 2021 sur la base du rendement total. Les investisseurs étrangers continuent de jouer un rôle important dans le soutien de l'indice. Devrions-nous craindre une fuite de capitaux ? Nous ne le pensons pas étant donné des valorisations encore attrayantes et la solide reprise économique.
- Notre répartition des actifs reste inchangée ce mois-ci. Nous maintenons une sous-pondération des titres à revenu fixe et une surpondération des actions, avec une préférence pour les titres de valeur sur ceux de croissance,

étant donné notre prévision d'une augmentation des taux d'intérêt à long terme et d'une courbe des taux relativement abrupte. Même si la réduction des achats d'actifs dans le cadre de l'assouplissement quantitatif s'accélère au cours des prochains mois, nous doutons que la Fed souhaite précipiter des hausses de taux puisque son mandat en matière d'emploi est encore loin d'être rempli. Alors qu'il est vrai que la croissance économique pourrait fléchir au cours des prochains mois, nous croyons que cela sera principalement dû à des contraintes de l'offre. Si nous voyons juste, les entreprises devraient conserver leur pouvoir d'augmentation des prix dans un contexte dans lequel les taux d'intérêt à long terme continuent de dériver à la hausse.

- Notre répartition sectorielle est inchangée ce mois-ci. Nous continuons de préférer les secteurs cycliques comme ceux de l'énergie, des matériaux et des biens d'équipement – des secteurs qui ont historiquement bien tiré leur épingle du jeu pendant la phase d'expansion du cycle économique quand l'inflation dépasse la tendance et que la courbe des taux est relativement abrupte.

Rotation sectorielle FBN

Secteurs du S&P/TSX	Pondération*	Recommandation	Variation
Énergie	13.0	Surpondérer	
Matériaux	11.8	Surpondérer	
Industrie	11.6	Équipondérer	
Consommation discrétionnaire	3.6	Équipondérer	
Consommation de base	3.6	Équipondérer	
Santé	1.0	Équipondérer	
Finance	31.6	Équipondérer	
Technologies de l'information	12.0	Sous-pondérer	
Services de télécommunications	4.6	Équipondérer	
Services publics	4.3	Sous-pondérer	
Immobilier	3.0	Sous-pondérer	
Total	100		

* Au 12 Novembre 2021





Matthieu Arseneau
Chef économiste adjoint
514 879-2252



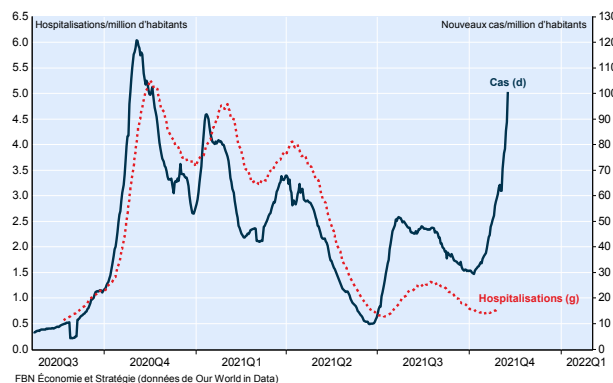
Jocelyn Paquet
Économiste
514 412-3693

Monde : La Chine en perte de vitesse

Notre tour d'horizon de la situation économique mondiale commence ce mois-ci avec la zone euro, où la situation économique n'a pas beaucoup évolué dans les dernières semaines. Nous nous attendons toujours à ce que l'augmentation marquée des prix de l'énergie vienne réduire le pouvoir d'achat des consommateurs pendant l'hiver et accroître les coûts de production des entreprises. À ces risques, nous devons maintenant ajouter ceux liés à la détérioration de la situation sanitaire, car le continent européen fait face à une énième recrudescence du nombre de nouvelles infections de COVID-19. Bien que les taux de vaccination soient élevés dans la zone euro et que nous ne nous attendions pas ce que la vague actuelle entraîne des débordements dans les hôpitaux, nous devons tout de même prendre en considération la tendance des consommateurs à restreindre leur activité lorsque les risques de contamination augmentent, et ce même si les gouvernements se gardent d'imposer des mesures de distanciation sociale restrictives.

Europe : La COVID s'invite encore à la fête

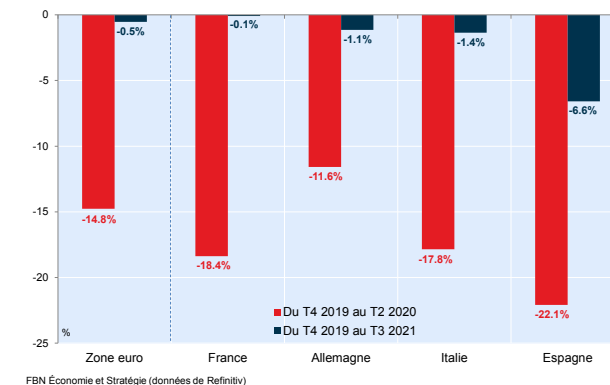
Nouveaux cas/hospitalisations quotidiens par million d'habitants, moyenne mobile sur 7 jours



Ainsi, après un solide rebond qui a fait suite au confinement, la croissance devrait ralentir dans la zone euro au T4 et au T1.

Zone euro : Rebond solide... ralentissement à venir

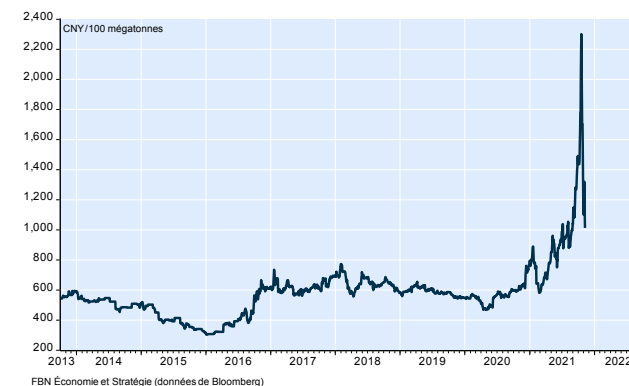
Variations du PIB réel depuis le T4 2019



Les nouvelles en provenance de la Chine sont également plutôt mitigées. Du côté positif, nous notons la baisse marquée des cours du charbon après la décision du gouvernement central d'autoriser une augmentation de la production locale. Ce recul devrait se traduire par une baisse du prix de l'électricité, ce qui est favorable pour les ménages et les entreprises. (Rappelons que 50% à 60% de l'électricité en Chine sont produits par des centrales au charbon.) Malgré cette baisse, les prix restent supérieurs à leur niveau du début de l'année, ce qui pourrait continuer d'exercer une pression sur les marges des entreprises les plus énergivores.

Chine : Recul spectaculaire des cours du charbon

Prix du premier contrat à terme de charbon



L'économie

La baisse des coûts de transport est un autre élément qui, de prime abord, pourrait laisser croire que l'économie chinoise prend du mieux. Après l'engorgement de plusieurs ports chinois provoqué par un puissant rebond de la demande de biens des économies avancées, il serait normal de penser que le ralentissement actuel des prix soit dû à une baisse de la demande extérieure, à des améliorations logistiques ou à une augmentation de la capacité dans le secteur du transport.

Monde : Le coût du transport en baisse... pour les mauvaises raisons



Malheureusement, il semble plutôt que ce recul soit dû à un ralentissement de la production chinoise qui, d'une part, fait baisser la pression sur les infrastructures portuaires, mais risque également d'aggraver les problèmes déjà criants d'approvisionnement à l'échelle mondiale. Nous le mentionnions dans notre dernier rapport mensuel, la flambée des prix de l'électricité a contraint Beijing à imposer des coupures de courant temporaires. Cela a bien sûr eu des répercussions sur la production manufacturière. Maintenant que la situation énergétique s'améliore, c'est la COVID qui restreint l'activité des usines. Le pays fait en effet face à une vague d'éclotions liée au variant Delta et, puisque la Chine est l'un des derniers territoires au monde à s'accrocher à une politique de tolérance zéro face au virus (une politique d'ailleurs renforcée à l'approche des Jeux olympiques), celle-ci a entraîné l'imposition de mesures de distanciation extrêmement sévères qui ont perturbé le secteur industriel.

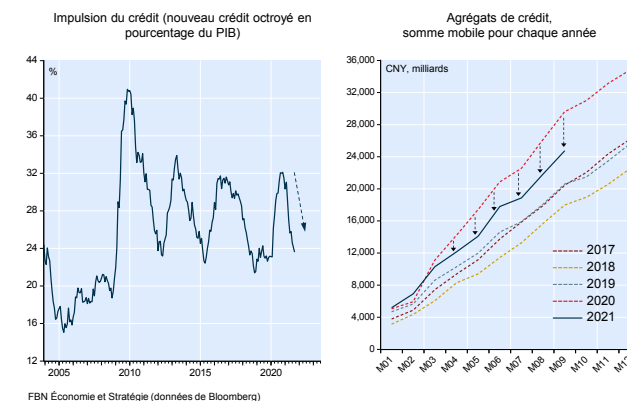
À cela nous devons ajouter les déboires du secteur immobilier actuellement engagé dans un douloureux processus de désendettement qui a poussé plusieurs promoteurs d'importance au bord de la faillite. Bien qu'Evergrande ait finalement payé les intérêts dus sur ses obligations libellées en dollar U.S. in extremis, la situation demeure très précaire comme en fait foi l'explosion des taux sur le marché de la dette à haut rendement. Le fait que le secteur résidentiel et ses fournisseurs représentent environ 1/5e du PIB chinois n'a rien de rassurant pour les investisseurs.

Chine : Les problèmes du secteur immobilier effrayent les investisseurs



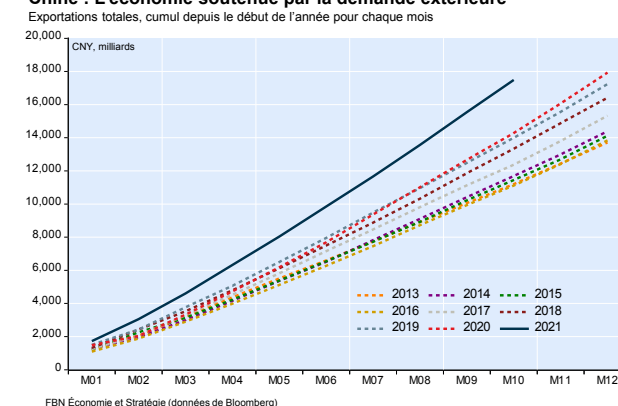
Les participants au marché sont peut-être aussi un peu pris de court par la réaction des autorités. Par le passé, lorsque l'économie ralentissait comme elle le fait aujourd'hui, Beijing avait l'habitude d'ouvrir les vannes du crédit. Mais cette fois, le gouvernement semble plus hésitant à recourir à cette option. L'impulsion du crédit ne montre toujours pas de signes de rebond et les agrégats de crédit restent loin en deçà de leurs niveaux de l'an dernier. Dans ce contexte, plusieurs observateurs se demandent si le rééquilibrage de l'économie chinoise longuement souhaité par les autorités, mais toujours reporté (d'une croissance basée sur la construction et la production manufacturière vers une économie de consommation), ne pourrait pas finalement être mis en branle. Bien qu'un tel rééquilibrage soit souhaitable à long terme, il entraînerait invariablement des bouleversements majeurs dans l'immédiat, ne serait-ce que par un ralentissement important de la construction résidentielle.

Chine : Beijing réticent à ouvrir les vannes du crédit



Tout n'est pas noir, cependant, pour l'économie chinoise. Comme nous le mentionnions plus tôt, la demande internationale demeure extrêmement forte, ce qui devrait continuer de stimuler les exportations de l'Empire du Milieu.

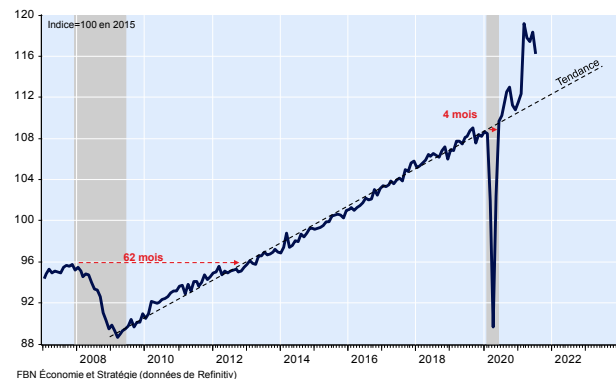
Chine : L'économie soutenue par la demande extérieure



En fait, les volumes des ventes au détail dans les 38 pays membres de l'OCDE demeurent bien au-dessus de leur tendance d'avant la pandémie, signe de la force des consommateurs dans les économies avancées. Nous notons qu'il a fallu pas moins de 62 mois pour que cet indicateur se rétablisse pleinement après la récession de 2008-2009. Cette fois, le délai n'a été que de 4 mois.

L'économie

OCDE : Les ventes au détail loin au dessus de la tendance d'avant-crise



Ce brusque sursaut de la consommation n'a toutefois pas eu que des effets positifs. Au contraire, l'excédent de demande a entraîné une hausse rapide de l'inflation, phénomène qui pourrait forcer les banques centrales à resserrer leur politique monétaire.

OCDE : L'inflation force les banques centrales à resserrer leur politique



Ce processus est déjà bien entamé dans certaines économies émergentes et se propage maintenant aux économies développées. Dans un contexte où la dette a fortement augmenté, les grands argentiers du monde devront manœuvrer avec prudence et tenter de diminuer la pression sur les prix sans ralentir la production économique outre mesure.

Après avoir révisé à la baisse notre scénario de croissance de l'économie mondiale le mois dernier pour refléter les impacts des problèmes d'approvisionnement et les effets du variant Delta, nous maintenons nos anticipations sans changement ce mois-ci. L'économie mondiale devrait croître de 5.5% cette année et de 4.0% l'an prochain. Nous considérons maintenant que les risques pour ce scénario sont orientés à la baisse.

Perspectives mondiales

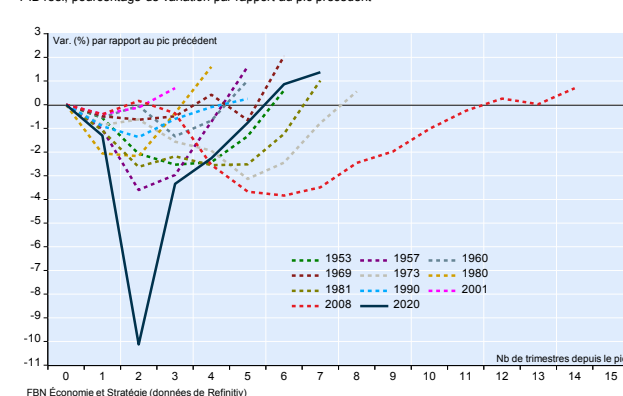
	2020	2021	2022
Économies avancées	-4.5	4.9	3.3
États-Unis	-3.4	5.5	3.4
Zone euro	-6.3	4.7	3.5
Japon	-4.6	2.4	2.2
Royaume-Uni	-9.8	6.6	4.0
Canada	-5.3	4.9	3.8
Australie	-2.5	3.7	3.1
Corée du Sud	-0.9	3.8	2.5
Économies émergentes	-2.1	6.0	4.5
Chine	2.3	7.8	5.0
Inde	-7.3	9.0	7.5
Mexique	-8.3	6.0	3.0
Brésil	-4.1	5.0	1.4
Russie	-3.0	4.5	2.7
Monde	-3.1	5.5	4.0

FBN Économie et Stratégie (données FBN et Consensus Economics)

États-Unis : Rééquilibrage après la pandémie sur fond de pénuries

À première vue, les données publiées à la fin du mois d'octobre par le Bureau of Economic Analysis laissent penser que les impacts économiques du variant Delta sur l'économie américaine ont été plus importants que prévu au T3. Le PIB réel n'a crû que de 2.0% en termes annualisés au cours du trimestre, une cadence inférieure à la prévision médiane des économistes (+2.6%) et la plus faible depuis le début de la reprise. Cette augmentation a tout de même hissé la production économique à 1.4% au-dessus du niveau d'avant la crise. Le PIB a donc recouvré ses pertes deux fois plus rapidement que lors de la dernière récession.

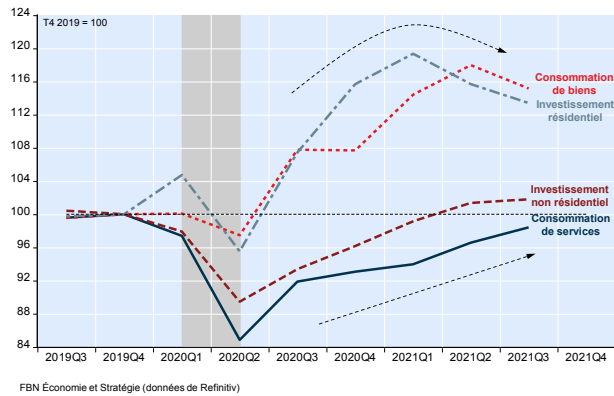
É.-U. : La production économique excède de 1.4% le pic d'avant la crise



Comme ce fut le cas lors des dernières vagues d'infections, le rythme de croissance de la consommation a brusquement ralenti, passant de 12.0% au T2 à seulement 1.6% au T3. Cela dit, les dépenses dans le secteur des services – généralement plus sensibles aux mesures de distanciation sociale – n'étaient pas responsables de ce ralentissement. Au contraire, la consommation dans ce segment a crû de 7.9% en rythme annualisé, s'établissant à 1.6% seulement en dessous du niveau d'avant la pandémie. Le recul des dépenses s'expliquait plutôt par un repli marqué dans le secteur des biens (9.2% t/t en rythme annualisé), un phénomène contraire à ce qui avait été observé lors des précédents pics épidémiologiques.

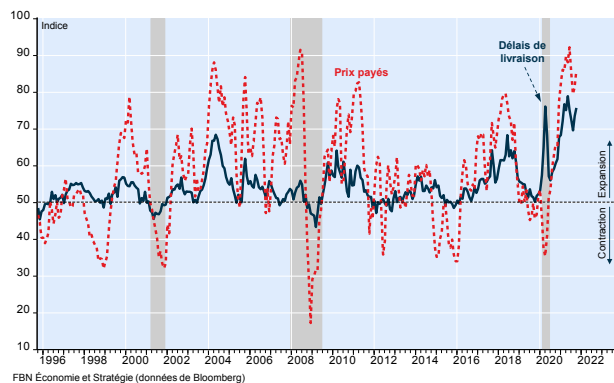
Jusqu'à un certain point, ce déplacement de la demande vers le secteur des services était à prévoir dans un contexte de rééquilibrage de l'économie. La pandémie ayant favorisé certaines composantes du PIB (consommation de biens et investissement résidentiel) par rapport à d'autres (consommation de services), une inversion de tendance était anticipée à mesure que la situation sanitaire s'améliorait. De fait, le recul du secteur des services a été accompagné par une temporisation de l'investissement résidentiel qui avait connu un essor fulgurant dans les premiers mois de la reprise.

É.-U. : Début d'un rééquilibrage de l'économie? Composantes du PIB réel



Cette tendance a toutefois été exacerbée par des problèmes d'approvisionnement de plus en plus graves. C'est que les délais de livraison dans le secteur manufacturier ont continué de s'allonger à un rythme quasi record en octobre. L'excès de demande dans le secteur s'est aussi traduit par une hausse marquée du prix des intrants. Tentant de maintenir leurs marges bénéficiaires, les usines n'ont eu d'autre choix que d'augmenter leur prix. L'indice des prix à la production des biens a en effet bondi de 11.8% sur un an, le plus depuis le début des années 1980.

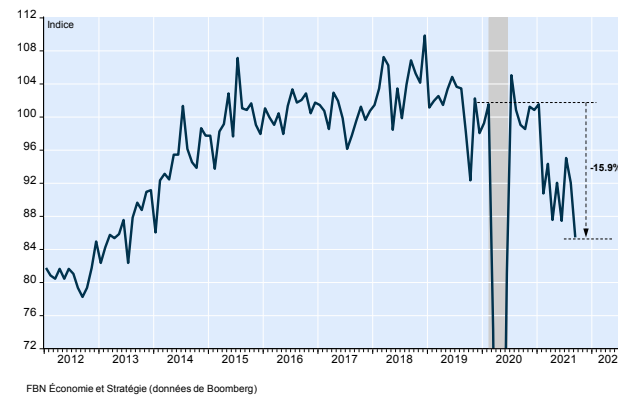
É.-U. : Les usines frappées par les problèmes d'approvisionnement Indice ISM manufacturier. Dernière observation : octobre 2021



Le secteur le plus durement touché a été celui de l'automobile. Faute de puces informatiques, la

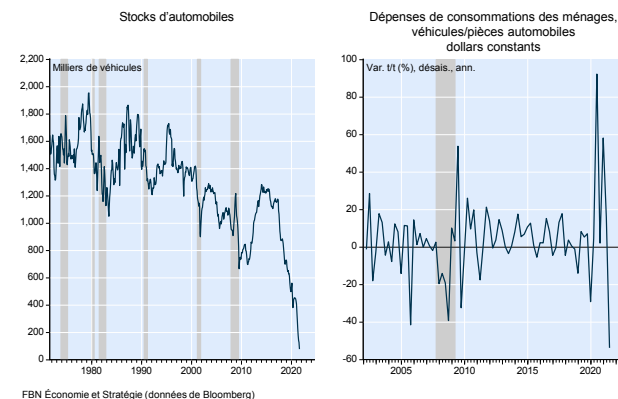
production y a reculé dans 5 des 8 derniers mois et demeure 15.9% plus basse qu'en février 2020.

É.-U. : L'impact des pénuries de microprocesseurs se fait sentir (1) Production de véhicules et de pièces automobiles

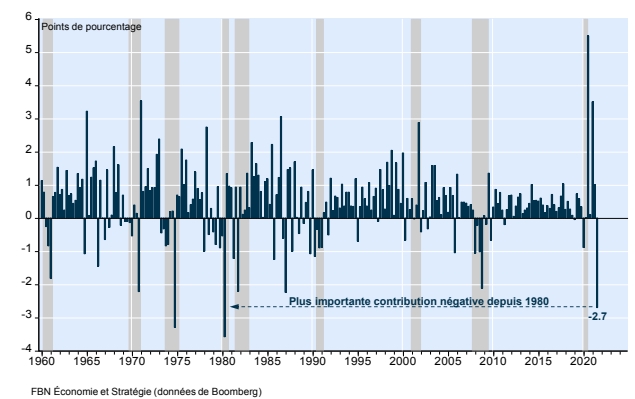


Le ralentissement des usines, jumelé à un bond des ventes un peu plus tôt cette année, a fait fondre les stocks des concessionnaires. Résultat? Les dépenses dans le secteur automobile se sont effondrées au troisième trimestre (-53.9% t/t en termes annualisés) et le segment des biens durables (duquel font partie les véhicules) a soustrait pas moins de 2.7 points de pourcentage à la croissance.

É.-U. : L'impact des pénuries de microprocesseurs se fait sentir (2)

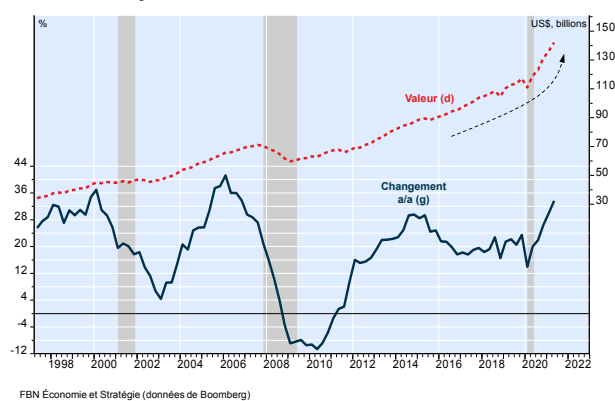


É.-U. : L'impact des pénuries de microprocesseurs se fait sentir (3) Dépenses de consommation des ménages, biens durables, contribution à la croissance du PIB réel



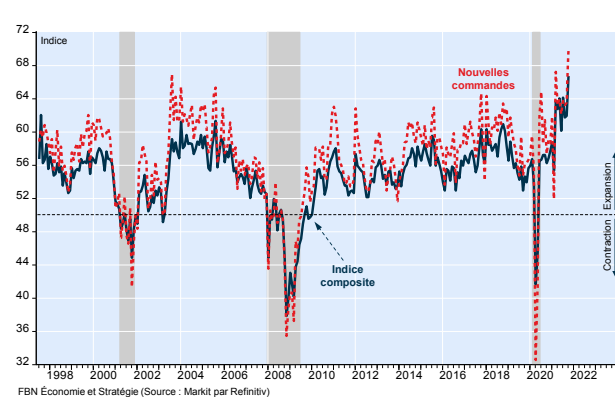
Bien qu'il soit difficile de faire des pronostics quant au moment où les goulots d'étranglement disparaîtront, il semble probable que certaines contraintes de production perdureront au moins jusqu'à la seconde moitié de 2022. D'ici là, ce qui s'est produit dans le secteur automobile pourrait s'étendre à d'autres biens de consommation, ce qui serait particulièrement dommageable à l'aube de la période des fêtes. Malgré ce risque, nous gardons confiance de voir la croissance économique s'accélérer au dernier trimestre de l'année et demeurer robuste en 2022. Comme nous l'avons souvent mentionné par le passé, les ménages américains se trouvent actuellement en très bonne posture, ayant accumulé près de \$2,500 milliards en épargne excédentaire depuis le début de la crise. Leur valeur nette a également beaucoup augmenté grâce à la bonne performance des marchés boursiers et à l'appréciation du prix des maisons.

É.-U. : Les ménages en très bonne posture



L'effet de richesse engendré par cette hausse devrait continuer de stimuler la consommation de services, en supposant bien sûr que la situation épidémiologique demeure sous contrôle. À tout le moins, les indicateurs économiques récents nous permettent d'être optimistes. Le rapport ISM non manufacturier d'octobre, par exemple, révélait la plus forte expansion des entreprises productrices de services depuis qu'on a commencé à compiler les données, en 1997. Le sous-indice des nouvelles commandes se trouvait aussi à un sommet historique, signe que l'activité devrait se maintenir à un niveau très élevé pendant au moins quelques mois encore.

É.-U. : La COVID-19 ralentie, le secteur des services prend du galon



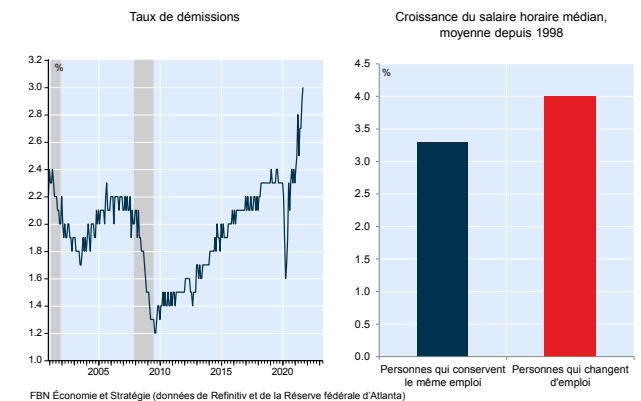
Les données de l'emploi d'octobre abondaient dans le même sens. Le Bureau of Labor Statistics rapportait en effet un gain de 423,000 emplois dans le secteur des services au dixième mois de l'année. En excluant la période de réouverture ayant immédiatement suivi le confinement, il s'agit du meilleur gain jamais enregistré pour un mois d'octobre.

Compte tenu de ces signes encourageants, nous prévoyons une croissance de 4.1% au dernier trimestre de l'année et de 5.5% pour 2021 dans l'ensemble. Pour l'an prochain, nous anticipons une croissance solide de 3.4%. Les risques pour ce scénario demeurent toutefois orientés à la baisse. Outre une recrudescence de cas de COVID, trois écueils potentiels retiennent notre attention :

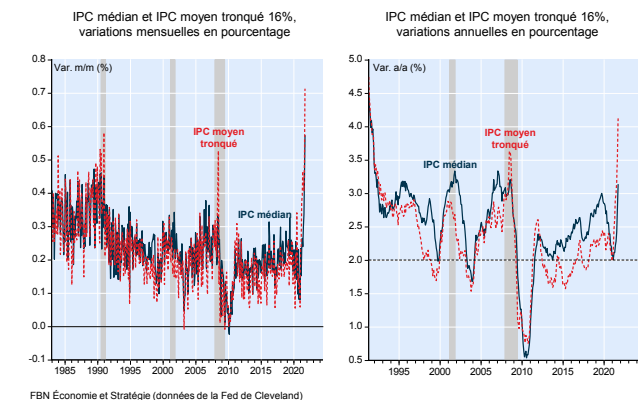
- 1) La possibilité que la crise de la COVID ait altéré de manière permanente la structure du marché du travail. Cela signifierait que les pénuries de main-d'œuvre actuelles ne se résorberont pas et continueront de réduire la capacité de production de l'économie américaine;
- 2) Le risque que, confrontées à un manque de travailleurs et à une inflation plus importante que prévu, les entreprises américaines soient dans l'obligation de hausser les salaires à un rythme plus rapide que ce que nous avons observé au cours du dernier cycle économique. Cela pourrait venir renforcer/pérenniser les pressions haussières sur les prix. Les travailleurs semblent déjà prendre avantage de la situation sur le marché du travail et quittent leur emploi à un rythme record. Rappelons que les données historiques montrent que le salaire des personnes qui changent d'emploi tend à augmenter plus rapidement que la moyenne.
- 3) Le risque que les éléments nommés en 1) et en 2) forcent la Réserve fédérale à resserrer sa politique monétaire plus vite que ce qui est anticipé présentement. La banque centrale est déjà sous pression alors que l'inflation de base semble s'accélérer/devenir plus diffuse. En effet, l'IPC médian et l'IPC moyen tronqué, deux mesures publiées par la Fed de Cleveland qui excluent les éléments les plus volatils chaque mois, ont crû respectivement de 0.6% et 0.7% en octobre. Dans les deux cas, l'augmentation était la plus forte observée depuis que ces données ont

commencé à être collectées en 1983. Sur 12 mois, l'IPC médian s'est établi à un niveau inédit depuis 13 ans de 3.1%, alors que l'IPC moyen tronqué a enregistré 4.1%, et se trouvait ainsi au plus haut depuis 1991. À n'en pas douter, les convictions de la Fed concernant la nature « transitoire » de l'inflation seront mises à l'épreuve dans les prochains mois.

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



États-Unis: L'inflation de base continue de s'accélérer



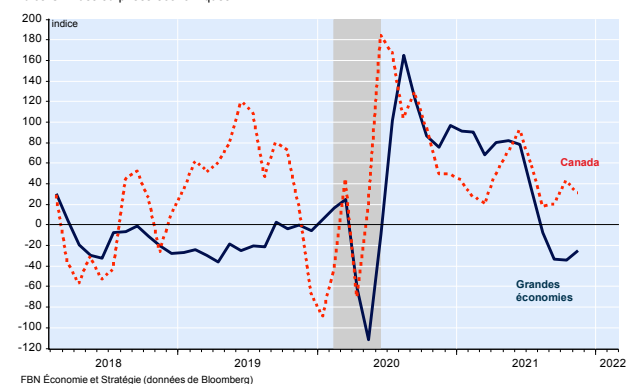
Canada : Un verre presque plein

Contrairement à l'économie mondiale qui donne des signes d'essoufflement, l'économie canadienne se débrouille relativement bien en deuxième moitié d'année. À l'inverse de ce qu'on observe dans les principales

L'économie

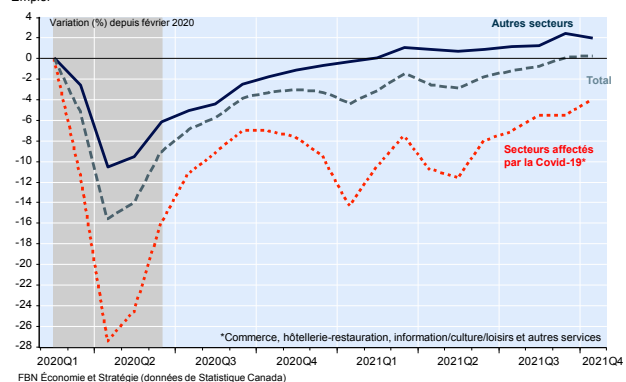
économies, l'indice des surprises économiques Citigroup demeure confortablement au-dessus de 0, indiquant des performances supérieures aux attentes des économistes. L'indice est positif depuis 19 mois, du jamais vu depuis que ces données sont compilées (2003). Le niveau des hospitalisations liées à la COVID-19 demeure gérable dans la majorité des provinces, ce qui a permis de maintenir l'allègement des mesures sanitaires.

Canada : Les surprises économiques restent positives



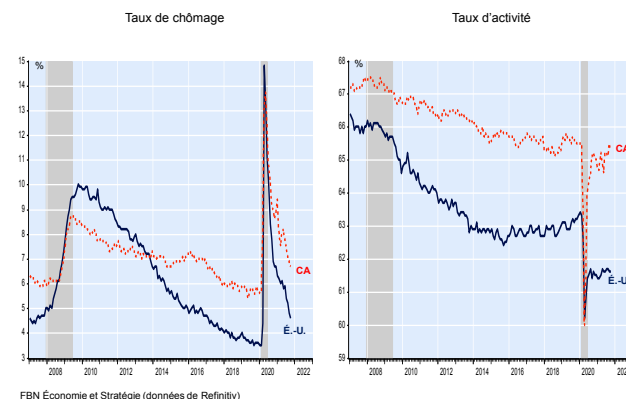
Le marché du travail a opéré un redressement spectaculaire au cours des cinq derniers mois. Les effectifs du secteur privé ont augmenté de 618,000 personnes entre mai et octobre, soit le gain le plus important jamais enregistré si l'on exclut la période de réouverture après le confinement de l'année dernière. Plus des deux tiers des gains ont été réalisés dans les secteurs lourdement affectés durant la pandémie (graphique).

Canada : Les secteurs les plus affectés par la COVID-19 se relèvent



En octobre, le taux de chômage a diminué de deux dixièmes, à 6.7%, soit seulement 1 point de pourcentage au-dessus de son niveau d'avant la pandémie. Il arrive que le taux de chômage soit trompeur en période de difficultés économiques. En effet, il peut à l'occasion masquer le fait qu'une partie des travailleurs a quitté temporairement la population active et surestimer l'amélioration de la situation. Mais ce n'est pas le cas actuellement au Canada, comme en témoigne le taux d'activité qui est essentiellement revenu à son niveau d'avant la crise, contrairement aux États-Unis.

Canada : Le taux d'activité s'est entièrement rétabli chez nous

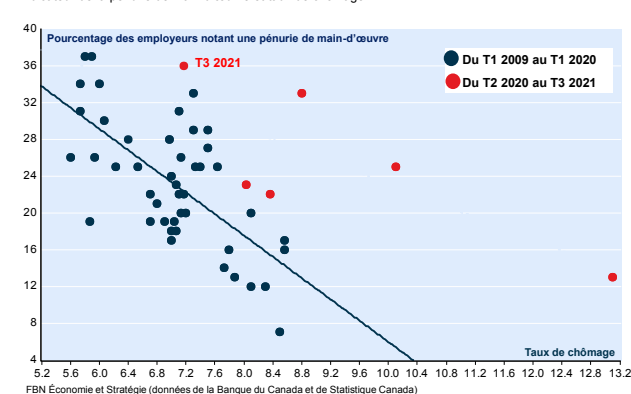


Alors que nous considérons que le verre est presque plein, la Banque du Canada semble plutôt voir le verre à moitié vide dans son évaluation du marché du travail. Dans son Rapport sur la politique monétaire d'octobre, la Banque reconnaît certes l'amélioration rapide des derniers mois, mais elle s'inquiète du degré de divergence entre les indicateurs quant à l'avancement de la reprise du marché du travail, signe, selon elle, que ce marché doit encore s'améliorer avant d'être complètement rétabli. La banque centrale identifie des poches de faiblesse en surveillant pas moins de 39 indicateurs qu'elle inclut dans son nouvel indicateur du marché du travail présenté dans un document de recherche du personnel ([lien](#)). Cette étude indique que les mesures traditionnelles du marché du travail peuvent « masquer la présence de capacités excédentaires étant donné la faiblesse du marché du travail chez certains groupes durement touchés ». Elle dit que

ce tableau exhaustif de la situation actuelle pourrait « contribuer à atténuer les risques qui pèsent sur l'inflation en raison du maintien prolongé des taux directeurs à de bas niveaux ». Autrement dit, la banque centrale présuppose une capacité excédentaire qui va au-delà de celle qu'indiquent les indicateurs plus traditionnels.

Or, différents indicateurs de pénurie de main-d'œuvre disent plutôt le contraire, dont celui de la Banque du Canada publié dans l'Enquête sur les perspectives des entreprises. Au troisième trimestre, 36% des grandes entreprises sondées disaient faire face à des pénuries de main-d'œuvre. La dernière fois que telles proportions ont été observées remonte à 2018, quand le taux de chômage se situait en dessous de 6%. Il y a lieu de penser que les programmes extraordinaires d'aide aux revenus ont contribué à cette anomalie. Mais il y a plus que cela. Il se peut qu'il y ait un certain décalage entre les types d'emplois offerts par les entreprises et le profil des travailleurs restés sur la touche. Il faudra peut-être un certain temps pour que l'appariement se produise et d'ici là il faut s'attendre à des pressions salariales/inflationnistes accrues.

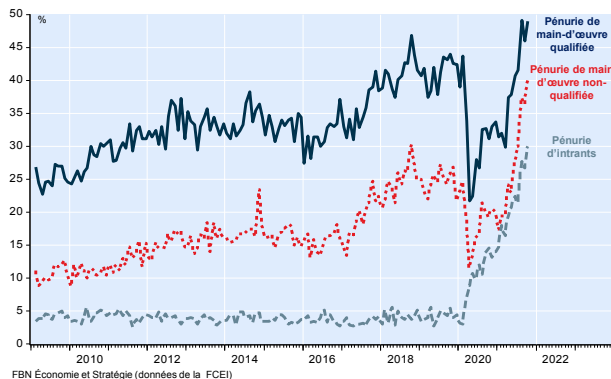
Canada : Pénuries aiguës de main-d'œuvre malgré le taux de chômage



Les données de la FCEI indiquent des pénuries de main-d'œuvre encore plus aiguës dans les petites et moyennes entreprises. En octobre, pas moins de 49% des PME ont déclaré que le manque de main-d'œuvre qualifiée était un facteur limitant la production, contre 40% pour les travailleurs non qualifiés. Ces deux indicateurs sont à leur plus haut niveau enregistré à ce jour depuis 2009.

La pénurie de main-d'œuvre est très aiguë pour les PME

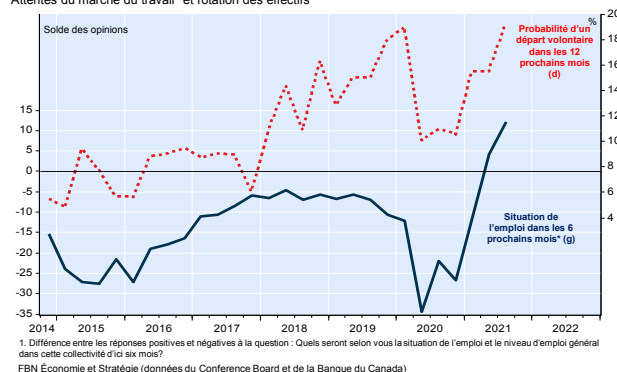
Facteurs limitant les ventes, Septembre 2021 et moyenne historique



Les travailleurs semblent bien conscients de la forte demande de main-d'œuvre. L'une des questions de l'indice de confiance des consommateurs du Conference Board porte sur les anticipations concernant le marché du travail. Or, l'optimisme pour les 6 prochains mois atteint un niveau inégalé au T3 (données compilées depuis 2002). Qui plus est, les travailleurs semblent avoir la bougeotte. En effet, la proportion de salariés qui envisagent de quitter délibérément leur emploi au cours des 12 prochains mois atteint des sommets. Cette guerre pour attirer/garder des talents pourrait se traduire par des pressions salariales soutenues d'autant plus que les travailleurs voudront probablement voir compenser les pertes de pouvoir d'achat survenues ces derniers mois (c.-à-d. forte augmentation de l'inflation).

Canada : Les salariés bien conscients de l'état du marché du travail

Attentes du marché du travail¹ et rotation des effectifs



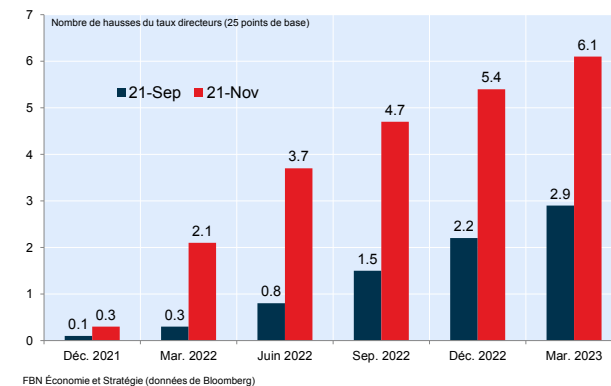
1. Différence entre les réponses positives et négatives à la question : Quels seront selon vous la situation de l'emploi et le niveau d'emploi général dans cette collectivité d'ici six mois?

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

Cela signifie-t-il que la Banque est sur le point de normaliser sa politique monétaire à la vitesse grand V comme semblent le penser les investisseurs qui anticipent pas moins de 6 hausses des taux d'intérêt d'ici début 2023, à partir de janvier. D'abord, comme expliqué préalablement, la Banque ne partage pas notre opinion au sujet du marché du travail ce qui l'incitera à la prudence quant au relèvement des taux (nous entrevoyons 100 points de base de hausse d'ici la fin de 2022). Ensuite, comme le montre le *Mensuel obligataire* de ce mois-ci, elle a placé la barre haut pour les prévisions de croissance économique et d'inflation à court terme ce qui pourrait lui permettre de ne pas avoir à devancer de nouveau le moment de ses premières hausses de taux, comme le croit le marché.

Canada : Une forte augmentation des taux directeurs est attendue

Nombre de hausses du taux directeurs attendues (cumulatives) selon le marché des acceptations bancaires



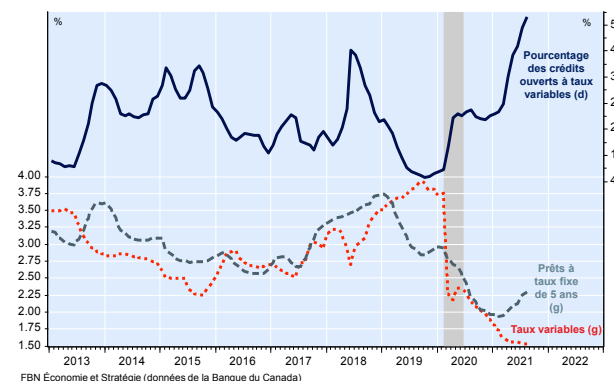
FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Enfin, nous sommes d'avis que la banque centrale évitera un relèvement trop rapide du taux directeur de peur de provoquer un atterrissage brutal du marché immobilier. La diminution des taux d'intérêt pendant la pandémie a joué un rôle prépondérant dans l'envolée des prix des maisons qui a bondi de 23% depuis l'éclosion de la COVID-19. Selon nos calculs, la baisse du taux d'intérêt hypothécaire 5 ans (fixe) de février 2020 à août 2021 a augmenté le pouvoir d'achat des acheteurs d'une première maison de 8%. Quant à elle, la baisse du taux variable représente une hausse du pouvoir d'achat de 28%. Nous constatons que 54% des nouveaux prêts hypothécaires consentis par les banques (nouveaux achats, renouvellements et refinancements) étaient à taux variable en août dernier, soit un niveau record et bien au-dessus du 11% observé en moyenne en 2019.

Cela révèle que le marché immobilier est, dans le contexte actuel, particulièrement sensible à un relèvement du taux directeur.

Canada : Engouement pour les prêts hypothécaires à taux variables

Taux fixes de 5 ans et taux variables des crédits ouverts et proportion des prêts à taux variables



Ce mois-ci, nous abaissons légèrement notre estimation de la croissance en 2021 de 5.0% à 4.9%, nos prévisions pour le troisième trimestre passant de 4.0% à 3.5% en rythme annualisé. Cela demeure bien au-dessus du niveau de 1.9% qu'indiquent les estimations du PIB aux prix de base (calculé mensuellement). Il se trouve que cet indicateur du PIB (par industrie) utilise une méthodologie différente de celle de la série trimestrielle clé (basée sur les dépenses). Les deux séries ne sont pas toujours en phase l'une avec l'autre. En fait, le PIB aux prix de base (c'est-à-dire la série mensuelle) a surestimé la croissance trimestrielle basée sur les dépenses au cours des deux derniers trimestres. Notre analyse des composantes de la demande laisse entrevoir un renversement ce trimestre-ci. Qui plus est, les heures travaillées qui ont fait un bond de 6.8% tranchent avec une croissance de seulement 1.9%.

Pour 2022, notre prévision demeure à 3.8%. L'envolée des prix des matériaux continuera d'avantager l'économie du Canada, mais les perturbations de la chaîne d'approvisionnement et l'inflation qui en découle représentent un risque dans le contexte actuel. Le redressement du marché du travail et la hausse des revenus qui s'ensuit donnent à croire que les ménages sont prêts à voler de leurs propres ailes, sans les aides gouvernementales extraordinaires. Le montant d'épargne excédentaire déjà accumulé par les ménages est substantiel (11.4% du PIB) et représente un coussin pour amortir le choc des hausses de prix sur le niveau de vie.

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)	5.5	3.4	2.5	4.8	3.0	2.3
Dépenses personnelles	2.2	(3.8)	8.0	3.5	2.4	7.4	2.6	2.2
Construction résidentielle	(0.9)	6.8	9.3	(0.6)	1.0	(1.2)	1.0	1.0
Investissements des entreprises	4.3	(5.3)	7.6	3.1	1.8	7.3	1.9	2.3
Dépenses publiques	2.2	2.5	0.8	1.6	2.4	1.3	2.0	2.5
Exportations	(0.1)	(13.6)	3.6	3.1	3.2	0.7	4.5	2.2
Importations	1.2	(8.9)	13.4	2.5	1.4	6.8	0.6	2.0
Variation des stocks (milliards \$)	75.1	(42.3)	(102.4)	81.3	50.0	(75.0)	175.0	25.0
Demande intérieure	2.4	(2.5)	6.7	3.0	2.3	5.9	2.3	2.2
Revenu réel disponible	2.3	6.2	1.9	(2.6)	2.4	(0.1)	1.5	2.9
Emploi des salariés	1.3	(5.7)	2.7	3.0	1.9	4.3	1.9	2.0
Taux de chômage	3.7	8.1	5.5	4.5	4.1	4.7	4.3	4.0
Taux d'inflation	1.8	1.3	4.6	4.5	2.7	6.5	2.9	3.1
Bénéfices avant impôts	2.7	(5.2)	19.6	4.4	2.6	11.2	5.5	1.4
Compte courant (milliards \$)	(472.1)	(616.1)	(727.1)	(770.5)	(710.0)	...	...	...

* Sauf indication contraire.

Scénario financier**

	actuel 11/11/21	T4 2021	T1 2022	T2 2022	T3 2022	2021	2022	2023
Taux cible fonds fédéraux	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	0.25	0.75	1.75
Bons du Trésor 3 mois	0.05	0.10	0.15	0.20	0.40	0.10	0.65	1.65
Obligations fédérales								
2 ans	0.51	0.80	1.00	1.15	1.40	0.80	1.70	2.15
5 ans	1.23	1.45	1.60	1.70	1.85	1.45	2.00	2.30
10 ans	1.56	1.70	1.85	2.00	2.10	1.70	2.20	2.40
30 ans	1.92	2.05	2.15	2.25	2.35	2.05	2.45	2.55
Taux de change								
US\$/Euro	1.15	1.15	1.16	1.18	1.17	1.15	1.16	1.15
YEN/\$US	114	114	113	113	113	114	112	109

** fin de période

Dynamique trimestrielle

	T1 2021 publié	T2 2021 publié	T3 2021 publié	T4 2021 publié	T1 2022 publié	T2 2022 publié	T3 2022 prévision	T4 2022 prévision
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	6.3	6.7	2.0	4.1	3.7	2.7	2.9	2.8
IPC (var. a/a %)	1.9	4.8	5.3	6.5	6.5	4.9	3.9	2.8
IPC de base (var. a/a %)	1.4	3.7	4.1	4.8	5.2	3.8	3.1	2.9
Taux de chômage (%)	6.2	5.9	5.1	4.7	4.7	4.5	4.4	4.3

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	(5.3)	4.9	3.8	2.2	3.2	3.6	1.7
Dépenses personnelles	1.6	(6.0)	4.0	4.2	2.7	3.1	4.2	1.8
Construction résidentielle	(0.2)	4.1	16.0	(5.9)	(4.0)	(0.6)	(3.5)	(4.0)
Investissements des entreprises	1.1	(13.6)	(0.9)	5.4	3.4	2.8	5.5	2.4
Dépenses publiques	1.7	0.4	5.6	2.1	1.2	3.8	1.7	1.0
Exportations	1.3	(10.0)	2.5	6.1	5.6	1.7	6.7	5.0
Importations	0.4	(11.2)	6.3	4.3	4.6	2.3	5.1	4.5
Variation des stocks (millions \$)	18,766	(15,937)	2,629	14,475	19,848	7,000	12,900	23,404
Demande intérieure	1.4	(4.3)	5.0	2.7	1.6	2.9	2.8	1.0
Revenu réel disponible	2.2	9.5	0.8	(1.1)	1.4	0.4	0.5	1.5
Emploi	2.2	(5.1)	4.6	3.1	1.5	3.6	2.1	1.2
Taux de chômage	5.7	9.6	7.6	6.3	6.1	6.7	6.2	6.1
Taux d'inflation	1.9	0.7	3.3	3.4	2.3	4.5	2.4	2.4
Bénéfices avant impôts	0.6	(4.0)	42.2	8.4	0.8	31.9	3.4	0.3
Compte courant (milliards, \$)	(47.4)	(40.1)	11.0	(22.0)	(28.0)			

* Sauf indication contraire.

Scénario financier**

	actuel 11/11/21	T4 2021	T1 2022	T2 2022	T3 2022	2021	2022	2023
Taux à un jour	0.25	0.25	0.25	0.75	1.00	0.25	1.25	1.75
Taux préférentiel	2.25	2.25	2.25	2.75	3.00	2.25	3.25	3.75
Bons du Trésor 3M	0.13	0.20	0.30	0.75	0.95	0.20	1.15	1.70
Obligations fédérales								
2 ans	1.00	1.05	1.20	1.55	1.70	1.05	1.80	2.00
5 ans	1.48	1.50	1.60	1.85	1.95	1.50	2.00	2.15
10 ans	1.70	1.75	1.85	1.95	2.05	1.75	2.10	2.25
30 ans	2.01	2.00	2.15	2.25	2.35	2.00	2.40	2.40
Taux de change								
CAD par USD	1.26	1.25	1.22	1.20	1.22	1.25	1.24	1.26
Prix du pétrole (WTI), \$/U.S.	82	82	85	80	75	82	75	70

** fin de période

Dynamique trimestrielle

	T1 2021 publié	T2 2021 publié	T3 2021 prévision	T4 2021 prévision	T1 2022 prévision	T2 2022 prévision	T3 2022 prévision	T4 2022 prévision
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	5.5	(1.1)	3.5	5.2	4.9	4.1	2.6	2.8
IPC (var. a/a %)	1.4	3.4	4.1	4.5	4.4	3.9	3.0	2.4
IPC ex. aliments et énergie (var. a/a %)	1.0	2.1	3.0	3.0	3.1	2.8	2.3	2.3
Taux de chômage (%)	8.4	8.0	7.2	6.7	6.5	6.4	6.3	6.2

Financière Banque Nationale

Prévisions économiques provinciales

	2019	2020	2021p	2022p	2023p		2019	2020	2021p	2022p	2023p
	PIB réel (croissance en %)						PIB nominal (croissance en %)				
Terre-Neuve-et-Labrador	3.3	-5.4	3.2	2.6	1.5		2.3	-10.7	12.5	6.8	2.1
Île-du-Prince-Édouard	4.7	-1.7	3.3	3.8	2.4		6.6	0.9	7.0	4.8	3.4
Nouvelle-Écosse	3.0	-2.5	3.6	3.3	1.8		3.7	0.7	6.1	4.5	3.1
Nouveau-Brunswick	1.3	-3.2	3.4	3.0	1.6		2.4	-1.3	8.5	4.6	2.7
Québec	2.8	-5.5	6.4	3.0	2.0		4.7	-2.4	11.2	4.3	3.2
Ontario	2.0	-5.1	4.3	4.2	2.3		3.7	-2.8	10.7	5.4	3.3
Manitoba	0.4	-4.6	4.2	3.4	2.1		0.7	-1.4	11.1	5.6	3.3
Saskatchewan	-1.1	-4.9	4.6	3.9	2.3		-0.4	-6.6	15.4	10.9	2.0
Alberta	-0.1	-7.9	5.3	4.3	2.5		1.5	-16.1	19.8	9.3	2.9
Colombie-Britannique	3.1	-3.4	5.2	4.0	2.4		4.6	-0.5	11.4	4.7	3.4
Canada	1.9	-5.3	4.9	3.8	2.2		3.6	-4.6	12.2	5.8	3.1
	Emploi (croissance en %)						Taux de chômage (%)				
Terre-Neuve-et-Labrador	1.3	-5.9	2.4	1.3	0.5		12.3	14.2	13.3	12.9	12.5
Île-du-Prince-Édouard	3.4	-3.2	3.1	2.2	2.0		8.6	10.6	9.6	9.4	8.9
Nouvelle-Écosse	2.3	-4.7	5.3	2.0	1.5		7.3	9.8	8.3	7.5	7.0
Nouveau-Brunswick	0.7	-2.6	2.6	1.3	0.5		8.2	10.1	9.0	8.7	8.3
Québec	2.0	-4.8	4.0	2.9	1.5		5.2	8.9	6.3	5.2	5.2
Ontario	2.8	-4.7	4.7	3.7	1.5		5.6	9.6	8.1	6.2	5.8
Manitoba	1.0	-3.7	3.4	2.0	1.0		5.4	8.0	6.4	5.7	5.7
Saskatchewan	1.7	-4.6	2.6	1.8	1.1		5.5	8.4	6.7	6.5	6.5
Alberta	0.6	-6.5	5.0	3.2	1.2		7.0	11.5	8.7	7.5	7.9
Colombie-Britannique	2.9	-6.5	6.5	3.1	1.8		4.7	9.0	6.5	5.1	4.8
Canada	2.2	-5.1	4.6	3.1	1.5		5.7	9.6	7.6	6.3	6.1
	Mises en chantier de logements (000)						IPC (Croissance en %)				
Terre-Neuve-et-Labrador	0.9	0.8	1.2	0.8	0.8		1.0	0.2	3.7	3.3	2.3
Île-du-Prince-Édouard	1.5	1.2	1.2	1.0	1.0		1.2	0.0	4.6	3.6	2.3
Nouvelle-Écosse	4.7	4.9	4.7	4.2	4.1		1.6	0.3	3.9	3.5	2.2
Nouveau-Brunswick	2.9	3.5	3.7	2.8	2.7		1.7	0.2	3.6	3.3	2.4
Québec	48.0	54.1	71.5	56.0	55.0		2.1	0.8	3.7	3.4	2.3
Ontario	69.0	81.3	101.5	81.7	80.0		1.9	0.6	3.5	3.5	2.3
Manitoba	6.9	7.3	8.5	6.3	6.1		2.3	0.5	3.1	3.3	2.3
Saskatchewan	2.4	3.1	4.7	3.6	3.5		1.7	0.6	2.7	3.2	2.3
Alberta	27.3	24.0	30.0	27.0	26.5		1.7	1.1	2.9	3.3	2.3
Colombie-Britannique	44.9	37.7	48.0	36.6	35.8		2.3	0.8	3.0	3.2	2.3
Canada	208.7	217.8	275.0	220.0	215.5		1.9	0.7	3.3	3.4	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
Économiste
514 412-3693

Exagéré?

Les marchés du travail sont fermes et l'inflation est omniprésente, et des chiffres de l'IPC d'ensemble encore plus frappants s'annoncent. Le décor est donc en place pour un grand exercice de normalisation de la politique monétaire. Ayant théoriquement pris du retard sur la courbe de l'inflation, bon nombre de banques centrales des économies avancées chercheront à sevrer le marché d'un excédent de stimulation monétaire... peut-être plus vite qu'on le pense.

Malgré les conditions singulières qui entourent le choix du moment pour commencer à serrer la vis, nous adhérons clairement à l'idée que les taux directeurs extrêmes ne sont plus justifiés. À ce stade-ci, le maintien d'une détente excessive pourrait être néfaste pour les perspectives de croissance à long terme.

Nous avons profité d'une récente mise à jour des prévisions pour avancer l'échéance d'une première hausse des taux d'intérêt par la BdC (maintenant en avril) et la Fed (maintenant en septembre). Nous avons conservé cette trajectoire révisée du taux directeur ici. Cela dit, le rythme et la portée définitifs de la normalisation pourraient ne pas se révéler aussi sévères/énergiques que certains le craignent et que l'escomptent les marchés actuellement.

À nos yeux, une économie et un système financier où l'usage de l'effet de levier financier est prévalent laisse à penser que des hausses de taux pourrait avoir une grande incidence. C'est certainement vrai au Canada où le marché hypothécaire qui s'est goinfré du crédit à taux variable peu cher pourrait rapidement perdre l'appétit. (Nota : un ralentissement du marché du crédit n'implique pas un effondrement des prix de l'immobilier résidentiel.)

Au-delà d'une première dose de resserrement – un degré nécessaire et défendable de rattrapage en réponse à une tension économique évidente –, nous nous attendrions à ce que le rythme de la normalisation ralentisse avant que le cycle de resserrement de la politique monétaire soit bien avancé en âge. Nous parviendrons relativement rapidement à un taux directeur neutre à notre avis, vu le faible niveau du taux stable actuellement (aux alentours de 2% en termes nominaux).

Les pénuries de main-d'œuvre et d'autres intrants vitaux continueront d'entretenir une inflation supérieure à la

tendance pendant plusieurs mois encore, prolongeant la rude épreuve des autorités monétaires à court terme. Mais autant aux États-Unis qu'au Canada, l'inflation semble vouloir ralentir au deuxième semestre de 2022. Peut-être que l'école de pensée de « l'inflation transitoire » ne mérite pas d'être discréditée totalement après tout. Si tel est effectivement le cas, les craintes d'une hausse des taux énergique pourraient se révéler excessives. Il s'ensuit que nous accordons moins foi à l'idée d'une « erreur de politique monétaire » en gestation, puisque les banques centrales doseront probablement le retrait de leurs mesures de stimulation (et l'allègement en perspective de leur bilan) en réponse aux premiers indices d'un ralentissement de la demande sensible aux taux d'intérêt.

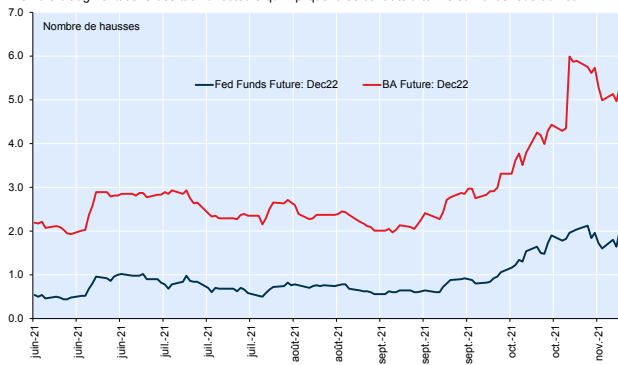
De la même manière que nous considérons que les risques d'une erreur politique sont exagérés, nous gardons une certaine confiance dans la capacité de l'Amérique du Nord à se soustraire à un épisode de stagflation soutenu. Les perspectives de croissance mondiale ont chancelé et nos collègues économistes ont concédé que les risques de stagflation ont augmenté. Mais il ne faudrait pas confondre cette concession avec un changement fondamental de notre scénario de base d'après lequel une autre année de croissance supérieure à la tendance en 2022 sera suivie d'une croissance plus ou moins à la hauteur du potentiel en 2023. Comme toujours, nous vous renvoyons aux perspectives économiques détaillées dans notre plus récente édition du *Mensuel économique*.

Alors si vous êtes prêts à résister à la paranoïa provoquée par la crainte de la stagflation, une certaine réévaluation des taux sur la courbe des rendements se justifie, y compris la possibilité d'une phase temporaire de pentification de la courbe si la trajectoire du taux directeur est repensée. Nonobstant un recalibrage nécessaire des attentes concernant les taux directeurs, la voie de la moindre résistance continuera d'être un aplatissement de la courbe à mesure que les taux décolleront. Mais la reprise semble garder suffisamment de vigueur pour rejeter l'idée d'une hausse des taux excessivement inhibitrice, une panne de l'économie/une inversion de la courbe étant peut-être un risque plus légitime pour 2024 ou au-delà. Un contexte idéal, à la Boucle d'or ? Certainement pas. Mais un contexte de stagflation pur et dur ? À notre avis, non.

Taux d'intérêt et marché obligataire

Les hausses de taux arrivent ?

Nombre d'augmentations des taux directeurs qu'impliquent les contrats à terme sur fonds fédéraux et AB



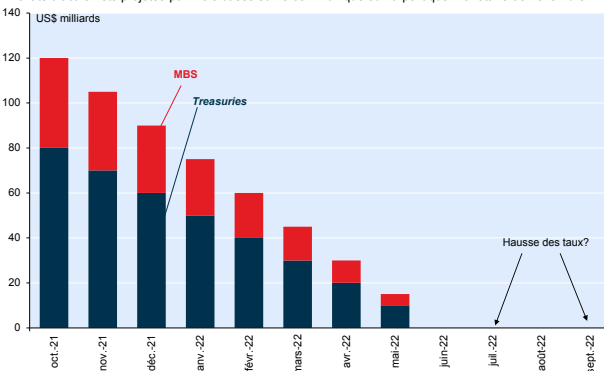
FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

FOMC: L'heure de lever le pied... et après?

L'heure de ralentir les achats d'actifs a enfin sonné à la Réserve fédérale. Cela ne devrait surprendre personne puisque la rumeur de cette décision courait clairement entre les branches depuis des mois. Totalement en accord avec la trajectoire présentée « à titre d'illustration » par son personnel lors des plus récentes réunions, la Fed réduira le rythme de ses achats qui sont actuellement de \$120 milliards par mois de \$15 milliards en novembre et en décembre, avec une répartition proportionnelle entre les obligations du Trésor et les titres hypothécaires (MBS). Au cours des prochains mois, le comité « juge que des réductions similaires du rythme des achats d'actifs nets seront appropriées chaque mois, mais est prêt à ajuster le rythme des achats si des changements des perspectives économiques le justifient ».

La trajectoire de base du rythme des achats d'actifs par la Fed

Achats d'actifs nets projetés par mois basés sur le communiqué sur la politique monétaire de novembre



FBN Économie et Stratégie (données de la Réserve fédérale) | Nota : Les mois représentent le début de chaque mois. Le calendrier effectif des achats va de mi-mois à mi-mois

Alors que les plus récentes données sur l'inflation arborent le chiffre 6 avant la décimale (prochain arrêt 7% ?) et que l'élan sur le marché du travail est solide, nous entrevoyons une possibilité très nette que s'accélère au début de l'an prochain la réduction des achats d'actifs. Cela pourrait signifier que les achats nets seraient terminés dès avril, plutôt qu'en juin qui est la date cible actuelle basée sur le rythme annoncé dans le communiqué de novembre. Quoi qu'il en soit, nous prévoyons maintenant que la Fed haussera son taux directeur au troisième trimestre de l'an prochain. Le moment exact de son passage à l'action dépendra du moment où les achats nets d'actifs seront complètement terminés. Si la réduction des achats prend fin plus tôt, la hausse aura peut-être lieu en juillet, et si la réduction n'est pas accélérée, la hausse interviendra plutôt en septembre.

Certes, Jerome Powell a fait savoir clairement que le comité n'a même pas encore commencé à discuter de la normalisation des taux d'intérêt. S'il est assez clair que l'objectif a été atteint du côté inflation du mandat de la Fed, le côté emploi donne encore du fil à retordre à M. Powell et au FOMC. Le chiffre d'ensemble des effectifs salariés non agricoles reste à plus de 4 millions en dessous de son niveau d'avant la COVID, puisque le taux d'activité demeure obstinément bas. Certains membres de la Fed qui ont pris la parole ont fait allusion à la possibilité de changements structurels plus permanents du marché du travail qui pourraient empêcher une remontée

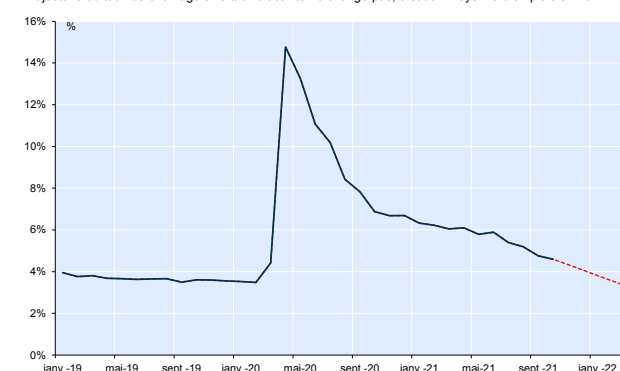
rapide au niveau d'avant la COVID, mais cela ne semble pas être une opinion très répandue... du moins pas encore. Toutefois, d'après les recherches effectuées par la Fed de St. Louis :

« ...en août 2021, il y a eu plus de 3 millions de départs à la retraite excessifs à cause de la COVID-19, ce qui représente plus de la moitié des 5.25 millions de personnes sorties de la population active du début de la pandémie jusqu'au deuxième trimestre de 2021. »

— The COVID Retirement Boom, Federal Reserve Bank of St. Louis (15 octobre 2021)

Sans hausse du taux d'activité, le taux de chômage frise les 3.5%

Trajectoire du taux de chômage si le taux d'activité ne change pas; création moyenne d'emplois en 2021



FBN Économie et Stratégie (données du BLS) | Nota : Suppose une croissance de l'emploi au rythme moyen de 2021 et un transfert des chômeurs au statut de salariés actifs (c.-à-d. pas de croissance de la population active). Ceci n'est pas une prévision.

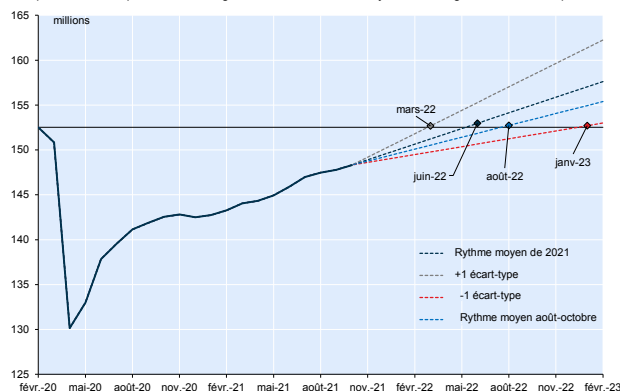
De fait, si on posait l'hypothèse que le marché du travail américain ne retournera pas à son taux d'activité d'avant la COVID, un nombre relativement modeste de 2 millions d'emplois ajoutés au cours des prochains mois nous ramènerait près du taux de chômage de 3.5% — exactement le niveau de février 2020. Et même si la Fed voulait absolument rétablir complètement les 4.2 millions d'emplois manquants, il y a des raisons de croire que nous n'en sommes pas très loin non plus. Comme nous l'avons expliqué dans une édition récente de *Hot Charts*, une poursuite de la croissance de l'emploi au rythme moyen de 2021 le ramènerait au niveau d'avant la COVID d'ici le milieu de l'an prochain. En d'autres termes, alors que beaucoup de participants du FOMC continuent d'invoquer la situation de l'emploi pour justifier une politique monétaire de très grande détente, il n'est pas certain qu'ils pourront continuer de le faire encore

Taux d'intérêt et marché obligataire

longtemps. Une fois que la réduction des achats d'actifs (qui elle-même pourrait être accélérée) sera terminée, nous pensons que les hausses de taux suivront rapidement.

Peut-on s'attendre à un rétablissement complet du marché du travail ?

Perspectives de l'emploi salarié non agricole basé sur diverses trajectoires d'augmentation des emplois nets



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg et du BLS) | Nota : Écart-type de +/- 1 basé sur l'ensemble des rapports sur les effectifs salariés non agricoles de 2021

BdC: Un durcissement du ton

Après ce qui a semblé être un torrent de communications empreintes de plus de fermeté des banques centrales du monde en octobre, la Banque du Canada qui s'était précédemment montrée patiente a provoqué un tête-à-queue des marchés des titres à court terme avec la publication d'un nouveau communiqué sur sa politique monétaire à la fin du mois. Elle a devancé sa prévision de résorption de l'écart de production et ajusté son discours face à la caractérisation de l'inflation qu'elle disait auparavant motivée par des facteurs « passagers ».

« Ces facteurs qui font grimper l'inflation devraient être passagers, mais leur persistance ainsi que leur ampleur sont incertaines et seront suivies de près »
– Communiqué de la BdC sur les taux d'intérêt (8 septembre 2021)



« La récente augmentation de l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) avait été anticipée en juillet, mais les principales forces qui font monter les prix – cours plus élevés de l'énergie et goulots d'étranglement liés à la pandémie du

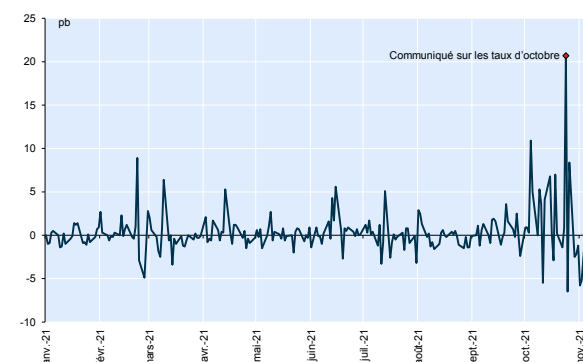
côté de l'offre – semblent à présent plus puissantes et persistantes qu'on le prévoyait » – Communiqué de la BdC sur les taux d'intérêt (27 octobre 2021)
– BoC rate statement (October 27, 2021)

Au cours de la conférence de presse qui a suivi la réunion de politique monétaire, le gouverneur Tiff Macklem s'est montré beaucoup moins tolérant à l'égard du dépassement de l'objectif d'inflation dans des commentaires qui semblaient s'adresser davantage à l'ensemble des Canadiens qu'aux participants des marchés financiers. À de multiples reprises, il a assuré aux Canadiens que si l'inflation est élevée et pourrait encore s'aggraver avant de prendre une meilleure tournure, la Banque du Canada prendra les moyens pour maîtriser la pression des prix. Son ton était le même lors d'un récent entretien télévisé. Ainsi malgré un profil de croissance nettement plus faible, la Banque a délibérément avancé le calendrier de ses indications prospectives pour signaler une hausse des taux plus précoce.

La Banque indique maintenant que les capacités excédentaires devraient être résorbées au deuxième ou au troisième trimestre de 2022 (auparavant, « au deuxième semestre »). À nos yeux, cela représente une indication très claire qu'une hausse des taux au deuxième trimestre est le plus probable. Si la Banque considérait toujours le troisième trimestre comme le moment opportun pour commencer à augmenter les taux d'intérêt, nous ne voyons pas pourquoi elle aurait modifié ses indications prospectives et provoqué la flambée de volatilité à laquelle nous avons assisté.

Les marchés réagissent aux perspectives de politique de la BdC

Variation quotidienne du taux des obligations du Canada de 2 ans en 2021

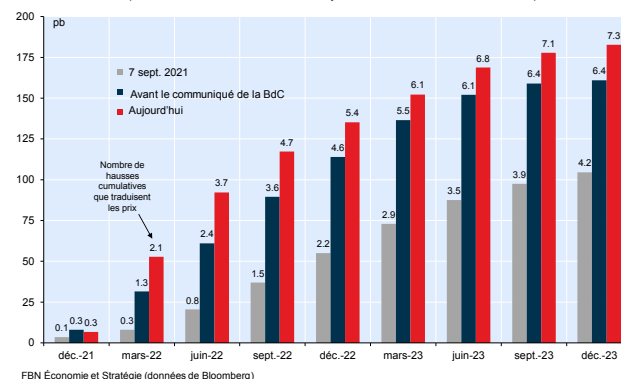


FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

En outre, le ton plus restrictif de la BdC a renforcé les attentes déjà très audacieuses que traduisait le marché concernant les taux d'intérêt. Immédiatement après le communiqué d'octobre, nous aurions intégré dans nos prévisions de cours plus de 6 hausses des taux avant la fin de 2022. De plus, les contrats à terme sur acceptations bancaires signalaient (et signalent toujours) la possibilité que les taux augmentent en janvier et en mars c'est-à-dire même avant l'ouverture de la fenêtre des indications prospectives de la BdC.

Des attentes de plus en plus grandes du marché à l'égard de la BdC

Hausses des taux que dénotent les contrats sur AB : Aujourd'hui et avant les réunions de sept. et d'oct.



Maintenant que la Banque d'Angleterre a mis un bémol à son discours auparavant ultra-restrictif en choisissant de ne pas augmenter les taux d'intérêt en novembre et alors que la Fed a maintenu sa ligne au cours de ses récentes réunions, nous avons retiré de nos hypothèses de prix certaines des attentes les plus ambitieuses. Nous pensons que c'est ce qui convient en l'occurrence. Mais nous croyons que le marché a encore de la latitude pour réviser à la baisse certaines de ses attentes concernant les taux d'intérêt, particulièrement celles de hausses en début d'année prochaine. Bien que l'inflation dérange très nettement Tiff Macklem et la Banque du Canada, il y a de bonnes raisons de croire qu'ils seront en mesure d'attendre jusqu'en avril. Pourquoi ? À cause du profil asymétrique des risques exposé dans son plus récent RPM.

Le Rapport sur la politique monétaire de la Banque du Canada a adopté ce que nous considérons comme des attentes exagérément élevées à la fois pour le PIB réel et pour l'inflation d'ensemble. Cela a créé un profil de risque asymétrique, dans lequel les possibilités de

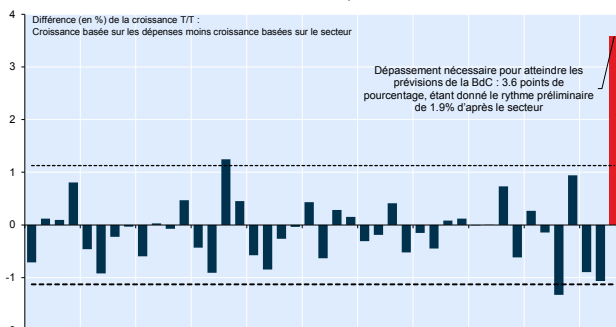
Taux d'intérêt et marché obligataire

ne pas atteindre la cible sont plus grandes que les chances de la dépasser. Prenez la prévision de l'IPC de la Banque pour 2022, par exemple. Comparativement aux prévisions qui font consensus (présentées au début d'octobre, avant le rapport sur l'IPC de septembre), la Banque affiche la projection d'inflation la plus élevée entre tous.

À plus court terme, cette asymétrie des risques est aussi évidente. Comme nous l'avons expliqué dans notre plus récente édition de *Market View*, la prévision de croissance du PIB au troisième trimestre de la BdC pourrait finir par manquer la cible de 2 ou 3 points de pourcentage.

Risques apparents pour la prévision du PIB au T3 de la BdC

Différence de croissance du PIB canadien : basée sur les dépenses et basée sur le secteur financier

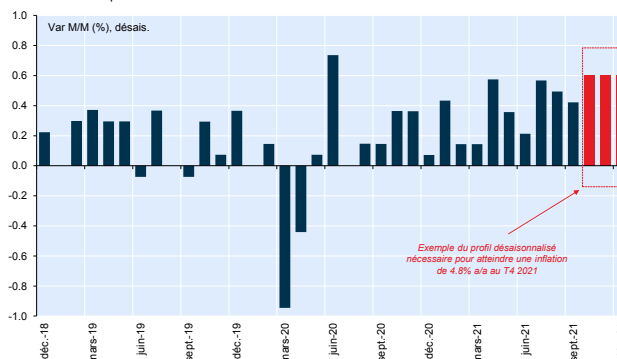


FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada) | Nota : Les lignes pointillées indiquent +/- 2 écarts-types depuis 2011

Ses prévisions d'inflation pour le T4 semblent un peu plus réalistes, mais malgré cela elles dépassent le consensus et nécessiteront des chiffres très élevés pendant trois mois (c.-à-d. plus élevés que pendant le reste de 2021) pour atteindre les niveaux fixés par la Banque le mois dernier.

L'inflation désaisonnalisée devrait être en moyenne de 0.6%/mois au T4

Variation réelle/implicite de l'IPC canadien tous éléments confondus désaisonnalisée



FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada) | Nota : Illustration de FBN, appliquant des facteurs saisonniers pour déduire l'indice non désaisonné et le taux d'inflation correspondant

Il s'ensuit que si la croissance et l'inflation étaient plus faibles que ce qui est attendu actuellement, la Banque pourrait invoquer des objectifs non atteints comme motif de ne pas devancer ses indications prospectives sur les taux une fois de plus. Pour être clairs, nous ne pensons pas que les objectifs non atteints seront suffisants pour retarder les hausses de taux au-delà du deuxième trimestre, mais cela devrait alléger une partie de la pression ressentie en faveur d'un resserrement de la politique monétaire le plus tôt possible.

Taux d'intérêt et marché obligataire

Canadian Bond Market: Interest rates, spreads and currencies

	10-Nov-21	11-Aug-21	12-May-21	10-Feb-21	11-Nov-20
Interest Rates					
3 months	0.155	0.179	0.101	0.074	0.097
2 years	1.003	0.471	0.332	0.192	0.273
5 years	1.477	0.896	0.97	0.489	0.489
10 years	1.693	1.263	1.599	0.989	0.776
30 years	2.017	1.823	2.198	1.574	1.331
Spreads					
3 months - 2 years	84.8	29.2	23.1	11.8	17.6
2 - 5 years	47.4	42.5	63.8	29.7	21.6
5 - 10 years	21.6	36.7	62.9	50	28.7
10 - 30 years	32.4	56	59.9	58.5	55.5
Currencies					
CAD/USD	1.2493	1.2504	1.2134	1.2701	1.3063
EUR/CAD	0.6963	0.6812	0.6828	0.6497	0.65

NBF Economics and Strategy (data via Bloomberg)

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 : Du pouvoir sur les prix

Les actions mondiales ont atteint un nouveau record au début de novembre, malgré l'augmentation des cas de COVID en Europe et en Chine. L'indice MSCI Monde (Tous pays) est déjà en hausse de 7% au T4 et de 21.3% en 2021 sur la base du rendement total (tableau). L'indice des marchés émergents continue de peiner avec l'incertitude toujours reliée à la COVID, à l'inflation et au cadre de réglementation de Pékin alors que certains des plus grands promoteurs immobiliers de la Chine se trouvent en situation difficile. L'indice MSCI MÉ Asie affiche un maigre rendement de 0.8% depuis le début de 2021.

Indice MSCI composé : Évolution des cours (rendement total)

	Depuis le début		
	du mois	du trimestre	de l'année
MSCI Monde (TP)	1.9	7.0	21.3
MSCI Monde	2.0	7.6	24.0
MSCI États-Unis	1.7	8.8	25.5
MSCI Canada	3.5	9.0	28.1
MSCI Europe	2.7	6.6	23.3
MSCI Pacifique sans le Japon	0.9	1.5	11.3
MSCI Japon	2.3	1.0	15.9
MSCI MÉ	1.7	2.6	3.6
MSCI MÉ EMOA	1.3	3.7	26.9
MSCI MÉ Amérique latine	1.9	-1.5	-2.4
MSCI MÉ Asie	1.8	2.8	0.8

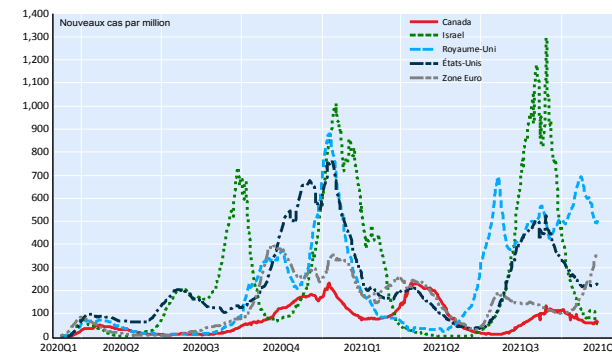
12/11/2021

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Sur le front de la pandémie, la situation redevient trouble. Alors que la situation s'est améliorée aux États-Unis ces dernières semaines, le continent européen fait face à une nouvelle recrudescence des cas de COVID-19, qui se rapprochent de niveaux records (graphique).

Monde : Évolution de la pandémie

Nouveaux cas quotidiens par million d'habitants, par région, moyenne mob. 7 jours

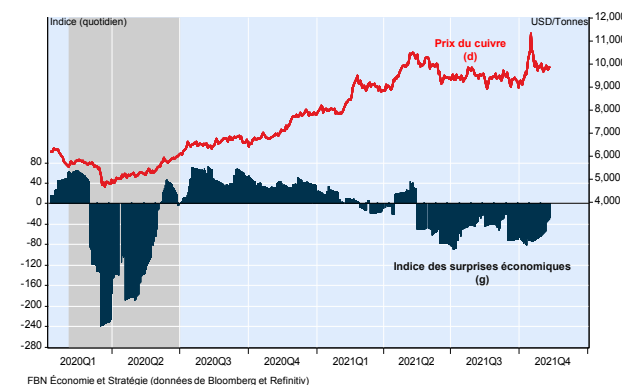


FBN Économie et Stratégie (données de <https://coronavirus.jhu.edu/map.html>)

La Chine connaît aussi une nouvelle vague d'éclotions reliée au variant Delta. L'Empire du Milieu est un des derniers territoires à pratiquer la tolérance zéro face au virus, politique encore renforcée par l'approche des Jeux olympiques de Pékin, qui se dérouleront du 4 au 20 février 2022. Cela signifie que des mesures extrêmement strictes de distanciation sociale freineront inmanquablement l'activité économique et allongeront la période de transition à une chaîne d'approvisionnement mondiale normalisée (on se souvient que la Chine représente environ 30% de la production manufacturière du monde).

Chine : Les mauvaises surprises freinent le prix des produits de base

Indice CITI des surprises économiques de la Chine et prix du cuivre

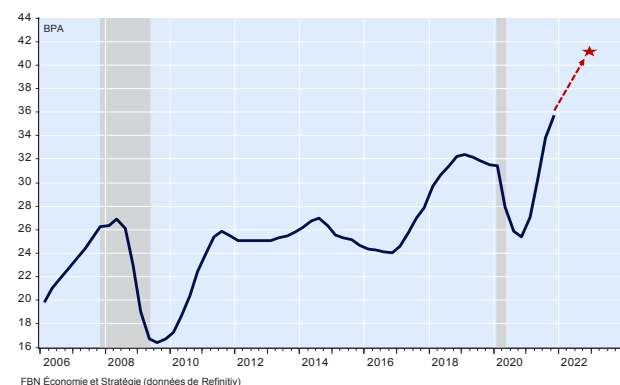


FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg et Refinitiv)

Marché boursier et stratégie de portefeuille

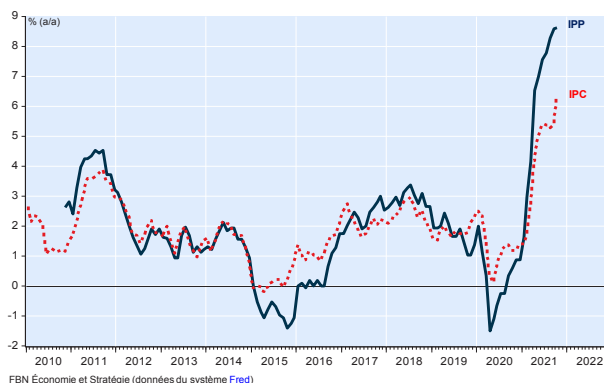
Alors pourquoi les marchés boursiers des économies développées continuent-ils à monter malgré le regain d'incertitudes entourant la COVID, qui auront probablement une incidence négative sur la croissance? Premièrement, les bénéfices des entreprises continuent de dépasser les attentes et la capacité d'agir sur les prix est impressionnante. Pour l'indice MSCI Monde (Tous pays), le bénéfice par action (BPA) a atteint un record au troisième trimestre, et le consensus des analystes boursiers table sur une croissance de 7% en 2022 (graphique).

Monde : Plus de croissance des bénéfices des entreprises attendue
Bénéfices des 12 derniers mois de l'indice MSCI Monde TP et prévisions sur 12 mois



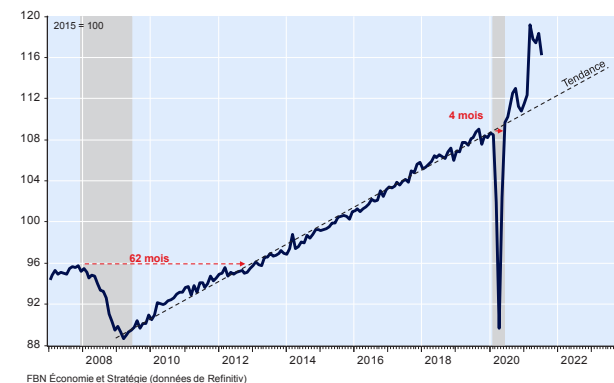
Aux États-Unis, où 80 pour cent des sociétés de l'indice S&P 500 ont publié des résultats dépassant les prévisions des analystes au troisième trimestre, le pouvoir d'influence sur les prix est plus grand que jamais depuis des années. L'indice des prix à la production (IPP), qui mesure les prix de vente obtenus par les producteurs du pays pour les biens et les services, a augmenté de 8.5% depuis un an en octobre. Par comparaison, la croissance de l'indice des prix à la consommation (IPC), une mesure qui inclut plusieurs éléments non reliés au bénéfice des entreprises (comme l'équivalent du loyer des propriétaires), était de 6.2%.

États-Unis : Les sociétés ont un pouvoir d'influence sur les prix
IPP de la demande finale et IPC d'ensemble



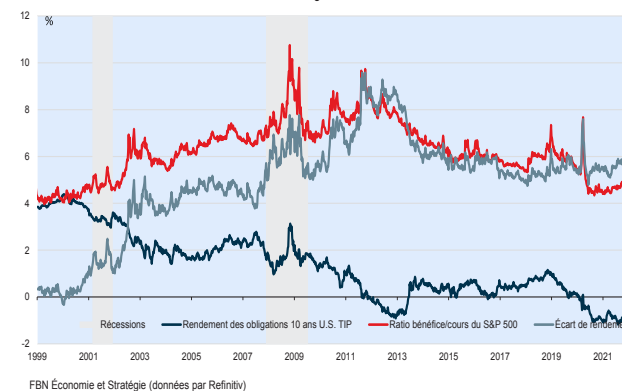
Les entreprises peuvent augmenter les prix grâce à une forte demande. Comme l'explique notre plus récent *Mensuel économique*, les volumes de vente au détail des 38 pays membres de l'OCDE restent bien au-dessus de leur tendance d'avant la pandémie, ce qui est un indice de la vigueur de la consommation dans les économies développées. On remarquera que, après la récession de 2008-2009, il a fallu pas moins de 62 mois pour que cet indicateur se rétablisse complètement. Cette fois-ci, il a suffi de 4 mois (graphique). Alors que les marchés du travail s'améliorent dans la plupart des économies développées, la demande de biens manufacturés, combinée aux perturbations actuelles des chaînes d'approvisionnement, devrait préserver la capacité d'influence sur les prix des producteurs et les marges bénéficiaires, pendant plus longtemps que ce que nous avions présumé.

OCDE : Une demande excessive persiste pour les ventes au détail
Volume des ventes au détail



Comme nous l'avons mentionné le mois dernier, les marchés boursiers sont aussi soutenus par la persistance de taux d'intérêt réels négatifs, si bien que les primes de risque des actions restent en ligne avec leur moyenne historique des 5 dernières années (graphique).

États-Unis : Perspective sur les valorisations
Ratio bénéfice/cours du S&P 500 et rendement des obligations 10 ans du trésor américain TIP



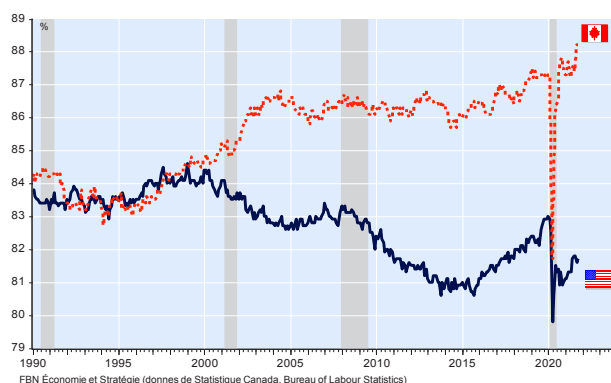
Alors combien de temps cet environnement de taux d'intérêt réels négatifs persistera-t-il ? Alors que l'inflation selon l'IPC aux États-Unis dépasse 6% et avec l'amélioration de la dynamique du marché du travail, nos stratèges en matière de titres à revenu fixe entrevoient une très nette possibilité que la réduction des achats d'actifs dans le cadre de

Marché boursier et stratégie de portefeuille

l'assouplissement quantitatif qui a commencé en novembre s'accélère au début de l'an prochain ([lien](#)). Mais en ce qui concerne les augmentations de taux d'intérêt, nous ne nous attendons pas à une intervention avant le T3 de 2022. Rappelons que les effectifs salariés non agricoles d'ensemble restent à plus de 4 millions de salariés en dessous du niveau d'avant la pandémie puisque le taux d'activité y demeure obstinément bas – contrairement au Canada (graphique).

États-Unis : Le taux d'activité reste préoccupant

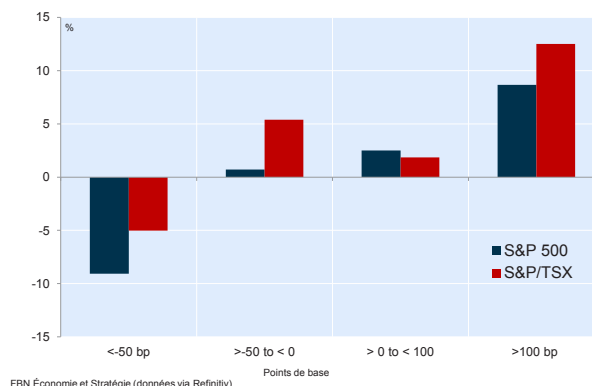
Taux d'activité des personnes âgées de 25 à 54 ans (en octobre 2021) : Canada et États-Unis



Si la Fed demeure aussi patiente que nous le prévoyons actuellement, les taux d'intérêt réels devraient rester négatifs pendant toute l'année 2022 avec une pente de la courbe des taux (taux des obligations du Trésor de 10 ans moins taux des bons du Trésor de 3 mois) demeurant relativement abrupte. Comme le graphique ci-dessous l'illustre, une pente qui dépasse 100 points de base dans la phase mure a historiquement engendré des rendements solides pour les marchés boursiers.

Phase mure: Rendement des actions selon la pente des taux

Pente des taux aux É-U (10 ans moins 3 mois) durant la phase mure et rendement sur 6 mois qui suit



S&P/TSX : Des bénéfices records!

L'indice S&P/TSX a atteint un sommet record en novembre, entraîné par les secteurs des services financiers, des matériaux, de la technologie de l'information, de l'immobilier et des valeurs industrielles. L'indice de référence canadien est déjà en hausse de 8.7% au quatrième trimestre et de 27.7% sur l'ensemble de 2021 sur la base du rendement total (tableau).

Indice S&P/TSX composé : Évolution des cours (Rendement total)

	du mois	Depuis le début du trimestre	de l'année
S&P TSX	3.5	8.7	27.7
SANTÉ	10.4	3.7	2.0
TI	8.8	13.3	36.1
MATÉRIAUX	7.5	13.8	6.9
CONSOM. DISCRÉTIONNAIRE	7.2	7.1	17.7
CONSOM. DE BASE	6.5	5.0	19.2
BANQUES	3.2	9.1	36.3
SERVICES FINANCIERS	2.9	8.2	35.0
TÉLÉCOMS	1.8	1.7	21.1
INDUSTRIE	1.3	10.2	22.3
IMMOBILIER	0.5	6.9	34.5
SERVICES PUBLICS	0.3	0.8	6.9
ÉNERGIE	-0.5	8.2	52.4

12/11/2021

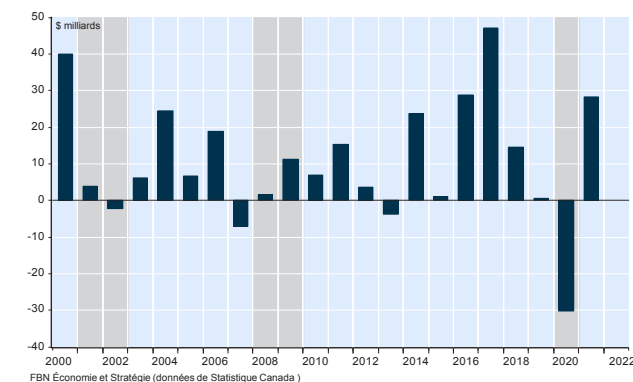
FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Les investisseurs étrangers continuent de jouer un rôle important dans le soutien de l'indice. Selon les dernières données disponibles, les achats nets par des investisseurs étrangers d'actions canadiennes

atteignaient un peu moins de \$30 milliards au cours des 8 premiers mois de 2021, soit la meilleure performance du genre en quatre ans (graphique).

S&P/TSX : Les investisseurs étrangers attirés par le Canada

Achats étrangers nets d'actions canadiennes au cours des 8 premiers mois de chaque année



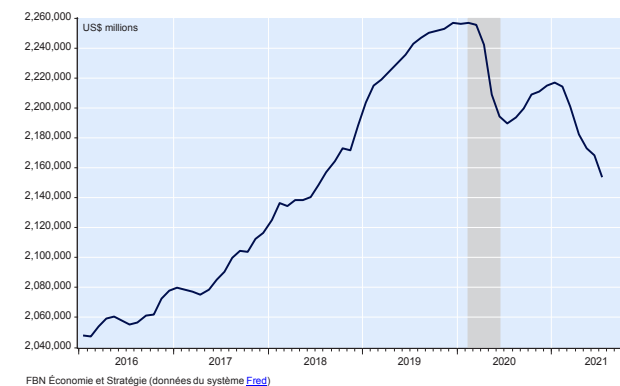
Devrions-nous craindre une fuite de capitaux ? Nous ne le pensons pas. Bien qu'il ait représenté un des meilleurs marchés boursiers en 2021, l'indice S&P/TSX se négocie toujours à un ratio C/B relativement bas de 15.6 fois les bénéfices prévisionnels comparativement à plus de 21.6 pour l'indice S&P 500 (graphique).

S&P TSX : La valorisation reste intéressante

Ratios C/B prévisionnels à 12 mois des indices S&P 500 et S&P TSX

É.-U. : La reconstitution mondiale des stocks pas encore amorcée

Stock manufacturiers et commerciaux réels



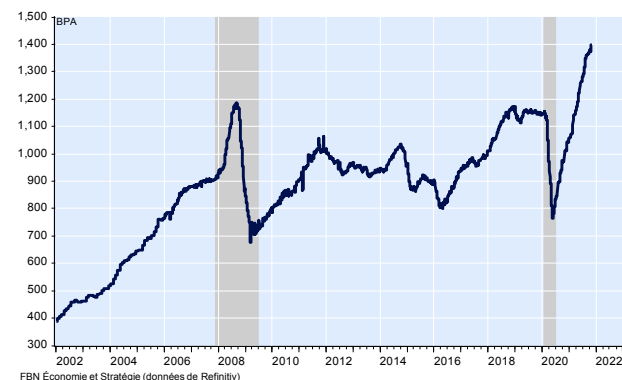
Il est important de noter que les prévisions de bénéfices du TSX continuent d'être révisées à la hausse, car le

Marché boursier et stratégie de portefeuille

Canada jouit d'un marché du travail solide (l'emploi a augmenté à un niveau record en octobre) et d'une amélioration des termes de l'échange en raison de la hausse des prix des matières premières. Cette année marque la première fois en plus d'une décennie que la prévision de bénéfice par action sur 12 mois de l'indice S&P/TSX a dépassé son pic de 2008 (graphique).

Canada : Des perspectives haussières

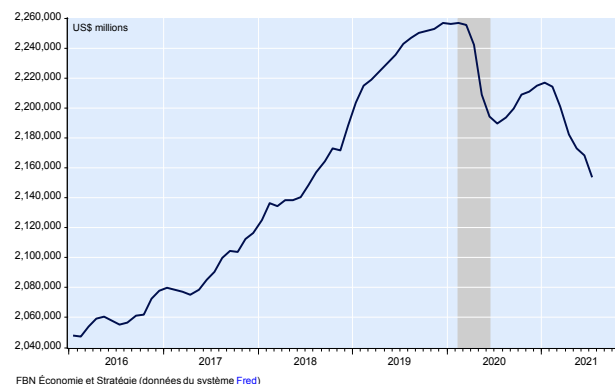
Estimation du BPA prévisionnel sur 12 mois pour l'indice S&P/TSX



Malgré un ralentissement attendu en Chine au cours des prochaines semaines, qui pourrait temporairement affaiblir les prix des matières premières, nous restons d'avis que le cycle de reconstitution des stocks mondiaux soutiendra la production industrielle et les prix des matières premières en 2022 (graphique).

É.-U. : La reconstitution mondiale des stocks pas encore amorcée

Stock manufacturiers et commerciaux réels



Répartition des actifs

Notre répartition des actifs reste inchangée ce mois-ci. Nous maintenons une sous-pondération des titres à revenu fixe et une surpondération des actions, avec une préférence pour les titres de valeur sur ceux de croissance, étant donné notre prévision d'une augmentation des taux d'intérêt à long terme et d'une courbe des taux relativement abrupte. Même si la réduction des achats d'actifs dans le cadre de l'assouplissement quantitatif s'accélère au cours des prochains mois, nous doutons que la Fed souhaite précipiter des hausses de taux puisque son mandat en matière d'emploi est encore loin d'être rempli. Alors qu'il est vrai que la croissance économique pourrait fléchir au cours des prochains mois, nous croyons que cela sera principalement dû à des contraintes de l'offre. Si nous voyons juste, les entreprises devraient conserver leur pouvoir d'augmentation des prix dans un contexte dans lequel les taux d'intérêt à long terme continuent de dériver à la hausse.

NBF Asset Allocation			
	Benchmark (%)	NBF Recommendation (%)	Change (pp)
Equities			
Canadian Equities	20	25	
U.S. Equities	20	18	
Foreign Equities (EAFE)	5	3	
Emerging markets	5	5	
Fixed Income	45	42	
Cash	5	7	
Total	100	100	

NBF Economics and Strategy

Répartition sectorielle

Notre répartition sectorielle est inchangée ce mois-ci. Nous continuons de préférer les secteurs cycliques comme ceux de l'énergie, des matériaux et des biens d'équipement – des secteurs qui ont historiquement bien tiré leur épingle du jeu pendant la phase d'expansion du cycle économique quand l'inflation dépasse la tendance et que la courbe des taux est relativement abrupte.

Marché boursier et stratégie de portefeuille

Rotation sectorielle fondamentale FBN - novembre 2021

Nom (secteur/industrie)	Recommandation	Pondération S&P/TSX
Énergie	Surpondérer	13.0%
Matériaux	Surpondérer	11.8%
Produits chimiques	Équipondérer	1.7%
Emballage et conditionnement	Surpondérer	0.5%
Métaux et minerais *	Surpondérer	2.5%
Or	Surpondérer	6.5%
Papier et industrie du bois	Équipondérer	0.5%
Industrie	Équipondérer	11.6%
Biens d'équipement	Surpondérer	2.3%
Services aux entreprises	Sous-pondérer	3.2%
Transports	Équipondérer	6.1%
Consommation discrétionnaire	Équipondérer	3.6%
Automobiles et composants automobiles	Sous-pondérer	1.1%
Biens de consommation durables et habillement	Surpondérer	0.6%
Services aux consommateurs	Équipondérer	0.7%
Distribution	Équipondérer	1.1%
Biens de consommation de base	Équipondérer	3.6%
Distribution alimentaire et pharmacie	Équipondérer	2.9%
Produits alimentaires, boisson et tabac	Équipondérer	0.6%
Santé	Équipondérer	1.0%
Équipements et services de santé	Équipondérer	0.2%
Produits pharmaceutiques et biotechnologie	Équipondérer	0.8%
Finance	Équipondérer	31.6%
Banques	Équipondérer	21.2%
Services financiers diversifiés	Équipondérer	4.7%
Assurance	Équipondérer	5.7%
Technologies de l'information	Sous-pondérer	12.0%
Télécommunications	Équipondérer	4.6%
Services aux collectivités	Sous-pondérer	4.3%
Immobilier	Sous-pondérer	3.0%

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

Marché boursier et stratégie de portefeuille

Prévisions FBN Canada		
	Actuel	Cible
Niveau de l'indice	2021-11-15	T4-2022 (est.)
S&P/TSX	21 683	22 500
Hypothèses		T4-2022 (est.)
Niveau: Bénéfices	1270	1375
Dividendes	531	575
Ratio C/B passé	17.1	16.4
Obligations 10 ans	1.73	2.10

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

Prévisions FBN États-Unis		
	Actuel	Cible
Niveau de l'indice	2021-11-15	T4-2022 (est.)
S&P 500	4 683	4 750
Hypothèses		T4-2022 (est.)
Niveau: Bénéfices	197	212
Dividendes	60	64
Ratio C/B passé	23.7	22.4
Obligations 10 ans	1.62	2.15

* 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 12/11/2021	Cumulatif nov.-21	Cumulatif 2021	Δ 1 an	Δ 3 ans	Cumulatif 2021	Δ 1 an	Δ 3 ans	
Amérique du Nord - Indice MSCI	4 756	1.7%	24.2%	33.0%	74.2%	22.5%	27.5%	65.7%	1.00
États-Unis - S&P 500	4 683	1.7%	24.7%	32.4%	71.8%	23.1%	26.9%	63.4%	1.00
Canada - S&P TSX	21 769	3.5%	24.9%	31.3%	43.6%	24.9%	31.3%	43.6%	0.94
Europe - Indice MSCI	2 099	1.2%	14.1%	22.2%	33.9%	12.6%	17.2%	27.3%	0.93
Royaume-Uni - FTSE 100	7 348	1.5%	13.7%	15.9%	4.2%	10.0%	13.4%	3.2%	0.18
Allemagne - DAX 30	16 094	2.6%	17.3%	23.3%	42.1%	8.3%	14.5%	37.5%	0.96
France - CAC 40	7 091	3.8%	27.7%	32.2%	40.2%	17.9%	22.8%	35.6%	0.84
Suisse - SMI	12 516	3.4%	16.9%	19.2%	39.3%	10.7%	13.4%	45.1%	0.95
Italie - Milan Comit 30	259	0.0%	0.0%	0.0%	22.0%	-7.7%	-7.1%	18.0%	0.58
Pays-Bas - Amsterdam	820	1.2%	31.3%	36.7%	55.9%	21.2%	27.0%	50.9%	0.97
Zone Pacifique - Indice MSCI	3 200	1.2%	3.2%	10.9%	23.3%	1.9%	6.3%	17.3%	0.93
Japon - Nikkei 225	29 610	2.5%	7.9%	16.0%	33.0%	-3.5%	2.6%	26.3%	0.95
Australie - All ordinaires	7 766	1.7%	13.4%	17.3%	28.8%	6.1%	13.4%	24.6%	0.85
Hong Kong - Hang Seng	25 328	-0.2%	-7.0%	-3.2%	-1.2%	-8.7%	-7.7%	-5.5%	0.13
MSCI - Monde	3 224	1.5%	19.8%	28.5%	58.9%	18.3%	23.2%	51.2%	1.00
MSCI - Monde ex. É.-U.	2 390	1.3%	11.6%	19.9%	31.7%	10.2%	14.9%	25.2%	0.94
MSCI - EAEO	2 364	1.2%	10.1%	18.1%	30.0%	8.7%	13.2%	23.6%	0.94
MSCI - Marchés émergents (indice libre)	1 285	1.6%	-0.4%	8.7%	33.0%	-1.7%	4.2%	26.5%	0.90

* Corrélation des rendements mensuels sur 3 ans

Marché boursier et stratégie de portefeuille

Bénéfices sectoriels du S&P 500 - Consensus* 2021-11-12

	Pond. S&P 500	niveau	Variation		Croissance - BPA			C/B			Croissance prévue sur 5 ans	Ratio PEG	Indice de révision**
			3-m Δ	12-m Δ	2021	2022	à 12 mois	2021	2022	à 12 mois			
S&P 500	100	301	3.80	32.64	49.07	7.97	10.00	23.17	21.47	21.46	21.67	2.15	1.63
Énergie	2.80	434.60	15.59	77.24	0.00	30.26	40.35	15.20	11.67	11.90	55.68	0.29	22.90
Matériaux	2.59	565.33	4.31	32.63	84.90	2.07	5.84	17.05	16.70	16.69	19.22	2.86	5.40
Industrie	8.08	903.16	1.50	27.53	86.37	36.80	38.55	28.22	20.63	21.06	16.50	0.55	-2.31
Consommation discrétionnaire	12.81	1611.82	11.24	31.20	74.05	28.28	31.34	41.51	32.36	32.98	47.40	1.05	-3.25
Consommation de base	5.62	757.39	1.82	10.81	10.02	6.30	6.33	22.05	20.74	20.67	9.26	3.27	0.45
Santé	12.79	1558.37	0.68	20.94	26.49	3.00	4.80	17.73	17.21	17.26	12.13	3.60	2.43
Finance	11.18	666.61	3.35	51.04	64.32	-9.21	-5.36	13.91	15.32	15.19	22.56	nég.	1.94
Technologie de l'information	28.42	2936.35	8.52	39.09	36.73	9.61	9.64	29.88	27.26	26.84	17.08	2.79	1.11
Services de télécommunications	10.75	277.70	0.35	31.95	37.35	6.92	8.73	22.74	21.27	21.30	24.80	2.44	-0.70
Services publics	2.35	337.52	-2.41	1.74	2.36	6.48	6.14	20.45	19.21	19.30	6.40	3.14	0.71
Immobilier	2.60	301.14	3.80	32.64	21.24	-2.81	-1.13	51.00	49.84	52.35	36.58	nég.	6.42

* Source I/B/E/S

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

Analyse technique



Dennis Mark, CFA
Analyste
416 869-7427

Points saillants des graphiques

Sur le marché de plus en plus sélectif, il devient plus difficile pour les investisseurs de choisir des actions qui se comportent bien. D'autre part, les investisseurs découvriront que le risque d'acheter des actions engagées dans une tendance faible ou en détérioration est plus grand et plus lourd de conséquences. Il convient maintenant d'accorder plus d'importance à la protection des gains et du capital. Les actions présentant des formations techniques faibles ou en détérioration devraient être évitées ou vendues pour réduire le risque du portefeuille. Dans l'édition de novembre de Vision, nous présentons un certain nombre de formations techniques faibles ou en détérioration qui dénotent un risque de baisse et devraient être évitées.

Analyse technique

Air Canada (AC)

Le graphique d'AC a accusé un retard sur le marché pendant le plus clair de 2021. Le rendement relatif faible est un important indicateur technique négatif alors que les investisseurs cherchent d'autres actions pour placer leur argent. Une série de pics de moins en moins hauts pendant presque toute l'année dénote une perte d'élan haussier. La courbe est passée sous ses deux moyennes mobiles quand celle de 50 jours est descendue sous celle de 200 jours. Le soutien du graphique à \$22.50 a été testé à plusieurs reprises pendant l'année et est de nouveau mis à l'épreuve. Le risque est une baisse à \$17.00 ou \$18.00 si le niveau de soutien cède. Mais surtout, une rupture du niveau de soutien oriente la tendance à la baisse et prolonge la durée d'un rendement médiocre.



La tendance à long terme de C.J.R.B est à la baisse depuis que le titre a culminé en 2013 à plus de \$26.00. Une reprise qui a commencé l'été dernier était une reprise dans un marché baissier qui pourrait éventuellement s'inscrire dans un processus de reconstruction après redressement. Cette reprise initiale à partir d'un creux du marché baissier semble maintenant terminée et une tendance baissière pourrait reprendre. Une action technique qui se détériore émerge alors que le titre franchit une ligne ascendante et en dessous des deux moyennes mobiles. Le soutien du graphique à \$5.60 de ces derniers mois s'effrite alors que le titre se négocie à des niveaux bas inégaux depuis plusieurs mois. Le volume a augmenté récemment alors que l'action se négociait à la baisse ce qui reflète une dynamique de vente plus forte. Le prochain palier semble être à \$4.50, mais surtout, la tendance à court et à moyen terme est maintenant à la baisse.



Analyse technique

First Quantum Minerals Ltd. (FM)

Le risque que dénote le graphique de FM augmente avec le renforcement de la détérioration technique. Une tendance à la hausse a été rompue en juin où le titre est passé sous la barre de \$28.00. La vigueur récente a fait remonter l'action au niveau de résistance de \$31.00 depuis le soutien à \$23.00. L'évolution technique laisse penser que la reprise flanche. À ce stade-ci, le rapport risque/rendement est défavorable alors que le sentiment reste haussier. Pendant ce temps, d'importants titres miniers manifestent une faiblesse technique qui ne soutient pas une vigueur de ce secteur. Le risque à court terme pour FM prendra la forme d'un test du niveau de soutien à \$23.00.



Analyse technique

Canada Goose Holdings Inc. (GOOS)

Une tendance à la hausse du graphique de GOOS a été rompue en août accompagnée par un volume et un élan importants à \$50.00. Le titre a trouvé un soutien à \$45.00 à partir d'où une série de tentatives de reprise ont échoué. Le niveau de soutien de \$45.00 est de nouveau mis à l'épreuve sur fond de vigueur relative faible. Si le soutien cède, cela complètera une formation sommitale et fera partir la tendance à la baisse vers \$35.00.



Analyse technique

Maxar Technologies Inc. (MAXR)

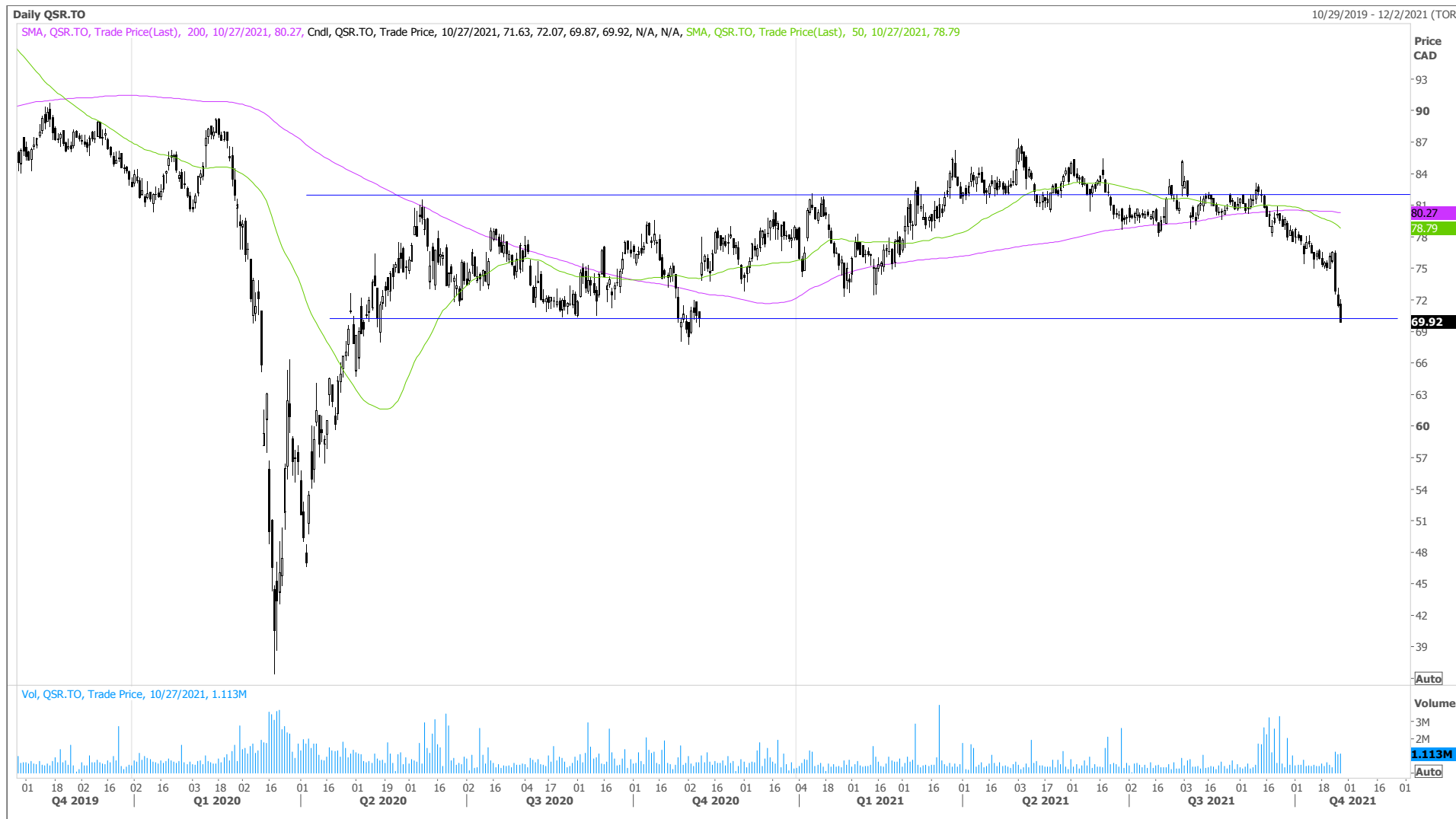
Une forte tendance à la hausse du graphique MAXR a changé de cap en avril avec la rupture d'une ligne de tendance ascendante et la moyenne mobile de 200 jours à \$45.00. Le soutien a été établi à \$34.00 et continue d'être remis en question alors que les rebonds échouent. L'élan haussier continue de fléchir à mesure que la dynamique baissière prend le dessus. L'augmentation du risque d'un risque de rupture du soutien pointe vers un objectif potentiel de \$20.00.



Analyse technique

Restaurant Brands International Inc. (QSR)

Le graphique de QSR a enregistré une reprise faible sur 18 mois où le cours a oscillé dans une fourchette large. Un important plafond de résistance a été établi depuis le milieu de 2020 autour d'un peu plus de \$80. La récente liquidation volumineuse a fait repartir le titre à la baisse pour tester le niveau de soutien autour de \$70.00. Des mesures de la vigueur notoirement faibles atteignent des creux inégalés depuis plusieurs années représentant une menace pour le titre. Une rupture du niveau de soutien créera un sommet qui pointe vers une cible se situant aux alentours de \$55.



Analyse sectorielle



Dans cette section,
les tableaux et graphiques
sont basés sur les informations
disponibles au **28 octobre 2021**.

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

Secteur	Titre	Symbole	Prix	Cours Cible	Rend. Div.	Rend. Est.	Industrie
Énergie							
	Cenovus Energy Inc.	CVE	\$14.60	\$22.00	0.90%	51.64%	Pétrole, gaz et combustibles
	Keyera Corp.	KEY	\$31.91	\$36.00	6.32%	18.83%	Pétrole, gaz et combustibles
	Shawcor Ltd.	SCL	\$5.28	\$8.75	0.00%	65.72%	Équipements et services pour l'énergie
	Tidewater Midstream and Infrastructure Ltd.	TWM	\$1.53	\$1.75	2.86%	16.99%	Pétrole, gaz et combustibles
	Tourmaline Oil Corp.	TOU	\$44.07	\$57.50	1.47%	32.02%	Pétrole, gaz et combustibles
Matériaux							
	Capstone Mining Corp.	CS	\$5.25	\$7.50	0.00%	42.86%	Métaux et minerais
	Copper Mountain Mining Corp.	CMMC	\$3.75	\$5.25	0.00%	40.00%	Métaux et minerais
	Endeavour Mining plc	EDV	\$31.96	\$48.00	2.15%	52.41%	Or
	Kinross Gold Corp.	K	\$7.73	\$12.00	1.95%	57.19%	Or
	Newmont Corp.	NGT	\$67.82	\$95.00	3.88%	44.10%	Or
	Pan American Silver Corp.	PAAS	\$32.39	\$49.00	1.55%	52.83%	Métaux et minerais
	SSR Mining Inc.	SSRM	\$20.23	\$33.00	1.14%	64.35%	Or
	Teck Resources Ltd.	TECK.b	\$35.60	\$48.50	0.59%	36.80%	Métaux et minerais
	Transcontinental Inc.	TCL.a	\$19.46	\$28.00	4.53%	48.51%	Emballage et conditionnement
	Wesdome Gold Mines Ltd.	WDO	\$11.29	\$14.50	0.00%	28.43%	Or
Industrie							
	CAE Inc.	CAE	\$37.42	\$46.00	0.00%	22.93%	Biens d'équipement
	Dexterra Group Inc.	DXT	\$8.97	\$12.50	3.73%	43.26%	Services aux entreprises
	Exchange Income Corp.	EIF	\$42.89	\$47.00	5.15%	14.90%	Transport
	H2O Innovation Inc.	HEO	\$2.40	\$3.25	0.00%	35.42%	Biens d'équipement
	Hardwoods Distribution Inc.	HDI	\$41.54	\$60.50	0.91%	46.61%	Biens d'équipement
	Mullen Group Ltd.	MTL	\$12.94	\$16.50	3.72%	31.22%	Transport
	SNC-Lavalin Group Inc.	SNC	\$35.54	\$44.00	0.25%	24.03%	Biens d'équipement
	TFI International Inc.	TFII	\$148.21	\$158.00	0.80%	7.37%	Transport
	Toromont Industries Ltd.	TIH	\$110.61	\$125.00	1.25%	14.28%	Biens d'équipement
	WSP Global Inc.	WSP	\$170.90	\$168.00	0.88%	-0.82%	Biens d'équipement
Consommation discrétionnaire							
Biens de consommation de base							
	Loblaw Companies Ltd.	L	\$93.02	\$92.00	1.53%	0.47%	
Santé							
	Chartwell Retirement Residences	CSH.un	\$11.92	\$15.00	4.90%	30.97%	Équipements et services de santé
	Dialogue Health Technologies Inc.	CARE	\$6.20	\$14.00	0.00%	125.81%	Équipements et services de santé
	Knight Therapeutics Inc.	GUD	\$5.19	\$7.75	0.00%	49.33%	Produits pharmaceutiques et biotechnologie
	Sienna Senior Living Inc.	SIA	\$14.16	\$17.50	6.48%	30.20%	Équipements et services de santé
Finance							
	Alaris Equity Partners Income Trust	AD.un	\$18.47	\$27.00	7.04%	53.33%	Services financiers diversifiés
	Canadian Imperial Bank of Commerce	CM	\$150.62	\$168.00	3.92%	15.42%	Banques
	Element Fleet Management Corp.	EFN	\$13.53	\$19.00	1.87%	42.35%	Services financiers diversifiés
	Home Capital Group Inc.	HCG	\$40.22	\$59.00	0.00%	46.69%	Banques
	iA Financial Corporation Inc.	IAG	\$74.32	\$86.00	2.61%	18.33%	Assurances
	Royal Bank of Canada	RY	\$131.13	\$144.00	3.27%	13.11%	Banques
	Trisura Group Ltd.	TSU	\$42.00	\$60.00	0.00%	42.86%	Assurances
Technologies de l'information							
	Docebo Inc.	DCBO	US\$74.85	US\$100.00	0.00%	33.60%	Logiciels et services
	Shopify Inc.	SHOP	US\$1457.00	US\$2000.00	0.00%	37.27%	Logiciels et services
	Thinkific Labs Inc.	THNC	\$11.56	\$20.00	0.00%	73.01%	Logiciels et services
Communications							
	Cineplex Inc.	CGX	\$13.46	\$18.00	0.00%	33.73%	Médias et divertissement
	Shaw Communications Inc.	SJR.b	\$35.91	\$40.50	3.30%	16.08%	Médias et divertissement
Services aux collectivités							
	Boralex Inc.	BLX	\$37.97	\$50.00	1.72%	33.42%	Services aux collectivités
	Capital Power Corp.	CPX	\$40.68	\$46.00	5.34%	18.46%	Services aux collectivités
	Innergex Renewable Energy Inc.	INE	\$20.58	\$28.00	3.45%	39.55%	Services aux collectivités
	Northland Power Inc.	NPI	\$40.06	\$48.00	3.05%	22.82%	Services aux collectivités
Immobilier							
	Allied Properties REIT	AP.un	\$43.11	\$52.00	3.82%	24.57%	Immobilier
	European Residential REIT	ERE.un	\$4.44	\$5.40	3.56%	25.18%	Immobilier
	Flagship Communities REIT	MHC.un	US\$19.85	US\$21	2.58%	8.36%	Immobilier
	H&R REIT	HR.un	\$17.10	\$20.50	4.04%	23.92%	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 octobre 2021

Source: Recherche FBN, Refinitiv

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

RS = Rendement supérieur

RM = Rendement moyen

RI = Rendement inférieur

AO = Recommandation d'accepter l'offre

ER = Recommandation en révision

R = Restriction

 Δ = Changement de recommandation par rapport au mois précédent. $\uparrow$ ou $\downarrow$ = Révision à la hausse ou à la baisse de la recommandation.**Cours cible** = Cours cible à 12 mois Δ = Changement de cours cible par rapport au mois précédent. $\uparrow$ ou $\downarrow$ = Révision à la hausse ou à la baisse du cours cible.**Actions/Parts en circ.** = Nombre d'actions ou de parts en circulation en millions.**BPA dilué** = Sont indiqués le bénéfice par action après dilution du dernier exercice déclaré et notre estimation pour les exercices 1 (Ex1) et 2 (Ex2).**BAIIA par action** = Est indiqué le dernier bénéfice avant intérêts, impôts et amortissements publié pour le prochain exercice 1 (Ex1) et l'exercice suivant 2 (Ex2).**C/B** = Ratio cours/bénéfice. Les calculs du ratio C/B pour un bénéfice nul ou négatif ne s'appliquent pas (s.o.). Un ratio C/B supérieur à 100 est réputé non significatif (n.s.).**FTP A DILUÉ** = Sont indiqués les flux de trésorerie par action après dilution du dernier exercice déclaré et notre estimation pour le prochain exercice et l'exercice suivant (Ex1 et Ex2).**VE/BAIIA** = Ce ratio représente la valeur actuelle de l'entreprise, soit la somme de la capitalisation boursière des actions ordinaires plus le total de la dette, des participations minoritaires et des actions privilégiées moins les liquidités et quasi-espèces, divisés par le bénéfice avant intérêts, impôts et amortissement.**VAN** = Valeur de l'actif net. Ce concept représente la valeur marchande de l'actif moins la valeur marchande du passif divisée par le nombre d'actions en circulation.**DETTE/CAPITAL** = Évalue la relation entre le fardeau de la dette (dette à long terme) et le capital investi (dette à long terme et fonds propres) dans l'entreprise (sur la base du chiffre le plus récent publié).**EXPRESSIONS PARTICULIÈRES À DES SECTEURS**› **PÉTROLE ET GAZ****VE/FTCD** = Valeur de l'entreprise divisée par les flux de trésorerie corrigés de la dette. Utilisé comme ratio de valorisation. Les FTCD représentent les flux de trésorerie provenant de l'exploitation auxquels on ajoute les coûts de financement et les variations du fonds de roulement.**FTP A après dilution** = Flux de trésorerie par action après dilution**PPACD** = Production par action corrigée de la dette. Utilisé pour des comparaisons de la croissance avec une structure du capital normalisée.**D/FT** = Dette nette (dette à long terme plus fonds de roulement) divisée par les flux de trésorerie.› **PIPELINES, SERVICES PUBLICS ET INFRASTRUCTURES****Distributions par action** = Valeur brute distribuée par action au cours du dernier exercice et prévu pour le prochain exercice et l'exercice suivant (Ex1 et Ex2).**Rend. des dist.** = Distributions par action pendant le prochain exercice et l'exercice suivant 2 (Ex1 et Ex2) en pourcentage du cours publié.**FTP A distr. dilués** = Fonds provenant de l'exploitation moins les dépenses d'investissement en entretien par action après dilution.**BAIIA libre** = BAIIA moins les dépenses d'investissement en entretien.**C/FT distr.** = Ratio du cours aux flux de trésorerie distribuables.**Dette/FTD** = Ce ratio représente la dette nette réelle de la société (dette à long terme plus fonds de roulement basée sur le plus récent chiffre annuel publié) divisée par les flux de trésorerie distribuables.› **SERVICES FINANCIERS ET SERVICES FINANCIERS DIVERSIFIÉS****Valeur comptable** = Valeur nette d'une société par action. Cette valeur représente la valeur des fonds propres totaux de l'entreprise dont on soustrait le capital des actions privilégiées divisé par le nombre d'actions en circulation (basé sur le plus récent chiffre annuel publié).**C/VC** = Cours/valeur comptable› **IMMOBILIER****Distributions par part** = Valeur brute distribuée par part au cours du plus récent exercice et prévue pour le prochain exercice et l'exercice suivant (Ex1 et Ex2).**Rend. des dist.** = Distributions par action ou part pour le prochain exercice et l'exercice suivant (Ex1 et Ex2) en pourcentage du cours.**FPE** = Les fonds provenant de l'exploitation sont un indicateur des fonds générés pendant une période donnée, calculé par l'ajustement du bénéfice net en fonction des changements de la juste valeur des biens immobiliers d'investissement, de leur amortissement, des gains et pertes à la vente de ces biens, et des coûts d'acquisition des biens à la fusion d'entreprises.**FPE dilués** = Fonds provenant de l'exploitation après dilution.**C/FPE** = Cours/fonds provenant de l'exploitation.› **MÉTAUX ET MINÉRAIS: MÉTAUX PRÉCIEUX / MÉTAUX COMMUNS****C/FT** = Ratio de valorisation cours/flux de trésorerie. Les calculs du ratio C/FTP A pour des flux de trésorerie nuls ou négatifs ne s'appliquent pas (s.o.). Un ratio C/FTP A supérieur à 100 est réputé non significatif (n.s.).**C/VANPA** = Cours/valeur de l'actif net par action.› **SITUATIONS SPÉCIALES****FTDPAD** = Flux de trésorerie distribuables par action après dilution. Flux de trésorerie (BAIIA moins les intérêts, les impôts à payer, les dépenses d'investissement en entretien et toutes charges exceptionnelles) disponibles pour versement aux porteurs d'actions ordinaires compte tenu des sources de conversion possible en actions en circulation comme les obligations convertibles et les options d'achat d'actions.› **TECHNOLOGIES PROPRES ET DÉVELOPPEMENT DURABLE****Ventes par action** = Chiffre d'affaires/actions en circulation après dilution.**C/V** = Cours/ventes› **TRANSPORT ET PRODUITS INDUSTRIELS****FTDPAD** = Flux de trésorerie disponibles par action après dilution.**C/FTP A** = Ratio de valorisation cours/flux de trésorerie par action. Les calculs du ratio C/FTP A pour des flux de trésorerie nuls ou négatifs ne s'appliquent pas (s.o.). Un ratio C/FTP A supérieur à 100 est réputé non significatif (n.s.).

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

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

**Banques et compagnies
d'assurance vie canadiennes****Banque Canadienne Impériale de Commerce
(TSX : CM) – Reconstruire ensemble.**

Le rapport du T3 2021 faisait état de résultats supérieurs aux attentes en termes de crédit et de

chiffre d'affaires, la banque évitant aussi tous les écueils qui auraient pu émaner du côté des charges. Sur ce dernier point, les dépenses de CM étaient principalement en hausse du fait de la rémunération variable, tandis que les autres coûts ont crû bien plus lentement. Nous pensons que la banque peut accélérer les investissements internes tout en s'assurant de limiter la croissance des dépenses à moins de 5% dans un avenir prévisible. La croissance des volumes des services bancaires aux particuliers et aux entreprises au Canada a continué de s'améliorer, ce qui devrait apaiser les investisseurs habituellement inquiets pour la position relative de la banque sur le marché, et se répercuter positivement sur les perspectives de croissance future. Cours cible de \$168. Rendement supérieur.

**iA Société financière inc. (TSX : IAG) –
Des ventes et une production de
capitaux impressionnantes.**

IAG a enregistré de solides résultats au T2 2021. Nous avons été impressionnés par un autre trimestre de ventes élevées, la plupart des secteurs d'activité ayant dégagé une croissance à deux chiffres en glissement annuel. La situation financière et la

production de capitaux ont également été impressionnantes, la valeur comptable ayant progressé t/t de 4% et la production de capitaux internes ayant totalisé \$100 millions au cours du trimestre (ce qui place IAG en bonne voie pour dépasser son objectif pour 2021). IAS a connu un bon trimestre de ventes de produits de garantie automobile aux États-Unis, et l'inquiétude d'une éventuelle chute brutale au deuxième semestre pourrait être exagérée, car l'entreprise peut profiter de la hausse des ventes de voitures d'occasion et de ce que les concessionnaires cherchent activement à vendre plus de produits de garantie, les stocks d'automobiles étant faibles. Enfin, IAG s'attend à ce que le BPA se situe vers la borne supérieure de sa fourchette prévisionnelle au cours des deux prochains trimestres, en plus de dépasser peut-être son objectif de production de capitaux internes pour l'exercice complet. IAG est notre titre favori dans le secteur. Cours cible de \$86. Rendement supérieur.

	Symb.	Cote du titre	Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 10/28	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B		VCPA			C/V		Div. %	Cours cible		Δ
								dernier exerc.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	dernier trimest.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2		12 mois		
Banques																					
Banque de Montréal	BMO	RS		88,736	647	137.16	10/2020	7.71	12.74	12.99	10.8	10.6	80.00	81.65	88.80	1.7	1.5	3.1%	149.00		
Banque Scotia	BNS	RM		100,369	1,215	82.60	10/2020	5.36	7.75	8.28	10.7	10.0	53.26	54.43	59.38	1.5	1.4	4.4%	86.00		
CIBC	CM	RS		66,885	445	150.25	10/2020	9.69	14.75	15.28	10.2	9.8	90.06	92.23	101.59	1.6	1.5	3.9%	168.00		
Banque Nationale	NA	PN		34,905	338	103.34	10/2020	6.06	8.92	9.14	11.6	11.3	46.00	47.43	53.31	2.2	1.9	2.7%	PN		
Banque Royale du Canada	RY	RS		186,673	1,425	130.99	10/2020	7.97	11.50	11.91	11.4	11.0	62.34	64.26	71.81	2.0	1.8	3.3%	144.00		
Banque Toronto-Dominion	TD	RS	↑	163,606	1,823	89.77	10/2020	5.35	7.92	7.75	11.3	11.6	51.21	52.67	57.42	1.7	1.6	3.5%	93.00	↑	
Banque Canadienne de l'Ouest	CWB	RM		3,477	87	39.91	10/2020	2.93	3.66	4.06	10.9	9.8	32.88	33.40	36.06	1.2	1.1	2.9%	41.00		
Banque Laurentienne	LB	RM		1,806	44	41.50	10/2020	2.92	4.73	4.24	8.8	9.8	56.88	57.67	59.77	0.7	0.7	3.9%	47.00		
Assurances																					
Great-West Lifeco	GWO	RM		34,269	930	36.86	12/2020	2.67	3.43	3.77	10.7	9.8	23.70	20.11	22.08	1.8	1.7	4.8%	38.00		
iA Groupe Financier	IAG	RS		8,006	108	74.38	12/2020	4.87	8.30	8.82	9.0	8.4	59.02	43.65	47.40	1.7	1.6	2.6%	86.00	↑	
Financière Manuvie	MFC	RM		47,835	1,942	24.63	12/2020	2.22	3.25	3.47	7.6	7.1	24.76	18.93	21.38	1.3	1.2	4.5%	27.00		
Financière Sun Life	SLF	RS		41,611	586	71.04	12/2020	4.14	5.99	6.48	11.9	11.0	38.37	32.86	35.84	2.2	2.0	3.1%	78.00	↑	

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

Source: Refinitiv, Données financières des sociétés, Analyses FBN

**Vishal Shreedhar**Analyste
416 869-7930**Ajoints :**

Paul Hyung : 416 507-9009

Ryan Li : 416 869-6767

Sélection» *Loblaw***MTY Food Group Inc. (MTY: TSX)****Résultats du T3 2021**■ **Une solide reprise en perspective grâce à la restauration décontractée**

(1) La direction a indiqué que son attention se porte désormais sur la croissance à plus long terme. Le chiffre d'affaires est remonté aux niveaux d'avant la pandémie pour nombre de marques qui composent le portefeuille de la société, et les autres évoluent dans la bonne direction. (2) Nous sommes enthousiasmés par la solide reprise, en particulier dans la restauration décontractée, dont les revenus sont en hausse de 45% a/a en raison de la levée progressive des restrictions. Soulignons néanmoins que la dynamique positive a ralenti à Papa Murphy's. Par catégories d'emplacements, les restaurants situés dans des centres d'achats et des tours de bureaux au Canada ont enregistré une nette amélioration, avec des revenus en hausse de 43% et 68% a/a, respectivement, tandis que les restaurants dans les centres d'achats aux États-Unis ont observé une hausse des ventes de 49% a/a. (3) À terme, nous anticipons une solide reprise, en particulier dans la restauration décontractée, car les restrictions continuent de s'alléger; cependant, il faudra aussi compter sur un relâchement de la dynamique à Papa Murphy's.

■ **Inquiétudes liées à la main-d'œuvre et à l'inflation**

(1) La direction a fait état de difficultés liées à la disponibilité de la main-d'œuvre et aux perturbations le long des chaînes d'approvisionnement. Nous pensons que ces pressions sont durables, même si nous les jugeons gérables. Pour contrebalancer les tensions inflationnistes, MTY a augmenté ses prix (d'au moins 10%). Pour un franchiseur, nous considérons que l'inflation est positive si elle est acceptée par les consommateurs. (2) La direction a laissé entendre qu'elle adoptera une approche disciplinée pour réaliser des fusions-acquisitions (probablement des opérations de taille intermédiaire); elle prévoit une accélération du rythme des transactions à terme. Des rachats d'actions sont aussi une option. Le ratio de la dette nette au BAIIA, de 2.6, se trouve à un niveau confortable.

■ **Maintien de la cote Rendement supérieur; cours cible de \$75**

Notre cours cible pour MTY correspond à 11.0 fois notre estimation du BAIIA 2022/2023.

Distribution et produits de consommation

	Symb.	Cote du titre	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 10/28	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B		BAIIA			VE/BAIIA		Valeur compt.	Ratio d'endet.	Cours cible	
							(A)	est.	est.	Ex1	Ex2	(A)	est.	est.	Ex1	Ex2			12 mois	Δ
Grands magasins																				
Canadian Tire	CTC.a	RS	10,832	61.4	176.30	12/2020	12.95	16.87	16.93	10.4	10.4	2,181	2,529	2,476	5.2	5.3	76.80	0.33	225.00	↓
Dollarama	DOL	RS	17,116	306.2	55.89	02/2021	1.81	2.15	2.51	26.0	22.2	1,131	1,273	1,424	16.0	14.3	0.45	0.96	63.00	
Carburant et autres																				
Couche Tard	ATD.b	RS	50,529	1,074.4	47.03	04/2021	2.45	2.39	2.46	15.9	15.5	5,005	4,850	4,853	9.5	9.5	11.60	0.33	56.00	
Parkland Fuel Corporation	PKI	RS	5,516	150.9	36.55	12/2020	0.54	0.94	2.22	39.0	16.5	967	1,293	1,321	7.4	7.2	14.47	0.65	47.00	
Habillement																				
Gildan	GIL	RS	9,035	199.1	45.39	12/2020	(0.18)	2.26	2.40	16.3	15.3	165	650	677	11.7	11.3	9.06	0.17	57.00	↑
Roots Corporation	ROOT	RM	123	42.2	2.92	02/2021	0.35	0.59	0.72	4.9	4.1	64	71	79	4.2	3.7	3.76	0.52	6.00	
Épiceries																				
Empire Company	EMP.a	RS	9,989	268.1	37.26	05/2021	2.61	2.64	2.90	14.1	12.8	2,144	2,266	2,384	7.5	7.1	17.11	0.60	45.00	
Loblaw	L	RS	31,897	342.9	93.02	12/2020	4.18	5.14	5.77	18.1	16.1	5,004	5,425	5,552	6.9	6.7	32.56	0.32	92.00	↑
Metro	MRU	RM	15,294	245.8	62.22	09/2020	3.27	3.41	3.48	18.2	17.9	1,091	1,106	1,063	17.6	18.3	25.91	0.26	65.00	
Transformation des aliments																				
Saputo	SAP	RM	12,595	415.1	30.34	03/2021	1.56	1.49	1.97	20.4	15.4	1,471	1,450	1,741	11.5	9.5	15.3	0.39	39.00	
Lassonde	LAS.a	RS	1,199	6.9	172.86	12/2020	14.11	12.96	13.70	13.3	12.6	217	202	208	7.0	6.8	117.2	0.21	195.00	
Premium Brands Holdings	PBH	RS	5,853	43.5	134.55	12/2020	3.04	4.57	5.66	29.5	23.8	313	432	500	17.5	15.1	36.1	0.52	148.00	↑
Commerce de détail spécialisé																				
Sleep Country Canada	ZZZ	RM	1,321	37.2	35.46	12/2020	1.95	2.26	2.43	15.7	14.6	171	190	197	9.1	8.8	10.03	0.52	40.00	↑
Pet Valu	PET	RM	2,033	71.4	28.49	12/2020	0.64	0.79	1.14	36.0	25.0	144	162	170	15.4	14.6	N/A	1.50	33.00	
Beauté et soins personnels																				
MAV Beauty Brands	MAV	RM	96	42.4	2.27	12/2020	0.34	0.30	0.46	7.5	5.0	28	26	32	8.5	6.9	5.70	0.34	4.50	
Restauration																				
MTY Food Group	MTY	RS	1,509	24.7	61.04	11/2020	(1.51)	3.41	4.09	17.9	14.9	138	173	193	10.9	9.8	23.20	0.40	75.00	↑
Épicerie en ligne																				
Goodfood Market	FOOD	RS	572	73.5	7.78	08/2020	(0.07)	(0.17)	(0.08)	NA	NA	5	4	11	NA	NA	1.60	(3.45)	12.00	

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

u= dollars US

Source: Refinitiv, Rapports des sociétés, FBN

Note: Lassonde et Goodfood couverts par Ryan Li.

**Amber Brown, MBA**Analyste
403 290-5624—
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\$36,000 milliards au début de 2020, soit environ US\$1.00 sur US\$3.00 investis. Il a augmenté à un TCAC d'environ 11.7% au cours des quatre dernières années. Si le rythme de croissance des investissements dans les actifs ESG n'était même que de la moitié de ce taux, la valeur des actifs ESG sous gestion atteindrait environ US\$47,000 milliards d'ici 2025. Nous pensons que l'intégration des facteurs ESG et l'engagement ou l'appui des actionnaires à leur égard seront le principal style d'investissement dans les actifs ESG, surtout à mesure que l'information sur ces questions et 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 aux investisseurs de comprendre et, espérons-le, d'éviter les risques propres aux facteurs ESG, sans pour autant imposer de restrictions strictes à des secteurs particuliers.

Actualité ESG – Le point sur les mesures réglementaires

► Marchés du carbone

Les prix du carbone ont continué d'augmenter à un rythme effréné (environ 30-240% a/a), tous systèmes et régions confondus. 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 maintenant 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) Dec21 a terminé le mois d'octobre à €58.57 (US\$68.42), après le dernier record

historique de €64.72 (US\$75.06) inscrit le 5 octobre. Globalement, les EUA étaient en baisse d'environ 5.1% en octobre et restent en report, le contrat Dec22 clôturant le 29 octobre à €58.72 (US\$68.87), soit un écart de -€0.37. Vu l'évolution des prix en glissement annuel, les EUA ont largement doublé en un an à peine. Ailleurs, les contrats à terme United Kingdom Emissions Allowances (UKEA), négociés depuis la fin de mai 2021, ont également clôturé à £53.50 (US\$73.78) à la fin d'octobre, représentant un rendement sur un mois d'environ -27.3.

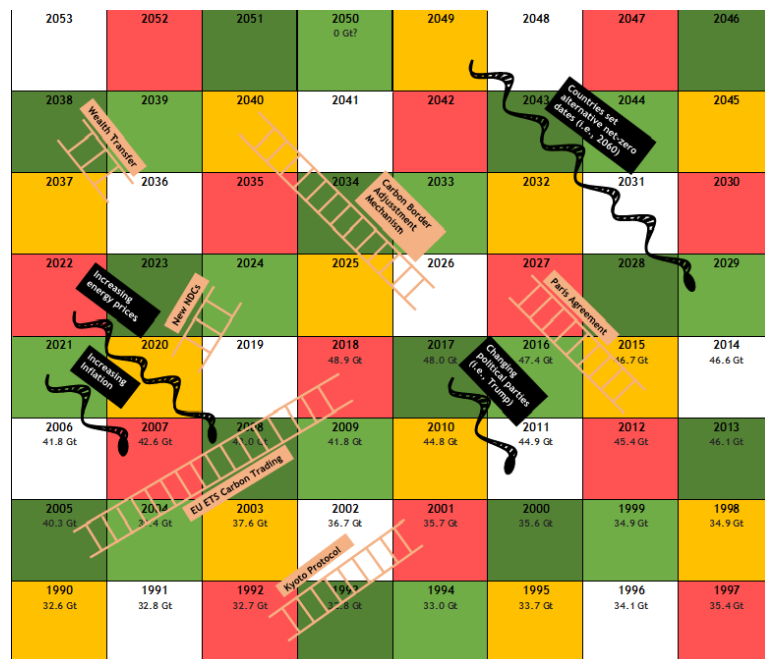
En Amérique du Nord, les contrats à terme Regional Greenhouse Gas Initiative (RGGI) Jul22 ont clôturé le mois à US\$12.74 (septembre US\$11.20), en hausse d'environ 14% m/m et 73% a/a. Enfin, les prix des California Carbon Allowances (CCA) Jul22 et Dec21 ont bondi d'environ 10% le mois dernier, pour atteindre de nouveaux records de US\$31.19 et US\$30.38, tout en restant en report. Notons que, sur douze mois, les prix du CCA sont en hausse d'environ 65%. Enfin, soulignons le contrat à terme Global Emission Offsets (GEO) facultatif, qui a baissé d'environ 2.9% en octobre et terminé à US\$7.25, tandis que le contrat à terme Nature-based Global Emissions Offset (NGEO) gagnait près de 8.9% en septembre, pour atteindre US\$9.87. Par ailleurs, le contrat GEO a commencé à se négocier le 1er mars 2021 à US\$2.13, avant de toucher un creux à US\$1.92 le 15 avril, et de voir son prix tripler.

► COP26

La conférence des Nations Unies sur le changement climatique (**COP26**) aura lieu à Glasgow, en Écosse, du 31 octobre au 12 novembre, et s'annonce comme l'une des plus importantes discussions mondiales autour du changement climatique depuis l'Accord de Paris. Rappelons que l'Accord de Paris, engagement multilatéral historique sur le changement climatique qui a été adopté par 196 parties le 12 décembre 2015, a pour objectif de limiter le réchauffement planétaire à 2°C (de préférence 1.5°C) au-dessus des niveaux préindustriels. Étant donné que, en date de 2019, la température à la surface du globe avait augmenté de 1.07°C et que, d'ici 2100, elle est en passe d'atteindre >2.7°C, comme le souligne le récent rapport du GIEC (**rapport de synthèse** et notre aperçu **ici**), la COP26 arrive à point nommé.

Dans l'ensemble, l'ordre du jour de la COP26 est d'encourager une plus grande ambition climatique par le biais de l'atténuation et de l'adaptation, de mobiliser des capitaux vers des solutions climatiques et de finaliser le règlement de Paris, que nous avons récemment décrit dans notre thématique COP26 ([ici](#)).

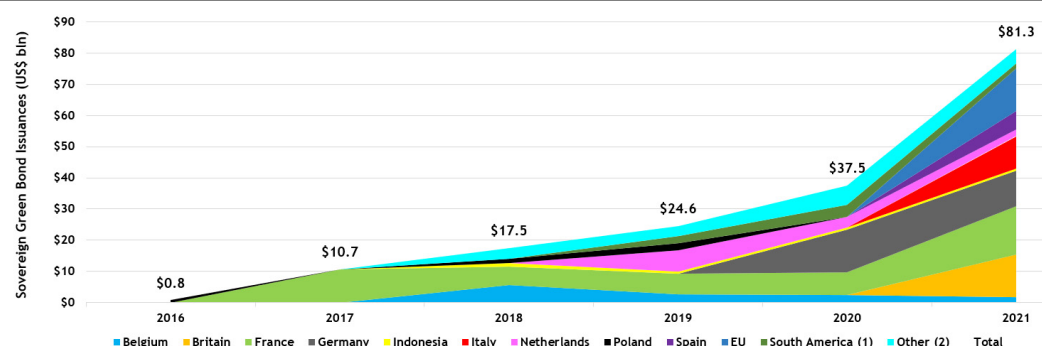
Tableau 1 : Zéro net... Un jeu de « Serpents et échelles »



Source : FBN

Si l'on ajoute l'émission inaugurale d'obligations vertes européennes de €12 milliards (environ US\$13,8 milliards) et les deux récentes émissions d'obligations vertes du Royaume-Uni de £10 milliards (environ US\$13,7 milliards) et de £6 milliards (environ US\$8,2 milliards) chacune, les émissions d'obligations vertes souveraines depuis le début de l'année ont maintenant atteint environ US\$81.3 milliards (y compris l'obligation verte de l'UE), ce qui a dépassé le total de 2020 d'environ US\$37.5 milliards. Parallèlement, l'appétence pour les produits verts à revenu fixe continue de croître, comme l'illustrent l'augmentation des émissions d'obligations vertes souveraines et les taux de soumissions satisfaites, l'obligation verte européenne et la dernière obligation verte britannique étant sursouscrites à hauteur de 11 et 12 fois, respectivement.

Tableau 2 : Obligations vertes souveraines émises de 2016 à 2021



Source : OCDE (2020), OECD Business and Finance outlook 2020, Climate Bonds Initiative, Bloomberg, Reuters, FBN

(1) L'Amérique du Sud comprend le Chili en 2019-2021 et la Colombie en septembre 2021.

(2) Les autres pays comprennent les Fidji en 2017-2018, Hong Kong (Chine) en 2019 et janvier 2021, la Hongrie en 2020-2021, la Lituanie en 2018 et 2020, la Corée du Sud en 2021, le Nigeria en 2017 et 2019, la Suède en 2020, l'Égypte en 2020, l'Indonésie en juin 2021, l'Irlande en 2018-2020 et la Serbie en 2021.



Matt Kornack

Analyste
416 507-8104

—
Adjoint :

Hussam Maqbool: 416 507-8108



Tal Woolley

Analyste
416 507-8009

—
Adjoint :

Ahmed Shethwala: 416 507-8102

Sélections

- › Chartwell
- › Sienna
- › ERES
- › Allied
- › H&R
- › Cap REIT
- › Killam
- › Boardwalk
- › Flagship
- › BSR

Aperçu du T3 2021 :

Toujours un penchant pour les immeubles résidentiels, les logements pour personnes âgées constituant une occasion

Notre liste de titres de choix reste orientée vers les FPI résidentielles/quasi-résidentielles, mais nous voyons une certaine valeur dans certaines FPI de bureaux. Allied et H&R sont les seules FPI non résidentielles à figurer dans notre liste des 10 meilleurs titres. Nous pensons que l'écart de

valorisation par rapport aux autres classes d'actifs compense un certain risque opérationnel à court terme, ce qui justifie un examen plus approfondi. Les FPI résidentielles devraient voir leur taux d'occupation s'améliorer à mesure que la location revient à la normale, tandis que la dynamique de l'offre et de la demande reste favorable. Voici un bref résumé de nos opinions par catégorie d'actifs :

► Logements collectifs :

Nous nous attendons à ce qu'un regain des activités de location se traduise par une augmentation des taux d'occupation pour nos titres canadiens. Il est encourageant de voir les statistiques d'immigration revenir aux niveaux qui existaient avant la pandémie. La demande des étudiants étrangers aura un gros impact à court terme, car elle reviendra probablement en masse à l'automne (ou en deux tranches correspondant aux semestres). Nous prévoyons que la dynamique favorable de l'offre et de la demande stimulera les paramètres fondamentaux à l'extérieur du Canada également pour ERE et HOM.

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

Ce groupe représente l'une de nos meilleures idées à long terme. Les risques sanitaires ayant été considérablement réduits grâce à la vaccination, les risques opérationnels auxquels le secteur est confronté sont devenus plus faciles à gérer. Au sortir de la crise, la priorité des équipes de gestion sera de récupérer les taux d'occupation, la capacité bénéficiaire à long terme de ces entreprises restant intacte; nous nous attendons à voir davantage de capitaux privés profiter des niveaux de valorisation actuels du secteur. En outre, le rendement moyen du secteur depuis le début de l'année est inférieur à celui des autres classes d'actifs que nous couvrons et pourrait faire l'objet d'un « rattrapage » lorsque les attentes se normaliseront.

► Immeubles industriels :

Les taux d'occupation sont déjà élevés, car ces immeubles sont essentiellement pleins, mais les paramètres fondamentaux exceptionnels du marché soutiendront une accélération des écarts de loyer. La promotion immobilière semble être la

meilleure voie de croissance, car elle offre un important potentiel d'accroissement de la valeur et des rendements supérieurs sur les coûts.

► Immeubles de bureaux :

L'activité locative s'est stabilisée et les loyers se sont maintenus dans notre univers de couverture. La demande à long terme est difficile à évaluer, mais les solides caractéristiques sociodémographiques du Canada et l'insuffisance relative de l'offre de locaux avant la pandémie devraient atténuer certaines inquiétudes. Compte tenu de l'élargissement de l'écart des valorisations, nous sommes favorables à ce secteur et pensons que le scénario de hausse pourrait être lucratif.

► Immeubles de commerce de détail :

Les restrictions majeures ayant été levées au début de l'été, nous avons entendu des commentaires encourageants de la part des détaillants et des propriétaires sur les activités et des courtiers sur les marchés d'investissement. Les taux d'achalandage et l'activité de location sont en avance sur les niveaux de 2020, bien que toujours inférieurs aux niveaux de 2019. L'introduction des « passeports vaccinaux » pourrait être perçue favorablement, car elle pourrait empêcher la mise en place de confinements à grande échelle. Les paramètres d'exploitation devraient connaître une amélioration séquentielle à mesure que les restrictions sont levées; cependant, nous continuons de penser que l'atteinte des niveaux qui existaient avant la pandémie pourrait prendre encore un an. À la suite de l'expiration des programmes de subventions liés à la pandémie, les taux d'occupation pourraient encore afficher une certaine turbulence, mais comme il est maintenant beaucoup plus facile de visiter les immeubles, l'impact net sur l'occupation devrait être atténué.

► Situations particulières :

Nos perspectives varient selon les titres, mais nous continuons d'apprécier les FPI résidentielles/quasi-résidentielles : SVI (entrepôts), TCN (locations de maisons unifamiliales) et MHC.u (maisons préfabriquées).

y = dollars US

Métaux et minerais : métaux communs



Don DeMarco

Analyste
416 869-7572

—
Adjointes :

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

- › Teck Resources
- › Capstone Mining
- › Copper Mountain Mining

La volatilité des prix devrait persister en 2021

La hausse actuelle des prix du cuivre a été en grande partie influencée par les campagnes de vaccination en cours contre la COVID-19, les politiques accommodantes des gouvernements, leurs dépenses de stimulation et la réouverture de l'économie mondiale, mais l'augmentation des derniers mois reste principalement attribuable à l'intérêt accru des investisseurs qui spéculent. On ne sait pas encore vraiment dans quelle mesure les pays pourront contenir de nouvelles vagues d'infections à court terme, ce qui pourrait influencer les perspectives macroéconomiques, si bien que les prix devraient rester volatils.

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

Premiers choix :

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

La croissance endogène de la division cuivre, la base d'actifs diversifiés de grande qualité de Teck, exposés à la flambée des prix du charbon cokéifiable dur, son bilan solide et son engagement de longue haleine à rembourser du capital aux actionnaires sont autant d'éléments qui favorisent une valorisation plus élevée que celle actuellement attribuée par le marché. La division de charbon de Teck continue de profiter des prix records du charbon cokéifiable dur de Chine dus aux marchés très étreints du charbon sidérurgique et à l'embargo sur le charbon australien qui devrait durer jusqu'en 2022, ainsi que des améliorations progressives des activités de charbon de Teck au premier semestre de 2021 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 s'accroître à mesure que le monde intensifie ses efforts de décarbonation.

› Capstone Mining Corp. (CS: TSX)

Capstone devrait produire plusieurs éléments catalyseurs qui entraîneront de meilleures perspectives de croissance à court terme, avec notamment des initiatives visant à atteindre un débit durable des installations de traitement de Pinto Valley de 60,000 t/j (atteint en septembre et maintenu en octobre 2021) et une extension de la durée de vie de la mine de Cozamin en y intégrant une nouvelle usine de remblai à pâte. Pinto Valley/Cozamin devraient connaître une croissance de la production d'environ 30% et une baisse des coûts d'environ 10% d'ici 2023. En outre, avec les ventes de flux d'argent de Cozamin et de flux d'or de Santo Domingo, la société n'a plus de dette nette et continue de faire progresser ses ententes de partenariat/financement pour libérer une croissance qui transformera la société à Santo Domingo.

› Copper Mountain Mining Corp. (CMMC: TSX)

Les perspectives de production à court terme à la mine Copper Mountain sont solides; la société entre dans une séquence à forte teneur pour 2021-2022, l'expansion des installations de traitement vers une capacité de 45,000 t/j (auparavant 40,000 t/j) au T3 2021 et l'amélioration du bilan après l'émission d'obligations de US\$260 millions ont libéré des flux de trésorerie que la société pourra utiliser pour les occasions de croissance future. À proximité de la mine Copper Mountain se situe le projet de mise en valeur Eva de CMMC, avec une décision sur la mise en valeur attendue d'ici la fin de l'année 2021.

	Symbole	Cote du Titre	Δ	Cap.	Actions	12 mois			Analyste	BPA			C/B		FTP			C/FT		Valeur	
				bours.	e.c.	Cours	Cours	(A)		est.	est.	(A)	est.	est.	Ex.1	Ex.2	Net	C/VAN			
				(M)	(M)	10/28	Cible	Δ		Dern.Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	Dern.Ex.	Ex1	Ex2	Ex.1	Ex.2	Actif	
Production																					
Capstone Mining	CS	RS	-	2,170	413.3	5.25	7.50	↑	Nagle	0.07u	0.61u	0.67u	6.5x	7.8x	0.34u	0.95u	0.92u	4.2x	4.3x	7.24	0.7x
Copper Mountain Mining	CMMC	RS	-	787	209.9	3.75	5.25	↑	Nagle	0.11u	0.64u	0.69u	5.9x	5.5x	0.61u	1.46u	1.24u	2.6x	3.0x	6.04	0.6x
Ero Copper	ERO	RM	-	2,047	88.4	23.16	30.00	-	Nagle	1.34u	2.39u	2.85u	7.3x	8.1x	2.02u	3.20u	3.41u	5.4x	5.1x	31.88	0.7x
First Quantum Minerals	FM	RS	-	19,308	691.0	27.94	37.00	↑	Nagle	(0.07)u	1.23u	3.39u	17.1x	8.3x	2.64u	4.18u	6.42u	5.0x	3.3x	28.14	1.0x
Hudbay Minerals	HBM	RS	-	2,282	261.5	8.73	12.50	-	Nagle	(0.44)u	(0.06)u	0.53u	n/a	16.4x	0.93u	1.84u	3.07u	3.6x	2.1x	9.54	0.9x
Lundin Mining	LUN	RM	-	7,693	735.5	10.46	13.00	↓	Nagle	0.31u	1.09u	1.54u	7.2x	6.8x	1.00u	2.03u	2.31u	3.9x	3.4x	11.56	0.9x
Sherritt International	S	RM	-	167	397.3	0.42	0.55		DeMarco	(0.34)c	(0.23)c	0.02c	n/a	21.0x	0.03c	0.03c	0.13c	14.4x	3.2x	0.95	0.4x
Taseko Mines	TKO	RM	-	755	283.9	2.66	3.25	↑	Nagle	(0.11)c	0.18c	0.32c	14.9x	8.2x	0.44c	0.73c	0.76c	3.6x	3.5x	4.19	0.6x
Teck Resources	TECKb	RS	-	19,252	540.8	35.60	48.50	↑	Nagle	1.05c	6.62c	7.45c	5.4x	4.8x	3.38c	10.50c	10.26c	3.4x	3.5x	32.02	1.1x
Trevali Mining	TV	RM	-	230	989.4	0.23	0.30	-	Nagle	(0.03)c	0.01c	0.01c	13.1x	25.3x	0.01c	0.10c	0.11c	1.7x	1.6x	0.24	1.0x
Sociétés de mise en valeur																					
Adventus Mining	ADZN	RS	-	125	131.1	0.95	1.55	↓	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	2.11	0.5x
Filo Mining	FIL	RS	-	1,249	113.2	11.04	13.00	-	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	19.49	0.6x
Josemaria Resources	JOSE	RM	-	489	379.3	1.29	1.50	-	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	2.01	-
Trilogy Metals	TMQ	RS	-	389	144.4	2.69	4.25	-	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	5.15	0.5x
Sigma Lithium	SGML	RS	-	919	87.4	10.52	13.00	-	Aganga	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	14.82	0.7x
Lithium Americas	LAC	RS	-	4,119	119.9	34.36	32.00u	-	Aganga	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	33.86	1.0x

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

Source: Rapports des sociétés, Estimations FBN, Refinitiv

u = dollars US; c = dollars canadiens

Métaux et minerais : métaux précieux



Don DeMarco

Analyste
416 869-7572

Adjoints :

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



Shane Nagle, CFA

Analyste
416 869-7936

Adjoints :

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



Michael Parkin

Analyste
416-869-6766

Adjoints :

Alessandro Cairo : 416 869-8511
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 soutiendront les prix de l'or au comptant.

Les répercussions économiques de la COVID-19 ont forcé les gouvernements à adopter de vastes programmes de stimulation pour protéger leurs économies. En plus de ces mesures, les taux d'intérêt restent faibles. Le rendement des obligations du Trésor américain de 10 ans a commencé l'année en force, mais a diminué récemment, si bien que les taux d'intérêt réels sont devenus encore plus négatifs, ce qui a fait monter l'or du niveau de moins de US\$1,700 l'once où il se trouvait à la fin de mars. La Fed américaine continue de plaider pour maintenir les taux d'intérêt faibles, aucune hausse n'étant attendue en 2021, mais elle prévoit de diminuer les achats d'obligations à un moment donné tout en se concentrant sur la création d'emplois par tous les moyens et en acceptant de voir monter l'inflation au-delà du taux cible de la Fed pour un certain temps. 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. Aux États-Unis, l'augmentation des cas de personnes infectées au variant Delta est un facteur de risque clé pour la reprise économique américaine, que la Fed suit de près.

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

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

Sélections

Producteurs d'or/d'argent :

- › **Endeavour Mining Corp.**
(EDV : TSX; cours cible de CA\$48.00)
- › **Kinross Gold Corp.** (K : TSX; cours cible de CA\$12.00)
- › **Newmont Corp.** (NGT : TSX; cours cible de CA\$95.00)
- › **Pan American Silver Corp.**
(PAAS : TSX; cours cible de CA\$49.00)
- › **SSR Mining Inc.** (SSRM : TSX; cours cible de CA\$33.00)
- › **Wesdome** (WDO : TSX; cours cible CA\$14.50)

Sociétés de redevances :

- › **Sandstorm Gold Ltd.**
(SSL : TSX; cours cible de CA\$10.75)

Métaux et minerais : métaux précieux

	Symbole	Cote du Titre	Δ	Cap.	Actions	12 mois			Analyste	BPA			C/B		FTPA			C/FT		Valeur	
				bours.	e.c.	Cours	Cours	Δ		(A)	est.	est.	Ex1	Ex2	Dern.Ex.	Ex1	Ex2	Ex.1	Ex.2	Actif Net	C/VAN
				(M)	(M)	10/28	Cible			Dern.Ex.	Ex1	Ex2									
Grands producteurs (production >1 Moz)																					
Agnico-Eagle Mines Ltd	AEM	RM	↓	16,655	243.70	68.34	83.00	↓	Parkin	0.96u	1.86u	2.93u	27.5x	17.4x	3.64u	4.99u	4.99u	10.3x	10.3x	48.48	1.41x
Barrick Gold	ABX	RM		41,575	1,779.00	23.37	29.00	↓	Parkin	0.51u	1.15u	1.31u	15.3x	13.4x	1.81u	3.22u	3.22u	5.5x	5.5x	22.35	1.05x
Kinross Gold Corp	K	RS		9,308	1,204.09	7.73	12.00	↑	Parkin	0.31u	0.73u	0.19u	7.2x	28.2x	0.80u	1.37u	1.37u	3.8x	3.8x	12.42	0.62x
Kirkland Lake Gold Corp	KL	AO		14,306	263.80	54.23	55.50	↑	Parkin	2.74u	3.37u	3.12u	12.3x	13.3x	4.46u	4.75u	4.75u	8.7x	8.7x	37.57	1.44x
Newmont	NGT	RS		45,604	788.73	57.82	95.00	↓	Parkin	1.32u	2.66u	3.48u	20.2x	15.4x	4.31u	5.69u	5.69u	9.4x	9.4x	59.81	0.97x
Sociétés de redevances																					
Franco-Nevada Corp	FNV	RM		34,216	191.1	179.04	205.00	↑	Nagle	2.72u	3.45u	3.60u	39.0x	49.7x	4.22u	5.05u	5.12u	26.7x	26.3x	66.06	2.71x
Maverix Metals Inc	MMX	RM		895	146.7	6.10	7.75	↑	Nagle	0.12u	0.09u	0.21u	n/a	28.5x	0.29u	0.26u	0.35u	23.8x	17.6x	4.76	1.28x
Osisko Gold Royalties Ltd	OR	RS		2,644	167.0	15.83	20.50	↓	Nagle	0.26u	0.51u	0.66u	n/a	23.9x	0.65u	1.12u	1.27u	14.1x	12.5x	14.60	1.08x
Royal Gold Inc	RGLD	RM		6,630	65.2	101.64u	155.00u	-	Nagle	2.91u	3.86u	3.97u	26.3x	25.6x	6.28u	6.48u	6.80u	11.8x	11.2x	62.38	1.63x
Sandstorm Gold Ltd	SSL	RS		1,553	194.9	7.97	10.75	↓	Nagle	0.11u	0.18u	0.23u	33.3x	34.7x	0.36u	0.39u	0.43u	15.4x	13.9x	8.13	0.98x
Triple Flag Precious Metals Corp	TFPM	RM		1,703	156.2	10.90	17.00	↓	Nagle	0.20u	0.39u	0.43u	21.0x	25.3x	0.78u	0.81u	0.87u	10.1x	9.4x	11.95	0.91x
Wheaton Precious Metals Corp	WPM	RS		22,815	450.3	50.67	65.00	↓	Nagle	1.10u	1.33u	1.28u	28.6x	39.6x	1.71u	1.89u	1.85u	20.2x	20.6x	22.48	2.25x
Producteurs intermédiaires (production >250 Koz)																					
Alamos Gold Inc	AGI	RM	↓	3,772	392.94	9.60	11.50	↓	Parkin	0.21u	0.42u	0.45u	16.8x	15.5x	0.75u	0.97u	0.97u	7.2x	7.2x	11.29	0.85x
B2Gold	BTO	RS		5,502	1,030.4	5.34	8.50	↑	DeMarco	0.25u	0.49u	0.43u	10.8x	12.4x	0.51u	0.83u	0.67u	6.4x	8.0x	5.27	1.01x
Centerra Gold Inc	CG	RS		2,857	296.72	9.63	12.25	↑	Parkin	0.41u	1.15u	0.63u	5.8x	10.6x	1.36u	2.87u	1.28u	2.3x	5.2x	12.46	0.77x
Dundee Precious Metals	DPM	RS		1,526	181.3	8.42	11.50	↓	DeMarco	0.26u	1.02u	0.93u	8.3x	9.0x	0.62u	1.35u	1.59u	6.2x	5.3x	10.75	0.78x
Eldorado Gold Corp	ELD	RS		2,164	182.59	11.85	18.00	↑	Parkin	(0.02)u	0.97u	0.59u	9.8x	16.2x	0.93u	2.23u	2.23u	3.4x	3.4x	22.29	0.53x
Endeavour Mining	EDV	RS		5,211	163.1	31.96	48.00	↓	DeMarco	0.68u	2.24u	2.34u	14.3x	13.7x	2.68u	5.13u	4.87u	6.2x	6.6x	37.52	0.85x
Equinox Gold Corp	EQX	RS		3,185	332.8	9.57	13.75	↓	Parkin	0.33u	0.37u	0.23u	22.0x	35.8x	0.68u	1.06u	0.82u	7.7x	9.9x	18.53	0.52x
IAMGOLD Corp	IMG	RS		1,726	476.70	3.62	4.50	↑	Parkin	(0.03)u	0.14u	(0.01)u	15.6x	-192.5x	0.75u	0.77u	0.77u	2.9x	2.9x	6.10	0.59x
Lundin Gold Inc.	LUG	RM		2,622	232.6	11.27	13.75	↑	DeMarco	0.00u	0.46u	0.88u	24.3x	12.8x	0.00u	0.79u	1.53u	14.3x	7.4x	11.55	0.98x
New Gold Inc	NGD	RM		1,191	680.70	1.75	2.25	↑	Parkin	(0.08)u	0.03u	0.20u	46.5x	6.8x	0.39u	0.41u	0.41u	2.5x	2.5x	3.90	0.45x
OceanaGold Corp	OGC	RS		1,640	704.00	2.33	3.50	↑	Parkin	0.06u	(0.11)u	0.08u	n/a	26.4x	0.33u	0.33u	0.33u	4.8x	4.8x	3.17	0.74x
Pretium Resources	PVG	RS		2,829	188.0	15.05	16.50		DeMarco	0.54u	0.99u	0.60u	15.3x	25.2x	1.13u	1.46u	1.46u	10.3x	10.3x	14.95	1.01x
SSR Mining Inc	SSRM	RS		4,254	210.30	20.23	33.00	↑	Parkin	0.74u	1.43u	1.38u	10.0x	10.3x	1.59u	1.65u	1.65u	8.6x	8.6x	32.15	0.63x
Yamana Gold Inc	YRI	RS		4,952	943.28	5.25	7.00	↓	Parkin	0.10u	0.32u	0.30u	12.1x	13.0x	0.51u	0.66u	0.66u	5.8x	5.8x	5.09	1.03x
Torex Gold Resources Inc	TXG	RM		1,256	85.64	14.66	23.00		DeMarco	0.00u	1.47u	2.11u	10.0x	7.0x	0.00u	3.79u	4.26u	3.9x	3.4x	19.77	0.74x
Producteurs d'argent																					
Aya Gold and Silver	AYA	RS		858	92.2	9.31	13.00	↓	DeMarco	(0.05)u	0.01u	0.09u	1273.7x	98.2x	1.18u	0.00u	0.12u	10925.2x	76.2x	7.39	1.26x
First Majestic Silver Corp	FR	RM		3,494	214.9	16.26	19.00		DeMarco	0.03u	0.24u	0.27u	67.8x	59.3x	0.53u	0.57u	0.54u	28.5x	30.0x	6.98	2.33x
Fortuna Silver Mines Inc	FVI	RM		1,169	184.0	6.35	7.00		DeMarco	0.18u	0.21u	0.52u	30.5x	12.1x	0.45u	0.43u	0.92u	14.7x	6.9x	6.22	1.02x
Pan American Silver	PAAS	RS		6,805	210.1	32.39	49.00	↓	DeMarco	0.60u	0.94u	1.21u	34.5x	26.7x	1.60u	1.73u	2.45u	18.7x	13.2x	19.31	1.68x
Petits producteurs (production <250 Koz)																					
Argonaut Gold Inc.	AR	ER		-	-	-	-		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Golden Star Resources	GSC	RS		414	109.6	3.78	5.00		DeMarco	0.21u	0.24u	0.24u	15.8x	15.5x	0.40u	0.74u	0.54u	5.1x	7.0x	6.79	0.56x
K92 Mining Inc.	KNT	RS		1,613	219.2	7.36	11.75		DeMarco	0.20u	0.23u	0.32u	31.8x	23.1x	0.34u	0.36u	0.40u	20.5x	18.6x	10.37	0.71x
Minera Alamos Inc.	MAI	RS		234	441.9	0.53	1.00		Nizami	0.01u	(0.01)u	0.06u	n/a	8.8x	0.00u	(0.00)u	0.07u	-	7.1x	0.98	0.54x
Wesdome Corp.	WDO	RS		1,562	138.4	11.29	14.50		DeMarco	0.32u	0.41u	0.58u	27.5x	19.5x	0.56u	0.64u	0.88u	17.7x	12.9x	11.58	0.98x
Sociétés de mise en valeur																					
Artemis Gold Inc.	ARTG	RS		782	122.7	6.37	9.75		DeMarco	0.00u	(0.07)u	(0.05)u	-	-	0.00u	(0.15)u	(0.08)u	-	-	9.73	9.73x
Barsele Minerals Corp.	BME	ER		-	-	-	-		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Bluestone Resources Inc.	BSR	ER		-	-	-	-		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Falco Resources Ltd.	FPC	ER		-	-	-	-		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Gold Standard Ventures Corp.	GSV	RS		204	358.0	0.57	1.30	↓	Nizami	(0.04)u	(0.03)u	(0.03)u	n/a	n/a	(0.03)u	(0.02)u	(0.02)u	-	-	1.36	0.42x
Integra Resources Corp.	ITR	RS		178	61.9	2.88	6.50		Nizami	(0.54)u	(0.67)u	(0.45)u	n/a	n/a	(0.50)u	(0.64)u	(0.43)u	-	-	6.44	0.45x
Liberty Gold Corp	LGD	RS		271	265.5	1.02	1.80	↓	Nizami	0.03u	(0.07)u	(0.06)u	n/a	n/a	(0.05)u	(0.06)u	(0.06)u	-	-	1.78	0.57x
MAG Silver Corp	MAG	RS		2,225	91.2	24.40	32.00		DeMarco	(0.06)u	(0.18)u	(0.07)u	-	-	(0.04)u	(0.04)u	(0.06)u	-	-	21.01	1.16x
Marathon Gold Corp.	MOZ	RS		0	0.0	2.99	4.50		DeMarco	0.00u	(0.00)u	(0.01)u	-	-	(0.02)u	0.53u	(0.01)u	5.7x	-	4.35	0.69x
O3 Mining Inc.	OIII	RS		121	60.2	2.01	4.25		DeMarco	(0.09)u	(0.20)u	(0.16)u	-	-	(0.09)u	(0.20)u	(0.16)u	-	-	5.46	0.37x
Osisko Development	ODV	RS		686	128.3	5.35	9.50		DeMarco	-	0.27u	-	-	20.0x	(0.02)u	-	0.27u	-	19.7x	9.66	0.55x
Osisko Mining	OSK	RS		951	340.7	2.79	5.00		DeMarco	(0.16)u	(0.03)u	(0.03)u	-	-	(0.00)u	(0.02)u	(0.02)u	-	-	5.15	0.54x
Pure Gold Mining Inc.	PGM	ER		-	-	-	-		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Sabina Gold and Silver Corp.	SBB	ER		-	-	-	-		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
SilverCrest Metals	SIL	RS		1,404	128.5	10.93	14.25		DeMarco	(0.22)u	(0.22)u	(0.35)u	-	-	(0.19)u	(0.21)u	(0.31)u	-	-	9.55	1.14x

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

Source: Rapports des sociétés, Estimations FBN, Refinitiv

u = dollar US; c = dollars canadiens

Moyennes sociétés et services pétroliers



Dan Payne
Analyste
403 290-5441
—
Adjoint :
Baltej Sidhu : 403 290-5627

Grandes capitalisations



Travis Wood
Analyste
403 290-5102
—
Adjoints :
Logan Fisher : 403 441-0933
James Harwood, CPA: 403 290-5445

Sélections

- › **Cenovus**
- › **Tourmaline**

Perspectives dans le secteur du pétrole brut :

En octobre, le pétrole brut a poursuivi sur sa trajectoire ascendante, atteignant le niveau inégalé depuis 52 semaines de US\$85.41/b, ce qui ne s'était plus vu depuis octobre 2014. Cette hausse est largement le résultat de facteurs positifs dans l'approvisionnement (dépenses en immobilisations limitées en amont, stratégie disciplinée d'approvisionnement de l'OPEP, etc.) et d'une amélioration de la demande, car les tendances de mobilisation continuent de s'affirmer et les pénuries de gaz naturel et de charbon en Europe et en Asie alimentent la demande, les consommateurs se détournant du gaz naturel pour lui préférer le pétrole

en tant que combustible. Vu tous ces facteurs, les stocks de pétrole américains (pétrole brut, essence et distillats) se situent maintenant en dessous de la fourchette quinquennale, car la demande de pétrole mondiale (~99 Mb/j) s'approche des niveaux d'avant la pandémie. Pour la suite, la 22e réunion des pays du groupe OPEP+ est prévue pour le 4 novembre et devrait nous en dire plus sur la vision qu'a le groupe des conditions actuelles du marché. Nous nous attendons à ce que le groupe reste discipliné dans son approche de réapprovisionnement du marché, malgré les demandes de plusieurs pays d'accélérer la cadence pour calmer la flambée des prix. La courbe des contrats à terme reste en situation de déport, le CAL-22 WTI se situant à environ US\$76 le baril (contre près de US\$69/b à la fin du mois de septembre). En outre, les différentiels du WCS se sont creusés en octobre malgré l'entrée en production de L3R pendant le mois; le différentiel du WCS est passé de moins de US\$12.00/b en septembre à près de US\$13.50/b en moyenne.

Perspectives dans le secteur du gaz naturel :

Le NYMEX a continué de monter fortement en octobre, avec une moyenne d'environ US\$5.50/MBTU, tandis que le gaz AECO a suivi la tendance, avec des prix moyens de près de CA\$5.00/GJ. Les caractéristiques fondamentales de l'offre et de la demande continuent de rester solides, les stocks restant inférieurs à leur moyenne quinquennale et la demande devant dépasser l'offre au cours des mois d'hiver. L'activité de forage reste anémique, car les producteurs appliquent des stratégies disciplinées de dépenses en immobilisations. Ainsi, la semaine terminée le 22 octobre, l'activité de forage était en hausse m/m en Amérique du Nord, avec un total de 22 appareils de forage (pétrole +22, gaz 0) ajoutés aux États-Unis et une légère hausse au Canada, où trois appareils sont entrés en service (pétrole -3, gaz +6). Bentek estime que la production totale aux États-Unis a crû d'environ 89.7 Gpi³/j en septembre à près de 90.6 Gpi³/j en octobre, tandis que les exportations de GNL ont légèrement monté pour atteindre une moyenne de 10.5 Gpi³/j en octobre. Globalement, Bentek estime que la demande aux États-Unis était d'environ 71.1 Gpi³/j en octobre (comparativement à 67.9 Gpi³/j en septembre). On s'attend à ce que la demande augmente à mesure que les températures baissent à l'issue de la saison intermédiaire.

Premiers choix :

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

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

› **Tourmaline Oil Corp. (TOU: TSX)**

L'un des plus importants producteurs de gaz naturel au Canada, TOU demeure parmi nos titres favoris pour les investisseurs recherchant une exposition au gaz naturel en raison de sa capitalisation et de ses activités internes solides, avec des caractéristiques fondamentales positives (coûts, gains d'efficacité des investissements et revenus nets) qui contribuent à la solide proposition de valeur du titre. La société présente par ailleurs un bilan sain, des stocks abondants, une structure de coûts de premier ordre, et continue de dégager des flux de trésorerie élevés. Dans le contexte macroéconomique actuel, TOU est l'un des titres les plus intéressants pour l'investisseur, car la société présente des liquidités positives et bien entretenues 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 10/28	Cap. bours. (M)	Rend. (%)	VE/FTCD			Dette nette/FT		FTPA dilués			C/FTPA		12 mois Cours		Δ
									2018A	est. 2019E	est. 2020E	2019E	2020E	2018A	est. 2019E	est. 2020E	2019E	2020E	Cible	Rend.	
Grandes sociétés/Intégrées																					
Canadian Natural Resources	CNQ	RS		Wood	1173.6	\$52.94	\$62,131	4%	8.9x	5.5x	4.6x	1.0x	0.4x	\$4.40	\$11.08	\$11.85	4.7x	4.5x	\$70.00	36%	↑
Cenovus Energy	CVE	RS		Wood	2017.6	\$14.60	\$29,457	0%	28.3x	4.8x	4.1x	1.1x	0.5x	\$0.12	\$3.65	\$3.83	4.0x	3.8x	\$22.00	51%	
Ovintiv Inc (US\$)	OVV	RS		Wood	261.1	\$38.27	\$9,993	1%	4.4x	4.1x	4.1x	1.5x	1.2x	\$7.42	\$12.65	\$11.90	3.0x	3.2x	\$44.00	16%	
Imperial Oil	IMO	RM		Wood	698.6	\$45.10	\$31,507	2%	20.7x	6.9x	5.8x	0.5x	-0.1x	\$1.20	\$6.78	\$7.46	6.5x	6.0x	\$50.00	13%	
Suncor Energy	SU	RM		Wood	1484.8	\$32.00	\$47,513	3%	10.1x	5.8x	4.8x	1.2x	0.6x	\$2.66	\$6.31	\$7.15	5.0x	4.5x	\$39.00	25%	
Grandes cap./Cap. Moyennes																					
Advantage Oil & Gas	AAV	RS		Payne	195.7	\$7.00	\$1,370	0%	5.1x	6.5x	4.2x	0.8x	0.0x	\$0.56	\$1.16	\$1.69	6.0x	4.1x	\$9.00	29%	
ARC Resources Ltd.	ARX	RS		Wood	723.9	\$11.81	\$8,549	2%	3.9x	4.4x	3.2x	0.7x	0.1x	\$1.89	\$3.52	\$3.74	3.8x	3.2x	\$18.50	59%	
Baytex Energy	BTE	RM		Payne	573.2	\$4.14	\$2,373	0%	5.4x	4.6x	3.9x	2.0x	1.3x	\$0.56	\$1.27	\$1.40	3.3x	3.0x	\$4.50	9%	
Birchcliff Energy	BIR	RS		Payne	269.7	\$6.56	\$1,769	0%	6.0x	4.2x	3.1x	0.9x	0.2x	\$0.69	\$1.94	\$2.27	3.4x	2.9x	\$10.00	53%	
Crescent Point Energy Corp.	CPG	RS		Wood	583.0	\$6.20	\$3,615	2%	3.9x	3.7x	2.6x	1.4x	0.7x	\$1.65	\$2.51	\$3.10	2.5x	2.0x	\$12.50	104%	
Enerplus Corporation	ERF	RS		Wood	255.1	\$11.75	\$2,997	1%	3.5x	4.0x	3.0x	0.9x	0.3x	\$1.61	\$3.54	\$4.15	3.3x	2.8x	\$17.00	46%	
Freehold Royalties	FRU	RS		Wood	150.6	\$12.17	\$1,833	5%	7.8x	10.9x	8.0x	0.7x	0.0x	\$0.61	\$1.26	\$1.49	10.4x	8.2x	\$15.00	28%	
Headwater Exploration	HWX	RS		Payne	227.3	\$4.85	\$1,102	0%	25.1x	9.9x	5.4x	-0.6x	-0.9x	\$0.06	\$0.47	\$0.77	10.3x	6.3x	\$7.00	44%	
Kelt Exploration	KEL	RS		Payne	187.5	\$4.94	\$926	0%	4.9x	6.7x	4.3x	0.1x	-0.2x	\$0.31	\$0.75	\$1.09	6.6x	4.5x	\$7.00	42%	
MEG Energy	MEG	RM		Wood	313.9	\$11.30	\$3,547	0%	7.7x	6.3x	4.4x	3.3x	1.7x	\$0.92	\$2.39	\$3.22	4.8x	3.6x	\$14.00	24%	
NuVista Energy	NVA	RM		Payne	232.1	\$6.05	\$1,404	0%	4.2x	5.7x	3.2x	1.7x	0.6x	\$0.70	\$1.24	\$2.18	4.9x	2.8x	\$6.75	12%	↑
Paramount Resources	POU	RS		Payne	138.3	\$20.39	\$2,819	1%	6.1x	6.1x	3.7x	1.0x	0.1x	\$1.12	\$3.61	\$5.70	5.7x	3.6x	\$28.00	38%	
Parex Resources	PXT	RS		Wood	119.7	\$24.29	\$2,908	2%	6.9x	3.4x	2.4x	-0.7x	-1.1x	\$2.96	\$5.73	\$6.92	4.2x	3.5x	\$35.00	46%	
Peyto Exploration & Development	PEY	RS		Wood	165.8	\$9.52	\$1,578	0%	5.9x	5.3x	3.6x	2.5x	1.3x	\$1.29	\$2.63	\$3.76	3.6x	2.5x	\$15.50	63%	
PrairieSky Royalty	PSK	RM		Wood	221.8	\$15.59	\$3,457	2%	15.4x	14.8x	13.8x	0.6x	-0.1x	\$0.64	\$1.08	\$1.12	14.4x	14.0x	\$20.00	31%	
Spartan Delta	SDE	RS		Payne	166.8	\$6.47	\$1,079	0%	6.9x	6.6x	2.8x	2.2x	0.7x	\$0.67	\$1.79	\$2.86	0.0x	0.0x	\$10.00	55%	↑
Storm Resources	SRX	RM		Payne	126.5	\$5.53	\$700	0%	5.2x	5.2x	2.8x	0.7x	-0.2x	\$0.47	\$1.16	\$1.86	0.0x	0.0x	\$7.50	36%	
Tamarack Valley Energy	TVE	RS		Payne	412.3	\$3.67	\$1,513	3%	3.6x	6.0x	3.6x	1.5x	0.5x	\$0.55	\$0.85	\$1.15	4.3x	3.2x	\$5.00	39%	
Topaz Energy	TPZ	RS		Payne	139.7	\$17.68	\$2,471	5%	14.7x	15.4x	10.8x	1.4x	0.6x	\$0.98	\$1.41	\$1.72	12.5x	10.3x	\$24.00	41%	
Tourmaline Oil	TOU	RS		Payne	327.9	\$44.07	\$14,452	2%	4.9x	5.7x	4.2x	0.5x	-0.2x	\$4.36	\$8.86	\$10.12	5.0x	4.4x	\$57.50	32%	
Vermilion Energy Inc.	VET	RM		Wood	161.9	\$13.51	\$2,187	0%	5.6x	4.4x	3.3x	2.0x	1.2x	\$3.18	\$4.86	\$5.86	2.8x	2.3x	\$18.00	33%	↑
Whitecap Resources	WCP	RS		Wood	634.9	\$7.50	\$4,762	4%	4.8x	5.2x	3.6x	1.1x	0.3x	\$1.07	\$1.81	\$2.22	4.3x	3.4x	\$12.00	64%	
Petites capitalisations																					
Crew Energy	CR	RM		Payne	164.8	\$2.93	\$483	0%	6.5x	6.0x	3.2x	3.3x	1.3x	\$0.27	\$0.78	\$1.34	3.8x	2.2x	\$3.50	19%	↑
Pipestone Energy	PIPE	RM		Payne	280.9	\$3.06	\$860	0%	6.8x	5.6x	2.7x	1.0x	0.1x	\$0.15	\$0.61	\$1.15	5.0x	2.7x	\$4.00	31%	
Surge Energy	SGY	RM		Payne	85.8	\$5.29	\$454	0%	6.1x	5.4x	2.3x	2.3x	0.7x	\$0.18	\$2.10	\$2.92	2.5x	1.8x	\$9.00	70%	
Yangarra Resources	YGR	RM		Payne	88.7	\$1.97	\$175	0%	4.5x	3.3x	1.8x	1.9x	0.7x	\$0.53	\$1.11	\$1.76	1.8x	1.1x	\$2.50	27%	

*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

					Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Prix de l'action 10/28	BAIIA (M)			VE/BAIIA			Dette nette / BAIIA			12 mois cours		
	Symb.	Cote du titre	Δ	Analyste				2020	2021e	2022e	2020	2021e	2022e	2020	2021e	2022e	Cible	Rend.	Δ
Services pétroliers																			
National Energy Services Reunited	NESR	RS		Payne	US\$1,122.65	91.1	US\$12.32	US\$213.2	US\$218.2	US\$285.3	6.6x	6.5x	4.5x	1.5x	1.5x	0.7x	US\$17.50	42%	
Precision Drilling Corp.	PD	RS		Payne	\$ 683.03	13.3	\$51.34	\$ 285.2	\$ 245.1	\$ 290.6	7.1x	9.4x	5.9x	4.7x	4.4x	3.2x	\$65.00	27%	⬆️
Trican Well Services	TCW	RM		Payne	\$ 746.43	248.8	\$3.00	\$ 30.6	\$ 102.4	\$ 144.0	7.5x	8.4x	5.3x	1.3x	-0.3x	-0.5x	\$4.00	33%	⬆️

*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
- › Tidewater Midstream
- › Keyera

Aperçu

Alors que le deuxième semestre de l'année 2021 est maintenant bien entamé, 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 \$120 milliards environ de flux de trésorerie disponibles (nets des dividendes) jusqu'en 2030 dans le réaligement des modèles d'affaires à long terme pour les conformer aux politiques d'énergie durable – sans gêner la croissance et l'augmentation des valorisations.

Mise à jour sur les produits de base

Le contexte fondamental positif s'est maintenu tout au long de la reprise économique; les prix des produits de base ont continué de remonter en octobre, le WTI affichant une moyenne de US\$81.00 le baril, soit une hausse d'environ 13% par rapport au niveau de septembre de près de US\$71.50/b, et plus de 100% au-dessus du prix moyen de 2020 d'environ US\$40/b. Du côté du gaz naturel, comme la pénurie de l'offre persiste, la trajectoire haussière des prix du NYMEX s'est maintenue en octobre, avec une moyenne de \$5.53/kpi³, soit environ 10% de plus que la moyenne de septembre de \$5.06/kpi³. Le gaz AECO n'était pas loin derrière, ayant rebondi à une moyenne de \$4.88/kpi³. En ce qui a trait aux

perspectives actuelles de marketing, si le différentiel de pétrole lourd WCS donnait quelques signes de faiblesse au début de l'été, il a continué de se creuser, affichant une moyenne d'environ US\$14.00/b le mois dernier.

Perspectives pour le propane cet hiver

L'attention suscitée par la crise actuelle de l'énergie s'est concentrée sur les prix du pétrole brut et du gaz naturel, mais il faut s'attendre à la tempête parfaite pour le propane à l'entrée dans la saison hivernale en raison de facteurs tels qu'une recrudescence de la demande, des investissements insuffisants dans le réseau d'approvisionnement des États-Unis contigus et des événements météorologiques saisonniers, autant d'éléments qui concourent à des niveaux de stocks historiquement bas. Notons que, à l'approche de l'hiver, la situation actuelle des stocks a déjà entraîné une forte hausse des prix du propane, ceux du propane de référence Conway, KS aux États-Unis s'étant confortablement établis à environ US\$60/b (70% du WTI), contre une moyenne quinquennale d'environ US\$24/b (47% du WTI).

Mise à jour sur les sociétés pipelinières et le secteur intermédiaire

Du côté de la Ligne 5, le gouvernement fédéral canadien a annoncé qu'il avait officiellement invoqué l'article 6 de l'Accord concernant les pipelines de transit conclu en 1977 avec les États-Unis afin d'empêcher l'État du Michigan d'interférer avec le transport de pétrole sur la Ligne 5 d'ENB. Le gouvernement canadien est ainsi intervenu après que l'État du Michigan a exprimé son intention de ne pas poursuivre la médiation ordonnée par le tribunal avec Enbridge. Nous attendons de connaître l'issue du litige, car Enbridge ne compte pas interrompre ses activités à moins d'en être contrainte par un tribunal. Rappelons que nous valorisons la Ligne 5 à près de \$3 par action dans le calcul de notre cours cible pour ENB, et que le projet représente un BAIIA annuel d'environ \$500 millions (près de 5% des FPER).

Mise à jour sur la transition énergétique

La dynamique de transition énergétique s'accélère ces dernières semaines, trois sociétés parmi celles que nous couvrons ayant publié des mises à jour en matière de durabilité et présenté des objectifs de

réduction de leurs émissions. Gibson Energy s'est engagée à atteindre la carboneutralité d'ici 2050 et a publié son premier rapport TCFD, qui fait état de ses progrès pour réduire ses émissions. Notons que GEI envisage de recourir à différentes technologies pour faire avancer sa stratégie de transition énergétique, notamment la production d'énergies renouvelables, les biocarburants et la capture et la séquestration de carbone. Peu après, Pembina a publié sa mise à jour sur la durabilité 2021, dans laquelle elle annonce une nouvelle cible de réduction des émissions de GES de 30% d'ici 2030. Globalement, la société a fait légèrement baisser ses émissions de GES en 2020, progressant dans la réduction de son empreinte carbone dans le cadre de ses efforts de décarbonation. Enfin, TC Énergie a rejoint Pembina dans le club « 30 d'ici 30 » avec ses nouveaux objectifs de réduction des gaz à effet de serre, et relève même ses ambitions en visant la carboneutralité d'ici 2050.

Titres favoris

Overall, our 2022 estimates call for AFFO/sh growth of ~9% over 2021e, with dividends up ~2% on average. We screen our top picks using a three-pronged approach for 1) double-digit free cash flow (AFFO) yield; 2) healthy balance sheet metrics; and 3) strong catalyst potential.

Symb.	Cote du titre		Parts e.c. (M)	Cours 10-28	Cap. bours. (M)	Distributions par part			Rendement des distr.		FTPA distr. Dilués			C/FT distr.		Dette/ Enc. distr. 22e	12 mois Cours			Rendement Δ combiné
						est. 2020	est. 2021e	est. 2022e	2021e	2022e	est. 2020	est. 2021e	est. 2022e	2021e	2022e		Cible	Rend.		
Pipelines et divers																				
AltaGas	ALA	RS	279.7	\$26.16	\$7,316	\$0.96	\$1.00	\$1.04	3.8%	4.0%	\$2.08	\$2.80	\$3.02	9.3x	8.7x	5.4x	29.00	10.9%	14.7%	
Enbridge Inc.	ENB	RS	2021.5	\$52.18	\$105,481	\$3.24	\$3.34	\$3.51	6.4%	6.7%	\$4.67	\$4.78	\$5.43	10.9x	9.6x	4.7x	51.00	-2.3%	4.1%	
Gibson Energy	GEI	RM	149.3	\$25.05	\$3,740	\$1.36	\$1.40	\$1.40	5.6%	5.6%	\$2.01	\$2.03	\$2.16	12.3x	11.6x	3.3x	24.00	-4.2%	1.4%	
Inter Pipeline	IPL	AO	429.2	\$19.21	\$8,245	\$0.48	\$0.48	\$0.48	2.5%	2.5%	\$1.75	\$1.73	\$1.98	11.1x	9.7x	5.3x	20.00	4.1%	6.6%	
Keyera	KEY	RS	221.0	\$31.91	\$7,053	\$1.92	\$1.92	\$1.92	6.0%	6.0%	\$3.26	\$3.07	\$3.05	10.4x	10.5x	3.3x	36.00	12.8%	18.8%	
Pembina Pipelines	PPL	RM	550.0	\$41.36	\$22,748	\$2.52	\$2.52	\$2.52	6.1%	6.1%	\$3.91	\$3.94	\$4.14	10.5x	10.0x	4.1x	40.00	-3.3%	2.8%	
Secure Energy	SES	RS	308.0	\$5.88	\$1,811	\$0.03	\$0.03	\$0.03	0.5%	0.5%	\$0.53	\$0.77	\$0.88	7.7x	6.7x	1.9x	5.50	-6.5%	-6.0%	
Superior Plus	SPB	RM	176.0	\$13.54	\$2,383	\$0.72	\$0.72	\$0.72	5.3%	5.3%	\$1.37	\$1.11	\$1.52	12.2x	8.9x	4.1x	15.00	10.8%	16.1%	
Tidewater Midstream	TWM	RS	339.3	\$1.53	\$519	\$0.04	\$0.04	\$0.04	2.6%	2.6%	\$0.14	\$0.34	\$0.24	4.6x	6.4x	3.7x	1.75	14.4%	17.0%	
Tidewater Renewables	LCFS	RM	33.9	\$15.15	\$514	\$0.00	\$0.00	\$0.00	0.0%	0.0%	\$0.00	\$0.09	\$0.52	168.4x	29.1x	3.0x	16.50	8.9%	8.9%	
TC Energy Corp.	TRP	RS	979.0	\$67.45	\$66,034	\$3.24	\$3.48	\$3.69	5.2%	5.5%	\$6.13	\$5.71	\$5.88	11.8x	11.5x	5.2x	66.00	-2.1%	3.0%	
Producteurs d'électricité et services publics																				
ATCO Ltd.	ACO	RM	114.7	\$40.91	\$4,690	\$1.74	\$1.79	\$1.81	4.4%	4.4%	\$2.08	\$2.39	\$2.37	17.1x	17.2x	4.6x	45.00	10.0%	14.4%	
Canadian Utilities	CU	RM	273.1	\$35.30	\$9,640	\$1.74	\$1.76	\$1.78	5.0%	5.0%	\$2.69	\$2.88	\$3.03	12.3x	11.7x	5.3x	36.00	2.0%	7.0%	
Capital Power	CPX	RS	114.1	\$40.68	\$4,642	\$1.99	\$2.12	\$2.24	5.2%	5.5%	\$4.96	\$5.46	\$5.38	7.4x	7.6x	3.6x	46.00	13.1%	18.3%	
Emera Inc.	EMA	RM	257.9	\$58.20	\$15,011	\$2.48	\$2.58	\$2.68	4.4%	4.6%	\$1.99	\$2.73	\$4.28	21.4x	13.6x	6.7x	58.00	-0.3%	4.1%	
Fortis Inc.	FTS	RM	474.6	\$54.91	\$26,060	\$1.94	\$2.05	\$2.17	3.7%	4.0%	\$3.92	\$3.85	\$4.46	14.3x	12.3x	6.1x	59.00	7.4%	11.2%	
Hydro One Ltd.	H	RM	596.9	\$29.49	\$17,603	\$1.01	\$1.07	\$1.12	3.6%	3.8%	\$1.76	\$1.74	\$1.96	17.0x	15.1x	5.4x	32.00	8.5%	12.1%	
TransAlta	TA	RM	271.1	\$13.96	\$3,785	\$0.17	\$0.18	\$0.20	1.3%	1.4%	\$1.30	\$1.83	\$1.73	7.6x	8.1x	3.4x	13.00	-6.9%	-5.6%	

Source: Rapports des sociétés, Estimations FBN, Refinitiv

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

**Maxim Sytchev**Analyste
416 869-6517

—

Adjoints:

Alizeh Haider: 416 869-7937

Kazim Naqvi: 416 869-6754

Sélections

- › WSP Global
- › Toromont Industries Ltd.
- › SNC Lavalin

Produits industriels : aperçu du T3 2021E et positionnement

L'inflation salariale : quelle est sa gravité?

Notre univers de couverture (à l'exception des concessionnaires d'équipements + sociétés parallèles, STLC, ACQ, NOA et ABCT) est principalement axé sur les effectifs. Nous nous appuyons sur le Civil Engineering Salary Report de l'American Society of Civil Engineers (ASCE) comme indicateur de proximité des tendances en matière de rémunération des cols blancs. Nous nous sommes également entretenus avec nos équipes de gestion de la couverture des sociétés de distribution d'équipements et de conseil pour calibrer les tendances des données agrégées. Selon l'ASCE, les salaires annuels médians avant impôt des ingénieurs civils ont augmenté à un TCAC de 5% de 2017 à 2020. Les résultats de l'enquête 2021 de la semaine dernière indiquent une augmentation de 3.4% par rapport aux niveaux de 2020 (notez que si l'on tient compte de l'ancienneté et du personnel de soutien, on peut enlever 150 à 200 pb des chiffres présentés ci-dessus). Bien que les statistiques (surtout celles d'avant la pandémie) soient supérieures aux tendances de l'inflation, nous voulons souligner aux investisseurs que, de 2017 à 2020, les marges de BAIIA de nos sociétés ont en fait augmenté, ayant passé de 11.1% en 2017 à 11.7% en 2020. Si l'on ajoute à cela une augmentation des frais de personnel inférieure à celle des quatre années précédentes, nous ne voyons pas les chiffres de la rémunération globale compromettre l'expansion des marges, en particulier dans un contexte d'inflexion des chiffres d'affaires.

Réflexions sur le positionnement pour le trimestre

La flambée des prix des produits de base profitera à STLC / NOA; ne vous attendez pas à de grandes surprises pour les sociétés de distribution d'équipements et de conseil. Nous sommes positionnés positivement pour STLC et NOA – qui s'appuient sur les produits de base –, car les résultats solides et les perspectives positives sont susceptibles d'inverser la tendance négative récente pour la première et de continuer à pousser la seconde vers de nouveaux sommets pour les dix dernières

années. Nous avons également adouci notre point de vue pessimiste sur le prochain trimestre de RBA, car des ventes aux enchères ponctuelles pourraient compenser la baisse d'environ -5% a/a des VTB (selon des données comparatives annuelles difficiles). Nous ne poursuivons pas le titre à ce niveau cependant, car un environnement tendu pour les équipementiers profite aux concessionnaires dans une bien plus large mesure (par rapport à RBA, qui est touché par le resserrement du secteur des équipements) étant donné l'offre holistique d'équipements d'occasion, remis à neuf ou de location. Les sociétés de conseil (WSP, STN, IBG) sont confrontées aux données comparatives faciles du S2 2020 et devraient toutes afficher une belle progression (SNC devrait aussi ne créer relativement aucune surprise compte tenu de la très récente journée des investisseurs). SJ reste un titre controversé et l'incertitude règne quant au cycle des stocks coûteux de bois résineux par le biais du CPV. Avec un sentiment mitigé, des prévisions déjà réduites, une baisse de cours de l'action de -10% depuis le début de l'année dans un marché en pleine effervescence, nous sommes à l'aise avec notre positionnement à contre-courant. ACQ et ABCT sont susceptibles d'être confrontés à des difficultés plus grandes en raison des pénuries de puces et de leur impact sur les ventes de voitures neuves (d'où la réduction du cours cible d'ACQ à \$60.00, contre \$64.00 auparavant; les possibilités de fusions et acquisitions et la vigueur du marché des voitures d'occasion nous permettent toutefois de rester du côté acheteur). Les meilleures idées directionnelles parmi les sociétés à grande capitalisation sont WSP, TIH et SNC, et celles parmi les sociétés à moyenne et petite capitalisations, ATA, SJ, NOA et IBG.

Symb.	Cote du titre	Δ	12 mois		Cours 10/28	Cap. bours. (M)	Dernier exerc. déclaré	BPA dilué			C/B		BAIIA (M)			VE/BAIIA		Div. %	Dette nette/BAIIA Ex1
			Cours cible	Δ				(A) Dern. Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	(A) Dern. Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2		
Aecon Group	ARE	RS	\$23.50		\$20.11	\$1,213	12 - 2020	\$1.16	\$0.95	\$1.43	15.0x	13.6x	\$255	\$245	\$276	6.7x	6.6x	3.5%	1.5x
Bird Construction Inc.	BDT	RS	\$11.50		\$10.07	\$539	12 - 2020	\$0.71	\$0.89	\$0.94	11.3x	10.7x	\$69	\$98	\$107	5.1x	4.7x	3.5%	trésorerie nette; n.s.
Finning International Inc.	FTT	RS	\$44.00		\$36.58	\$5,934	12 - 2020	\$1.14	\$1.81	\$2.20	20.2x	16.6x	\$636	\$780	\$900	8.9x	7.8x	2.5%	1.3x
IBI Group Inc.	IBG	RS	\$14.00		\$12.00	\$376	12 - 2020	\$0.48	\$0.72	\$0.83	15.3x	14.4x	\$47	\$53	\$54	9.5x	9.4x	0.0%	0.8x
North American Construction Group Ltd.	NOA	RS	\$27.00	↑	\$21.53	\$612	12 - 2020	\$1.74	\$0.00	\$0.00	0.0x	0.0x	\$175	\$0	\$0	0.0x	0.0x	0.7%	2.0x
Ritchie Bros. Auctioneers	RBA	RM	US\$65.00		US\$67.37	\$7,432	12 - 2020	US\$1.59	US\$1.74	US\$2.16	38.8x	31.1x	US\$352	US\$365	US\$458	24.0x	19.1x	1.5%	3.5x
SNC-Lavalin	SNC	RS	\$44.00		\$34.74	\$6,099	12 - 2020	-\$0.67	\$1.63	\$2.58	13.4x	11.7x	\$93	\$584	\$730	9.1x	8.2x	0.2%	1.9x
Stantec Inc.	STN	RM	\$72.00	↑	\$67.74	\$7,536	12 - 2020	\$2.13	\$2.30	\$2.84	29.5x	23.8x	\$435	\$432	\$553	19.8x	15.5x	1.0%	2.3x
Toromont Industries Ltd.	TIH	RS	\$125.00		\$108.77	\$8,983	12 - 2020	\$3.09	\$3.89	\$4.60	28.0x	23.7x	\$539	\$624	\$706	14.5x	12.8x	1.3%	0.0x
WSP Global	WSP	RS	\$168.00		\$168.96	\$19,744	12 - 2020	\$3.34	\$4.74	\$5.63	35.6x	30.0x	\$801	\$1,040	\$1,222	20.3x	17.2x	0.9%	0.0x
AutoCanada	ACQ	RS	\$60.00	↓	\$43.01	\$1,163	12 - 2020	\$0.44	\$3.75	\$4.05	11.5x	10.6x	\$83	\$187	\$212	6.9x	6.1x	0.0%	0.2x
Stelco	STLC	RS	\$60.00	↓	\$42.47	\$3,284	12 - 2020	-\$0.60	\$20.25	\$7.84	2.1x	5.4x	\$63	\$2,123	\$936	1.5x	3.5x	1.9%	0.0x
ATS Automation	ATA	RS	\$48.50		\$40.92	\$3,769	12 - 2020	\$1.07	\$1.74	\$1.82	23.5x	22.5x	\$181	\$272	\$285	15.1x	14.4x	0.0%	1.2x
ABC Technologies	ABCT	RM	\$9.00	↓	\$7.47	\$392	12 - 2020	NM	-\$0.22	-\$0.09	-26.7x	-67.6x	\$89	\$133	\$111	4.4x	5.3x	2.0%	2.5x
Stella-Jones	SJ	RS	\$52.00		\$44.96	\$2,940	12 - 2020	\$3.12	\$3.59	\$3.34	12.5x	13.5x	\$343	\$371	\$348	9.8x	10.4x	1.6%	1.8x
Médiane											15.0x	13.6x				9.1x	8.2x	1.3%	

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

Multiplicateurs rajustés en fonction des investissements en concessions



Endri Leno
Analyste
416 869-8047

Adjoints :
Eduardo Garcia Hubner
416 869-7476
Stephen Kwai
416 869-7571

Sélections

- › [Dialogue Health](#)
- › [H₂O Innovation](#)
- › [Knight Therapeutics](#)
- › [Medical Facilities](#)

Points saillants d'octobre 2021

H₂O Innovation (TSX.V: HEO)

Le 6 octobre, FBN a reçu l'équipe de haute direction de HEO dans le cadre de rencontres avec des investisseurs, qui ont été bien accueillies. En plus de donner un aperçu des résultats d'exploitation et des résultats financiers de HEO et des progrès significatifs réalisés au cours des dernières années, la haute direction a également discuté des points suivants : 1) les débouchés sur le marché en pleine croissance du dessalement et de la réutilisation de l'eau, compte tenu de la présence et de l'expérience actuelles de HEO en Amérique du Nord (pour la réutilisation de l'eau) et au Moyen-Orient/Afrique du Nord (pour le dessalement); 2) les répercussions éventuelles des augmentations de prix et des inefficacités au sein de la chaîne d'approvisionnement et des marchés de l'emploi tendus, pour lesquels HEO dispose de certains avantages structurels; et 3) la réserve d'acquisitions, qui reste solide. À ce titre, HEO s'est engagée à conclure des acquisitions présentant des multiples raisonnables. Elle envisagerait probablement de financer les acquisitions à venir par des emprunts, compte tenu de son faible niveau d'endettement actuel (son ratio dette nette-BAILA E+1 s'élevant à 0.6x) et de ce qu'il serait après les acquisitions, soit environ 3x, ce qui se situe dans la zone de confort de la direction.

Notre opinion à propos de la société demeurant positive, nous réitérons la cote Rendement supérieur et le cours cible de \$3.25, ce qui implique un ratio VE/BAILA E+1 d'environ 15x. Notre parti pris positif repose sur 1) le fait que HEO affiche une croissance rentable grâce à l'importance qu'elle accorde aux revenus récurrents et aux travaux à marge supérieure; 2) les multiples efforts visant à améliorer les résultats; et 3) diverses tendances macroéconomiques positives, notamment le vieillissement de l'infrastructure de l'eau aux États-Unis, l'augmentation des besoins en matière de dessalement/réutilisation de l'eau, l'externalisation par les municipalités de l'exploitation et de la maintenance des installations d'eau, la fragmentation du secteur, etc. Les catalyseurs à court et moyen terme comprennent : 1) les activités de fusion et d'acquisition, et 2) le passage éventuel à la Bourse de Toronto.

Dialogue Technologies de la Santé (TSX : CARE)

Pour CARE, nous avons publié une note sur nos attentes à l'égard des résultats du T3 2021, ainsi qu'un certain nombre de thèmes sur lesquels nous chercherons à obtenir des données à jour, notamment 1) le nombre de membres (nous estimons qu'il est d'environ 1 560 000 contre 1 453 000 au T2 2021); 2) l'intégration des membres de la Sun Life et de Canada-Vie, qui, d'après nos estimations, se situe environ entre 20%-30% à peine, ce qui suggère une importante marge de croissance des membres; 3) les variations du taux d'attachement (1.10 et +0.02 t/t au T2 2021) et des produits récurrents annuels (\$70 millions au T2 2021); 4) l'avancement de l'intégration d'Optima, qui fait face à un trimestre plus lent en raison de la saison; et 5) tout changement dans le paysage concurrentiel, qui pourrait voir plus de nouveaux venus étant donné une augmentation significative du financement par capital-risque dans le secteur de la télésanté au S1 2021.

Nous avons également discuté de la nouvelle unité commerciale de la Sun Life (TSX : SLF) (Sun Life Health), qui est chargée d'améliorer l'intégration des solutions de santé et des solutions numériques qui seront alimentées par la plateforme de CARE (appelée Lumino Santé chez SLF). Nous considérons cette annonce comme positive et comme une confirmation de nos prévisions de croissance continue pour CARE.

Les valorisations de ses pairs s'étant comprimées, nous avons également ramené le multiple VE par action cible de CARE pour 2023e à 6.0x (auparavant 8.0x), ce qui se traduit par un cours cible de \$14.00 (auparavant \$18.00). Sur la base des prévisions de croissance continue et de l'attrait de l'approche, de la plateforme et de l'expérience utilisateur intégrées de CARE, nous maintenons la cote Rendement supérieur.

				Capitalisation		Actions				Dernier		FTDPAD			BAIIA (M)					Dette	Dette nette/	Cours
				boursière	e.c.	Cours	quartier	Rendement				C/FTDA					VE/BAIIA		Nette	BAIIA	cible	
	Symb.	titre	Δ	(M)	(M)	10/28	déclaré	actuel	Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	(M)	Ex1	12 mois	
																					Δ	
Santé et biotechnologie																						
Akumin	AKU.u	RM	156.47	87.9	1.78u	1/2021	0.0%	0.01u	0.18u	0.22u	9.9	8.1	53.7u	88.6u	197.1u	15.1	6.8	1,156.1u	5.9	3.50u	↑	
Andlauer Healthcare Group	AND	RM	1,941.72	41.5	46.77	2/2021	0.4%	0.81	1.21	1.47	38.6	31.9	78.9	109.4	136.2	19.8	15.9	223.6	1.6	49.00		
Dialogue Health Technologies	CARE	RS	406.31	65.5	6.20	2/2021	0.0%	-	(0.32)	(0.14)	nmf	nmf	(16.9)	(18.2)	(5.5)	nmf	nmf	-	-	14.00		
IMV Inc.	IMV	RM	136.95	67.8	2.02	2/2021	0.0%	(0.49)	(0.38)	(0.55)	nmf	nmf	(27.3)	(29.9)	(42.9)	nmf	nmf	-	-	4.25		
Jamieson Wellness	JWEL	RS	1,528.03	40.2	38.05	2/2021	1.6%	1.17	1.30	1.33	29.2	28.5	88.0	98.7	104.8	17.2	16.1	165.6	1.6	42.75		
Knight Therapeutics	GUD	RS	653.79	126.0	5.19	2/2021	0.0%	0.09	0.23	0.33	23.0	15.6	16.8	39.1	56.2	13.4	9.3	-	-	7.75		
Medical Facilities Corp.	DR	RS	288.04	31.1	9.26	2/2021	3.0%	0.96u	1.01u	1.00u	7.5	7.7	57.3u	60.7u	58.7u	5.9	6.2	85.8u	1.9	12.00		
Theratechnologies	TH	RM	412.78	95.1	4.34	3/f2021	0.0%	(0.15)u	(0.13)u	0.05u	nmf	72.4	(7.1)u	(8.3)u	8.8u	nmf	36.2	-	-	3.75		
Situations spéciales																						
H2O Innovation	HEO	RS	204.33	85.1	2.40	4f2021	0.0%	0.08	0.09	0.12	28.1	20.7	14.6	16.3	18.5	13.2	11.7	11.5	0.6	3.25		
K-Bro Linen	KBL	RM	392.33	10.6	37.00	2/2021	3.2%	2.49	2.31	2.77	16.0	13.3	43.8	45.0	53.0	10.8	9.2	93.4	1.8	46.00		
Rogers Sugar	RSI	RM	582.72	103.7	5.62	3/f2021	6.4%	0.37	0.42	0.42	13.4	13.3	92.3	97.8	102.1	9.5	9.2	361.7	3.5	5.00		
Chemtrade Logistics Income Fund	CHE.UN	RS	829.72	103.6	8.01	2/2021	7.5%	0.52	0.58	0.96	13.9	8.4	265.3	253.2	313.7	8.8	6.5	1,207.9	3.9	9.50		

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

u = dollars US

Source: Rapports des sociétés, FBN, Refinitiv



Jaeme Gloyn, CFA
Analyste
416 869-8042

Adjointe :
Julia Gul : 416 869-7495

Sélections

- › Trisura Group
- › Home Capital Group
- › Element Fleet Management

Aperçu du financement hypothécaire

Des maisons hantées? Plutôt des maisons vantées

Dans l'ensemble, notre position favorable décrite au début de l'année reste intacte. Alors que le refroidissement des ventes de maisons fait la une des journaux – comme il était à prévoir avec le retour à la normale –, les ventes restent fortes. Selon l'ACI, au T3 2021, les ventes ont diminué de 16% a/a, mais elles ont dépassé de 16% les niveaux de 2019. Cela augure bien de la vigueur continue de la croissance. Gardez à l'esprit que les prévisions du T3 en matière d'octroi de prêts reflètent les fortes ventes réalisées cet été en raison du décalage typique entre le moment de la vente d'une maison et de son financement hypothécaire : i) les ventes de maisons au T2 2021 ont augmenté de 87% a/a; et ii) le volume en dollars des ventes en mai/juin/juillet a augmenté de 51% a/a et celui des ventes en juin/juillet/août, de 11% a/a.

Notre thèse est également soutenue par les éléments suivants : i) l'immigration, qui reste inférieure à l'objectif de 400 000 nouveaux Canadiens pour chacune des années 2021-2023 – un segment d'emprunteurs clé pour les prêteurs non traditionnels HCG/EQB; ii) la reprise de l'emploi la plus rapide jamais enregistrée; et iii) l'épargne excédentaire massive des ménages canadiens. Maintenant, la grande question est de savoir quand le BSIF assouplira les restrictions sur le déploiement des fonds propres. Nous pensons que cela pourrait se produire dès le 4 novembre, lorsque le surintendant rendra compte des priorités et du programme stratégique du BSIF.

	Symb.	Cote du titre	Δ	Cap. bours. (Md)	Actions e.c. (M)	Cours 10/28	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B FE1	FE2	VCPA			C/VC FE1	FE2	Div. %	Cours cible 12 mois	Δ
								dernier exerc.	est. FE1	est. FE2			dernier trimest.	est. FE1	est. FE2					
Financement hypothécaire																				
Equitable Group	EQB	RS		2.66	33.9	78.53	12/2020	6.31	7.77	8.27	10.1	9.5	50.97	54.59	61.71	1.4	1.3	0.9%	93.00	↕
First National Financial	FN	RM		2.47	60.0	41.15	12/2020	3.17	3.75	4.29	11.0	9.6	9.11	9.27	10.84	4.4	3.8	5.7%	52.00	↕
Home Capital Group	HCG	RS		2.02	50.3	40.22	12/2020	3.55	4.94	5.34	8.1	7.5	35.32	37.60	42.43	1.1	0.9		59.00	↕
Timbercreek Financial	TF	RM		0.79	81.0	9.79	12/2020	0.67	0.71	0.73	13.9	13.3	8.48	8.52	8.56	1.1	1.1	7.0%	10.00	↕
Financement spécialisé																				
ECN Capital	ECN	RS		2.62	243.5	10.77	12/2020	US 0.13	US 0.34	US 0.22	25.9	38.9	US 2.82	US 3.20	US 3.10	2.7	2.8	1.1%	12.50	
Element Fleet Management	EFN	RS		5.80	428.6	13.53	12/2020	0.77	0.75	0.89	18.0	15.3	7.20	7.19	7.67	1.9	1.8	1.9%	19.00	
goeasy	GSY	RS		3.25	16.5	196.96	12/2020	7.57	10.32	11.63	19.1	16.9	45.40	49.31	57.53	4.0	3.4	1.3%	196.00	
Brookfield Business Partners	BBU	RS		US 7.13	US 148.3	US 48.11	12/2020	-US 1.13	US 1.60	-US 1.75	30.0	nmf	US 28.48	US 31.93	US 40.33	1.5	1.2	0.5%	US 62.00	↕
Power Corporation of Canada	POW	RM		28.28	676.5	41.80	12/2020	3.00	4.49	4.08	9.3	10.2	33.48	34.40	36.64	1.2	1.1	4.3%	45.00	
Entreprises de RH																				
LifeWorks Inc.	LWRK	RS		2.2	70.2	31.94	12/2020	0.80	-0.03	1.15	nmf	27.8	8.48	8.56	9.05	3.7	3.5	2.4%	41.00	
Bourses des valeurs																				
TMX Group	X	RM		7.57	56.1	134.84	12/2020	5.88	7.02	7.12	19.2	18.9	65.19	66.57	69.78	2.0	1.9	2.3%	154.00	↕
Assurance																				
Intact Financial Corp.	IFC	RS		29.68	176.1	168.57	12/2020	9.92	9.82	10.14	17.2	16.6	77.67	77.51	83.28	2.2	2.0	2.0%	209.00	↕
Trisura Group Ltd.	TSU	RS		1.73	41.1	42.00	12/2020	0.92	1.40	1.50	30.0	28.0	8.03	8.66	10.11	4.9	4.2		58.00	
Fairfax Financial Holdings	FFH	RS		13.09	25.9	504.82	12/2020	US 6.29	US 129.58	US 56.63	3.1	7.2	US 540.62	US 601.55	US 651.93	0.7	0.6	2.5%	775.00	
Gestion d'actifs																				
Fiera Capital Corp.	FSZ	RM		1.10	103.7	10.60	12/2020	1.38	1.36	1.33	7.8	8.0	4.05	4.21	4.44	2.5	2.4	7.9%	12.00	
IGM Financial Inc.	IGM	RS		11.75	238.9	49.18	12/2020	3.20	3.93	4.33	12.5	11.4	25.62	26.60	28.70	1.8	1.7	4.6%	58.00	

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.*

Mullen, première à déclarer ses résultats pour le T3, présente des résultats largement conformes aux attentes; le carnet de commandes d'Enerflex s'étoffe?

Maintien d'un point de vue positif à l'égard de Mullen à la suite de la publication de ses résultats pour le T3.

Au T3, Mullen a déclaré un BAIIA de \$64.4 millions (compte non tenu d'une augmentation de \$0.1 million attribuable à la SSUC), ce qui correspond à notre estimation de \$64.1 millions, mais est inférieur de 4.5% à l'estimation des analystes, soit \$67.4 millions. À la même période, MTL a inscrit un chiffre d'affaires record de \$432.5 millions (les cinq acquisitions réalisées au début de l'année 2021 ont permis d'atteindre un sommet trimestriel), dépassant de 8% l'estimation de FBN et celle du consensus. Les marges de BAIIA (14.9%) ont manqué de 117 pb notre prévision de 16.1%, en grande partie à cause de la faiblesse de la contribution des acquisitions récentes aux marges et des résultats plus faibles que prévu du secteur des services spécialisés et industriels, qui a continué à être entravé par les restrictions liées à la COVID-19 et les retards temporaires dans les travaux de construction de pipelines en C.-B. Dans les perspectives du T3, Mullen a souligné les pressions inflationnistes et les contraintes de main-d'œuvre comme des défis à court terme à contrer au moyen

d'une augmentation du coût des services logistiques. À la lumière des résultats trimestriels, nous révisons nos estimations comme suit : nous augmentons légèrement celles du chiffre d'affaires, nous modérons celles des marges et nous laissons largement inchangées celles du BAIIA annualisé. Par conséquent, nous réitérons notre cours cible de \$16.50, établi en fonction d'un ratio VE/BAIIA 2022e de 7.8x, ce qui reste inférieur de plus de 100 pb à la moyenne annuelle à terme de MTL après 2014, soit 8.7x. Nos prévisions impliquant une valorisation attrayante et un bilan stable (dette nette/BAIIA DDM 2022e <2.0x), nous maintenons notre point de vue positif et notre cote Rendement supérieur.

Si l'histoire se répète, les commandes et le carnet de commandes du secteur de la fabrication d'Enerflex pourraient connaître une reprise significative au T3 2021.

Nous notons que, depuis le creux du T3 2020, qui s'est établi à environ \$23 millions, les nouvelles commandes ont augmenté pendant trois trimestres consécutifs (pour atteindre \$155 millions au T2 2021), entraînant une augmentation séquentielle du carnet de commandes au cours des deux derniers trimestres (d'un creux d'environ \$143 millions à la fin de 2020, il est passé à \$259 millions à la fin du T2 2021).

Si l'on regarde ce qui s'est produit au cours du précédent ralentissement (en 2016), nous constatons que, à partir d'un volume similaire au T2 2016 (environ \$154 millions), les nouvelles commandes d'EFX ont connu une croissance séquentielle significative au T3 de 2016 (augmentation d'environ 140% t/t). L'histoire pourrait-elle se répéter? Nous notons que, en Amérique du Nord, le nombre d'appareils de forage actifs était en moyenne d'environ 600 au T3 2016 et d'environ 700 à la mi-octobre, nombres similaires à ceux observés aux périodes correspondantes de 2021 (en moyenne d'environ 646 au T3 2021 et d'environ 710 à la mi-octobre). Étant donné que nous nous attendons à des dépenses d'investissement relativement plus modérées dans le secteur de l'exploration et de la production à la sortie du présent ralentissement, nous serions (agréablement) surpris de voir une augmentation similaire d'environ 140% t/t au troisième trimestre de 2021, mais nous pensons que le potentiel est là pour aider à soutenir une augmentation a/a significative du BAIIA à l'avenir,

comme nous l'avons vu en 2017 (passant de \$190 millions en 2016 à \$210 millions). Bien que nous soulignons que le carnet de commandes des Systèmes d'ingénierie était plus favorable aux perspectives de ce secteur à ce stade du ralentissement de 2016 (avec un carnet de commandes de \$345 millions à la sortie du T2 2016, soit 33% de plus que les \$259 millions à la sortie du T2 2021), du point de vue de la génération globale de BAIIA, nous pensons que l'augmentation, ces dernières années, des secteurs à revenus récurrents d'EFX fait plus que compenser le carnet de commandes relativement faible à ce stade, d'autant plus que les revenus de ces secteurs ont une marge considérablement plus élevée que les revenus du secteur de la fabrication. Nous soulignons que les revenus récurrents trimestriels en 2017 se sont élevés en moyenne à environ \$115 millions, ce qui est bien inférieur à ce que nous avons vu ces dernières années, étant donné l'accumulation associée dans les équipements de location d'EFX. **Nous réitérons notre cote Rendement supérieur et notre cours cible de \$12.50, qui repose sur un ratio VE/BAIIA 2022e de 7.0x, légèrement supérieur au ratio VE/BAIIA à terme moyen historique d'EFX, soit 6.4x, mais inférieur au ratio moyen de 7.4x atteint aux troisième et quatrième trimestres de 2016 (qui ont évolué entre 6.9x et 8.0x au cours de cette période, que nous soupçonnons d'avoir augmenté en prévision d'une contribution future plus importante des Systèmes d'ingénierie).**

	Symb.	Cote du titre		Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 10/28	BAIIA (M)			VE/BAIIA			Dette nette BAIIA 2021e	12 mois cours		Δ
		titre	Δ				2020	2021e	2022e	2020	2021e	2022e		Target	Return	
Ag Growth International Inc.	AFN	R		517.35	18.8	27.55	149.3	R	R	8.7	R	R	R	R	R	
CES Energy Solutions Corp.	CEU	RS		514.88	254.9	2.02	83.3	136.2	158.8	9.7	5.9	6.0	2.1	2.75	39%	
Enerflex Ltd.	EFX	RS		945.62	89.8	10.53	191.3	152.5	203.6	6.8	8.2	6.1	2.1	12.50	19%	↑
Green Impact Partners Inc.	GIP	RS		131.95	20.3	6.50		5.0	9.8		21.9	18.1	-4.3	11.25	73%	
Mullen Group Ltd.	MTL	RS		1233.63	95.3	12.94	191.5	218.7	265.0	8.5	8.3	6.5	2.7	16.50	31%	↑
Pason Systems Corp.	PSI	RM		764.01	82.8	9.23	39.5	64.1	86.2	15.6	9.7	7.0	-2.2	11.00	21%	
Shawcor Ltd.	SCL	RS		374.82	71.0	5.28	43.8	102.2	130.0	15.1	6.2	4.5	2.6	8.75	66%	

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

US = dollars US

Source: Rapports des sociétés, Refinitiv, FBN



Zachary Evershed, CFA
Analyste
514 412-0021

—
Adjoint :
Thomas Bolland : 514 871-5013

Sélections

- › Alaris
- › Dexterra
- › Hardwoods

Rachat de Federal Resources pour \$101.9 millions : TRI de 19%+

Le 26 octobre, Alaris a annoncé le rachat de Federal Resources à la suite de la vente du partenaire à une tierce partie. Le prix de rachat s'est élevé à US\$80,9 millions, ou \$101.9 millions; combiné aux distributions reçues, Alaris a plus que doublé son investissement en un peu plus de six ans grâce à un rendement de 11.3%, ce qui représente un TRI hors endettement de plus de 19%.

Rechargement pour un redéploiement vers des partenaires nouveaux et existants

En tenant compte du rachat de FED, nous calculons que le crédit disponible d'Alaris totalise désormais \$142.8 millions, tandis que son levier financier s'établit à 2.1x (en excluant les titres convertibles), libérant des capitaux susceptibles d'être redéployés vers les partenaires. Nous prévoyons un ratio de distribution de 65% en 2022e, ce qui se situe dans le bas de la fourchette du ratio annualisé prévu par la direction. Bien qu'à court terme l'élimination de la distribution de US\$11.3 millions de FED réduise les revenus et le BALIA du fait que le BPA profite en partie de la baisse des frais de financement, à moyen et long terme, nous pensons qu'Alaris sera en mesure de redéployer les US\$80.9 millions qu'elle a reçus vers des partenaires nouveaux et existants en fonction d'un rendement de 13-15%, ce qui lui permettra ainsi de récupérer les revenus perdus. Alaris pourrait libérer des capitaux supplémentaires dans les mois à venir si le rachat de Kimco se concrétise, ce qui pourrait ajouter environ US\$60 à 70 millions aux capitaux d'AD susceptibles d'être déployés, moyennant un coût de US\$4.7 millions en distributions annuelles (impact d'environ 1% sur notre ratio de distribution pour 2022e).

Le TCAC de la prime de sortie de 3% souligne la prudence des prévisions

Lors du rachat, Alaris a touché une prime de 20.7% pour son placement dans FED par rapport au montant initial déployé, ce qui représente un TCAC de 3.0% sur la durée de vie du partenariat, soit 6.4 ans. Cela dépasse largement l'hypothèse de 1.5% que nous avons utilisée pour calculer les FTD à long terme, ce qui souligne la prudence de notre modèle. Si nous devons augmenter notre hypothèse de TCAC de la prime de sortie à 3%, ce qui est toujours en deçà de la moyenne historique de 5.1% enregistrée sur 12 rachats

de partenaires, notre cours cible augmenterait d'environ \$3.50.

Rendement supérieur et cours cible de \$27

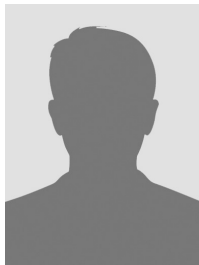
Le rachat de FED étant conforme aux attentes, nous réitérons notre cote Rendement supérieur et laissons inchangé notre cours cible, soit \$27, résultat d'une analyse des FTD à long terme basée sur un taux d'actualisation de 12.6% et quatre hypothèses principales : 1) un taux de croissance des distributions des partenaires de 1.5% (moyenne historique de 3.3%); 2) des déploiements nets annuels vers les partenaires de \$35 millions (moyenne historique de \$68 millions); 3) des radiations au titre des partenaires de 4% par année (moyenne historique de 2.2%); et 4) un TCAC de la prime de sortie de 1.5% (moyenne historique de 5.1%). Notre cours cible repose sur un ratio VE/BALIA 2022e de 12.9x et un ratio C/B 2022e de 15.7x, ce qui se compare favorablement aux pairs.

	Symb.	Cote du titre	Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 10/28	Dernier exerc. déclaré	BPA dilué			C/B		BAIIA (M)			VE/BAIIA		Div. %	Dette nette/BAIIA Ex2	12 mois Cours cible	Δ
								(A)	est.	est.			(A)	est.	est.						
								Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2				
Alaris Equity Partners Income Trust	AD	RS		830.5	45.0	18.47	12/2020	0.51	1.98	1.71	9.3	10.8	85.6	121.3	119.6	9.6	9.7	7.1%	3.7	27.00	
Boyd Group Services Inc.	BYD	RM		5,196.7	21.5	242.02	12/2020	1.97	2.39	5.84	83.7	34.3	220.0	246.8	382.0	20.4	13.0	0.2%	1.8	255.00	
Cascades	CAS	RS		1,503.8	103.3	14.56	12/2020	1.95	0.58	1.59	25.1	9.2	675.0	455.8	597.2	7.1	5.3	3.2%	2.9	19.00	
Dexterra Group Inc.	DXT	RS		583.8	65.1	8.97	12/2020	1.24	0.43	0.55	20.8	16.2	36.1	77.9	86.5	8.3	7.0	3.9%	0.9	12.50	
Doman Building Materials	DBM	RS		589.1	86.6	6.80	12/2020	0.78	1.17	0.83	5.8	8.2	143.1	209.8	191.6	5.8	6.4	7.5%	4.3	12.00	
GDI Integrated Facility Services	GDI	RS		1,197.2	22.9	52.19	12/2020	2.11	2.37	2.28	22.1	22.9	104.9	139.0	133.2	9.6	9.4	0.0%	1.2	67.00	
Hardwoods Distribution	HDI	RS		895.3	21.6	41.54	12/2020	1.52	3.53	3.11	9.8	11.1	72.7	153.2	158.9	8.3	7.7	1.0%	1.2	60.50	
Intertape Polymer Group Inc.	ITP	RS		1,701.8	60.5	28.12	12/2020	1.51	1.98	2.14	11.3	10.5	211.2	254.7	277.7	7.4	6.6	3.0%	2.0	40.00	
KP Tissue	KPT	RM		106.1	9.8	10.80	12/2020	0.53	0.24	0.62	45.6	17.5	197.8	165.2	226.8	7.9	7.5	6.7%	4.2	11.00	
Neighbourly Pharmacy Inc.	NBLY	RM		1,049.8	34.4	30.50	03/2021	(19.88)	(7.42)	0.48	nmf	64.2	35.1	51.6	75.8	22.1	16.4	0.6%	0.9	35.00	↑
Park Lawn Corporation	PLC	RS		1,107.9	30.2	36.65	12/2020	1.16	1.36	1.47	27.0	24.9	79.9	94.2	106.1	14.2	13.1	1.2%	2.1	44.50	
Richelieu Hardware	RCH	RM		2,457.2	56.5	43.46	11/2020	1.50	2.37	2.15	18.3	20.2	154.5	223.9	207.1	10.8	11.0	0.6%	0.1	48.00	↑
Savaria Corporation	SIS	RS		1,267.5	64.4	19.69	12/2020	0.56	0.73	1.05	27.1	18.8	59.8	106.2	132.8	15.3	12.0	2.4%	2.5	24.50	
Uni-Sélect	UNS	RS		741.4	42.4	17.49	12/2020	(0.18)	0.72	1.10	19.5	12.8	88.8	127.5	145.3	8.2	6.9	0.0%	2.4	22.00	

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



John Shao
Analyste
416 869-7938

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



Richard Tse
Analyste
416 869-6690

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

Sélections

- › **Docebo**
- › **Kinaxis**
- › **Lightspeed**
- › **Magnet Forensics**
- › **Nuvei**
- › **Shopify**
- › **TELUS International**
- › **Thinkific**

Les cours témoignent de grandes espérances

Comme le marché anticipe des résultats largement positifs à l'approche de la saison prochaine de publication des résultats du T3, notre réflexe est de recommander plus de prudence. Selon nous, ces grandes espérances pourraient déjà dans une large mesure avoir été intégrées aux cours des actions du secteur. Depuis le début de l'année, l'indice S&P de la technologie est en hausse de 21.8%, contre 21.9% pour l'indice S&P. Au Canada, l'indice TSX de la technologie est en hausse de 24.5% depuis le début de l'année, contre +21.8% pour l'indice TSX général. Nous conseillons de prêter les titres dont les valorisations ne sont pas exagérément élevées comme CGI, Kinaxis, TELUS International, Tecsys et Thinkific. Pour autant, malgré notre prudence, nous restons optimistes à long terme et croyons que le marché n'en est qu'aux débuts de sa transformation numérique. Nous maintenons ainsi une approche opportuniste (attendant des replis) avec des titres tels que Docebo, Lightspeed, Magnet Forensics, Nuvei et Shopify. Voici ci-dessous une mise à jour sur certains de nos titres auxquels nous attribuons la cote Rendement supérieur :

- › **Nuvei** reste une société chef de file dans le secteur du traitement des paiements, avec un intérêt différencié pour les marchés à la croissance exponentielle. La société accepte des paiements sur 204 marchés mondiaux et propose 480 méthodes de paiement alternatives (MPA) dans près de 150 devises. Selon nous, cette portée ainsi que le fait que Nuvei se concentre sur des segments à forte croissance tels que les jeux réglementés en ligne contribuent à la croissance démesurée de la société. Pour l'avenir, nous pensons que la société saura alimenter sa croissance exceptionnelle grâce aux changements structurels du secteur et aux acquisitions relatives, comme celle de Simplex, actuellement en cours et qui devrait être clôturée au deuxième semestre de cette année; cette opération élargira les perspectives de Nuvei dans le secteur des cryptomonnaies.
- › **Lightspeed** continue de capter des parts de marché en utilisant une stratégie de croissance endogène et par acquisitions, ce qui fortifie sa position croissante

de chef de file dans ses segments cibles de la vente au détail complexe et de la restauration. Autre élément impressionnant, la résilience de la société et sa capacité d'évoluer pendant la crise de la COVID. Pour l'avenir, quand la pandémie finira (espérons-le) par être chose du passé, nous pensons qu'une normalisation de la situation amplifiera grandement ses capacités à prospérer. Selon nous, les acquisitions récentes d'Ecwid et de NuOrder améliorent encore la plateforme innovante de la société. Avec son offre élargie, Lightspeed est encore mieux positionnée pour continuer de remporter de considérables parts de marché.

- › **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, 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 allant de l'automobile (pénuries de semi-conducteurs) à la construction résidentielle (bois d'œuvre). Du fait de la complexité de la technologie de la société, les conversions en produits de ses projets ont traîné en longueur en 2020. Mais ceux-ci n'ont fait que s'accumuler pour atteindre des niveaux records, avec des chiffres inédits dans la fidélisation des clients ces derniers trimestres.
- › **Shopify** reste selon nous la principale plateforme technologique pour le commerce électronique. Pour les investisseurs, nous continuons d'entrevoir de nombreuses perspectives de croissance, à savoir : 1) expansion internationale, 2) l'augmentation du taux d'adoption de nouveaux services; 3) accomplissement; et 4) croissance de la taille de l'entreprise, sans compter ce que nous croyons être une mutation accélérée du secteur vers le commerce en ligne. Ce sont ces moteurs qui offrent le potentiel d'une augmentation significative du chiffre d'affaires à l'avenir et, compte tenu de l'exécution jusqu'à présent, nous pensons qu'il est raisonnable de tenir compte de ces facteurs potentiels dans le prix du titre étant donné l'historique d'exécution.

	Symb.	Cote du titre	Δ	Cap.	Actions	Cours	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B		BAIIA (M)			VE/BAIIA		Valeur compt.	Ratio d'endet.	Cours cible	
				bours.	e.c.			(A)	est.	est.			(A)	est.	est.					12 mois	Δ
				(M)	(M)			10/28	Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1			Ex2	
Altus Group Limited	AIF	RS		2,935	44.4	66.08	2020	1.66	1.79	2.31	37.0	28.6	98.9	110.7	149.1	26.5	19.7	9.2u	38%	70.00	↑
Blackline Safety Corp.*	BLN	RS		438	60.0	7.30	2020	(0.14)	(0.49)	(0.38)	NMF	NMF	5.5	(10.5)	(6.3)	NMF	NMF	0.8u	0%	10.00	
CGI Inc.	GIB.A	RS		28,527	249.5	114.32	2020	4.68	5.36	5.93	21.3	19.3	2426.3	2437.7	2598.7	12.5	11.8	26.5	33%	135.00	
Constellation Software Inc.	CSU	RM		47,598	21.2	2,246.08	2020	36.06u	46.77u	55.63u	38.8	32.6	1,237.0u	1,513.1u	1,561.8u	25.5	24.7	62.4u	44%	2100.00	↓
Docebo Inc.	DCBO	RS		3,335	32.8	101.65	2020	(0.13u)	(0.26u)	0.03u	NMF	NMF	(2.2u)	(5.8u)	1.9u	NMF	NMF	193.8u	0%	100.00u	
Farmers Edge Inc.	FDGE	RM		209u	41.9	5.00u	2020	(2.02u)	(1.11u)	(1.17u)	NMF	NMF	(45.9u)	(31.1u)	(38.1u)	NMF	NMF	3.4u	1%	6.00	
Kinaxis Inc.	KXS	RS		5,369	28.1	190.80	2020	1.11u	0.53u	1.46u	NMF	NMF	53.7u	34.6u	63.3u	118.7	64.9	10.6u	0%	225.00	↑
Lightspeed Commerce	LSPD	RS		13,605u	139.7	97.36u	2021	(0.38u)	(0.31u)	(0.13u)	NMF	NMF	(21.2u)	(35.3u)	(8.7u)	NMF	NMF	14.5u	1%	120.00u	
Magnet Forensics Inc.*	MAGT	RS		1,627u	40.0	40.65u	2020	0.32u	0.23u	0.22u	NMF	NMF	15.4u	13.7u	13.1u	88.2	92.4	2.1u	2%	45.00u	
mdf commerce inc.	MDF	RM		203	33.6	6.04	2021	(0.30)	(0.31)	(0.02)	NMF	NMF	5.1	(2.6)	8.8	NMF	27.4	6.6u	19%	8.00	↓
Nuvei Corporation	NVEI	RS		23,470	146.7	159.97	2020	0.14u	1.66u	2.02u	NMF	NMF	163.0u	301.1u	393.4u	61.5	47.1	10.4u	25%	160.00u	
Open Text Corporation	OTEX	RS		13,822u	274.0	50.45u	2020	3.39u	3.50u	3.52u	14.4	14.3	1,315.2u	1,292.6u	1,341.2u	12.2	11.8	15.0u	47%	60.00u	
Pivotree Inc.*	PVT	RS		124	26.6	4.65	2020	(0.09)	(0.31)	(0.24)	NMF	NMF	5.6	(4.6)	(3.4)	NMF	NMF	2.7	0%	9.00	↑
Real Matters Inc.	REAL	RM		804	85.0	9.46	2020	0.56u	0.46u	0.36u	16.5	21.3	72.2u	57.5u	43.1u	9.9	13.2	1.9u	0%	12.00	
Shopify Inc.	SHOP	RS		181,768u	127.5	1,425.16u	2020	4.01u	6.67u	6.47u	NMF	NMF	454.5u	755.5u	768.2u	NMF	NMF	80.4u	9%	2,000.00u	
Softchoice Corp.*	SFTC	RM		1,870u	63.9	29.27	2020	0.65u	0.55u	0.96u	NMF	30.5	65.5u	66.4u	95.4u	29.1	20.3	0.8u	62%	35.00	↓
Tecsys Inc*	TCS	RS		793	14.5	54.54	2021	0.49	0.23	0.68	NMF	NMF	16.2	11.2	19.1	69.3	40.8	4.61	13%	65.00	
Telus International	TIXT	RS		10,444	268.0	38.97	2020	0.71	0.96	1.27	NMF	NMF	391.2	532.7	655.2	21.6	17.6	6.03	42%	50.00u	
Thinkific Labs Inc.	THNC	RS		734	76.7	11.85	2020	(0.01)	(0.27)	(0.32)	NMF	NMF	(0.4)	(20.0)	(24.3)	NMF	NMF	1.81	0%	20.00	↑

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

u = dollars US

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

Technologies propres et développement durable



Rupert Merer, P. ENG, CFA

Analyste
416 869-8008

Adjoints :

Louka Nadeau : 416 869-7538

Viveck Panjabi : 416 869-6763

Sélections

- › **Innergex**
- › **Boralex**
- › **Northland Power**

Points saillants des sociétés

Les titres des sociétés d'infrastructures publiques dédiées à la production d'énergies renouvelables que nous couvrons se sont bien tenus ces dix dernières années, profitant d'une croissance accrue, de politiques gouvernementales favorables, de taux d'intérêt faibles et de la pénurie d'investissements verts. Certaines de ces actions pourraient conserver cette bonne tenue au cours des cinq prochaines années, car il existe encore de nombreuses occasions de croissance pour les sociétés du secteur. Les craintes liées à l'inflation se répercutent directement sur les valorisations et ont nui à certains des titres que nous couvrons, mais nous pensons que le secteur de l'électricité renouvelable continuera de bénéficier d'un intérêt accru. Avec 44 pays (et l'Union européenne), représentant 70% des émissions dans le monde, engagés maintenant à atteindre la carboneutralité, nous pensons que la conférence COP26 des Nations unies en novembre 2021 pourrait être un élément catalyseur de la croissance du secteur. Nos titres favoris sont INE, BLX et NPI.

► **Innergex énergie renouvelable inc. (INE : TSX; Rendement supérieur; cours cible de \$28) :**

INE compte parmi les plus importants PÉI d'énergie renouvelable du Canada, avec une capacité installée nette de 3,101 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, la stratégie de croissance de 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. Ces derniers mois, INE a clôturé plusieurs acquisitions, à savoir : la participation résiduelle de 50% dans sa coentreprise chilienne Energía Llaimea SpA; la centrale Lican de 18 MW; et une participation de 50% dans Curtis Palmer, un portefeuille d'actifs hydroélectriques au fil de l'eau de 60 MW à New York, en partenariat avec Hydro-Québec. Avec la visibilité dont elle jouit

sur sa croissance à court terme et ses récentes fusions-acquisitions, INE table sur une croissance d'environ 15% de ses FTD normalisés par action d'ici 2025E. Parmi ses projets à un stade avancé figurent le projet éolien Boswell d'environ 332 MW dans le Wyoming, le projet solaire Palomino de 00 MW dans l'Ohio ainsi que des projets éoliens de 40 MW en France qui, bien que de petite envergure, devraient dégager des rendements intéressants. En outre, INE explore des possibilités d'investissements sur de nouveaux marchés, à savoir les systèmes de stockage en batterie et les systèmes d'hydrogène vert. Notre cours cible, qui comprend \$4 par action au titre de la plus-value, est fondé sur des FTA à long terme établis par l'application d'un taux d'actualisation de 4.75% sur les actifs en exploitation.

► **Boralex Inc. (BLX : TSX; Rendement supérieur; cours cible de \$50)**

BLX est un producteur d'énergie renouvelable qui possède des actifs éoliens, solaires et hydroélectriques aux États-Unis, en France et au Canada. Elle a une capacité de production d'environ 2,469 MW essentiellement en vertu de contrats à long terme d'une durée résiduelle moyenne de près de 13 ans. En juin, BLX a présenté son programme stratégique jusqu'en 2025E ainsi qu'une feuille de route jusqu'en 2030E. Le nouveau programme est centré sur la croissance, la diversification, la clientèle et l'optimisation des actifs, ainsi que sur la poursuite de l'intégration de 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 2020R), 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. Au T2 2021R, BLX a ajouté 743 MW à ses projets à un stade peu avancé, dont 553 MW de projets éoliens et solaires aux États-Unis et en France, et 190 MW de projets de stockage d'énergie aux États-Unis. BLX pourrait bien remporter des contrats, ayant près de 840 MW de capacités solaires prêtes à présenter dans le cadre de soumissions dans l'État de New York,

Technologies propres et développement durable

en France et pour des projets d'énergie renouvelable au Québec plus tard cette année. BLX offre un point d'entrée intéressant, la société cherchant à assurer sa prochaine phase de croissance. Notre cours cible, qui comprend \$7 par action de croissance au titre de la plus-value, est fondé sur des FTA à long terme établis par l'application d'un coût des capitaux propres de 4.50% sur les flux de trésorerie d'exploitation.

Northland Power Inc. (NPI : TSX; Rendement supérieur; cours cible \$48) :

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 opérationnelle de 2,705 MW (nets). Environ 95% des revenus tirés des capacités de production de NPI font l'objet de contrats à long terme avec des institutions gouvernementales et, avec sa plateforme de projets éoliens en mer, NPI attire de grands partenaires tels que PKN Orlen en Pologne et Tokyo Gas au Japon, ce qui pourrait faire monter les

rendements. Récemment, NPI a clôturé l'acquisition d'un portefeuille de 551 MW (nets) d'actifs éoliens sur terre et solaires en Espagne, en partie financée par une émission de \$990 millions d'actions en avril. Les fonds restants seront utilisés pour le développement de projets éoliens en mer de 4 GW à 5 GW. En outre, NPI fait avancer son projet éolien Hai Long de 1,044 MW au large des côtes de Taïwan (décision finale d'investissement attendue en 2022E), pour lequel elle a récemment reçu l'autorisation d'utiliser des turbines de 14 MW avec des lames plus longues, ainsi que son projet Baltic de 1.2 GW en Pologne (décision finale d'investissement attendue en 2023E, date d'entrée en service prévue en 2026E), pour lequel elle a conclu dernièrement un contrat sur 25 ans. En outre, NPI a obtenu les financements pour deux de ses projets éoliens sur terre à New York ainsi que pour son projet d'énergie solaire de 16 MW en Colombie, et elle étudie la possibilité de développer des parcs éoliens de 1.8 GW à Taïwan, qui pourraient faire l'objet de soumissions l'année prochaine. En septembre 2021, l'État allemand a mis aux

enchères le projet éolien Nordsee Two d'environ 433 MW (dont 85% ont été adjugés à NPI), et la société pourrait se prévaloir de son droit de préemption. Notre cours cible, qui comprend \$10 par action de croissance au titre de la plus-value, est fondé sur des FTA à long terme établis par l'application d'un coût des capitaux propres de 4.75% sur les flux de trésorerie d'exploitation.

Technologie énergétique	Symb.	Cote du titre	Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 10-28	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B		Ventes par action			C/V		Valeur compt.	Ratio d'endet.	Cours cible		Δ
								(A)	est.	est.	Ex1	Ex2	(A)	est.	est.	Ex1	Ex2			12 mois		
								Dern. Ex.	Ex1	Ex2			Dern. Ex.	Ex1	Ex2					Ex1	Ex2	
5N Plus	VNP	RS		253.3	82	3.10	12/2020	0.06u	0.11u	0.18u	23.8	14.1	2.14u	2.44u	3.08u	1.0	0.8	1.38u	0.20	5.25		
Anaergia Inc.	ANRG	RM		1499.2	59	25.25	12/2020	0.00	0.00	0.00	na	na	3.05	2.63	5.04	9.6	5.0	10.66	0.50	28.00		
Algonquin Power	AQN	R		R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R		
Altius Renewable Royalties Corp	ARR	RS	↑	278.1	26	10.77	12/2020	(0.15)u	(0.05)u	0.03u	nmf	nmf	0.01u	0.02u	0.12u	nmf	nmf	0.33u	0.00	12.50	↑	
Ballard Power Systems	BLDP	RS		5270.6u	298	17.71u	12/2020	(0.20)u	(0.29)u	(0.25)u	nmf	nmf	0.42u	0.34u	0.56u	51.5	31.6	4.67u	0.01	26.00u		
Boralex	BLX	RS		3927.7	103	37.97	12/2020	0.56	0.37	0.65	nmf	58.1	6.44	6.75	7.11	5.6	5.3	12.00	0.65	50.00		
Brookfield Infrastructure	BIP	RS		27880.3u	465	59.95u	12/2020	1.34u	2.36u	1.92u	25.4	31.2	8.81u	10.93u	12.43u	5.5	4.8	46.13u	0.67	64.00u		
Brookfield Renewable	BEP	RM		26076.4u	646	40.39u	12/2020	0.00u	0.00u	0.00u	na	na	3.36u	3.84u	4.08u	10.5	9.9	24.27u	0.35	42.00u		
DIRTT Environmental Solutions	DRT	RM		270.4u	85	3.19u	12/2020	(0.13)u	(0.45)u	(0.10)u	nmf	nmf	2.03u	1.83u	2.35u	1.7	1.4	1.15u	0.20	4.00u		
GFL Environmental Inc.	GFL	RS		18279.3	363	50.42	12/2020	(2.76)	(1.02)	(0.37)	nmf	nmf	11.64	14.69	16.47	3.4	3.1	1.15	0.20	50.00		
Innervex	INE	RS		3617.4	176	20.58	12/2020	(0.23)	(0.44)	0.74	nmf	27.8	3.60	4.07	4.06	5.1	5.1	4.84	0.86	28.00		
The Lion Electric Company	LEV	RS		2884.3u	202	14.31u	12/2020	(3.64)u	(0.45)u	(0.20)u	nmf	nmf	0.77u	0.42u	1.65u	34.0	8.7	1.00u	0.03	19.00u		
Loop Energy Inc	LPEN	RS		147.3	36	4.15	12/2020	(0.50)	(0.76)	(0.79)	nmf	nmf	0.03	0.07	0.40	62.7	10.4	2.49	0.00	12.00		
NanoXplore	GRA	RS		1199.4	158	7.60	06/2021	(0.07)	(0.07)	0.02	nmf	nmf	0.46	0.44	0.57	17.4	13.3	0.69	0.19	8.00		
Next Hydrogen Solutions Inc.	NXH	RM		124.7	23	5.45	12/2020	(0.77)	(1.26)	(0.99)	nmf	nmf	0.00	0.01	0.30	nmf	18.2	1.82	0.11	7.00		
Northland Power	NPI	RS		8820.5	220	40.06	12/2020	1.78	0.92	1.21	43.7	33.0	10.25	9.26	9.20	4.3	4.4	13.05	0.68	48.00		
TransAlta Renewables	RNW	RM		5131.7	267	19.22	12/2020	0.35	0.60	0.69	31.8	28.0	1.64	1.70	1.83	11.3	10.5	7.75	0.19	20.00		
Xebec Adsorption	XBC	RM		429.9	154	2.80	12/2020	(0.33)	(0.16)	0.00	nmf	nmf	0.59	0.80	1.13	3.5	2.5	2.08	0.16	4.50		

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

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

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

u = dollars US

**Adam Shine, CFA**Analyste
514 879-2302**Adjoints :**Ahmed Abdullah : 514 879-2564
Luc Troiani, CFA : 416 869-6585**Sélections**

- › Cineplex
- › Transcontinental
- › Shaw

Shaw Communications Inc.**Malgré les querelles de famille et le litige au Conseil de Rogers, toutes les parties veulent voir la transaction se conclure :**

Suite à l'annonce, le 15 mars 2021, d'un projet d'acquisition par Rogers pour \$40.50, Shaw a maintenu ses prévisions pour 2021 lors de la publication des résultats qui a suivi et qui n'incluait pas de visioconférence avec l'équipe de direction. La situation se répète au T4, avec une publication des résultats le 29 octobre 2021, où nous attendons de voir si la société présente ses prévisions pour 2022. Pendant ce temps, le processus d'approbation de la transaction progresse et fait maintenant l'objet d'un examen par les autorités de réglementation après que les actionnaires de Shaw se sont exprimés en faveur de l'opération le 20 mai 2021 et que le projet a obtenu le feu vert des tribunaux albertains le 25 mai 2021. Le Bureau de la concurrence a déclaré le 5 août 2021 qu'il avait obtenu les ordonnances de la cour (26 juillet 2021 et 1er août 2021) pour faire avancer son examen du projet d'acquisition, laissant à Bell, Quebecor, TELUS et Xplornet un délai maximal de 120 jours pour fournir des informations nécessaires à cet effet sur le secteur sans-fil. La date limite du CRTC pour soumettre une intervention était le 13 septembre 2021, avant le début des audiences le 22 novembre 2021, qui doivent et se concentrent sur les entreprises de distribution de radiodiffusion (EDR) et les entreprises de distribution par SRD (hors secteur sans-fil). Bell et TELUS ont déclaré dans leurs soumissions que la transaction devait être rejetée vu la part de marché importante qui reviendrait à l'ERD dans le Canada anglais. Cogeco a soulevé des inquiétudes et demandé que plusieurs garanties soient imposées en cas d'approbation de la transaction, TELUS suggérant que l'autorité de réglementation impose la vente de Shaw Direct, la cession par la famille Shaw de sa participation de contrôle dans Corus, l'accès en temps opportun à la programmation contrôlée par Rogers et le financement constant des nouvelles locales. Le CRTC a déjà présenté des conditions préalables à son accord et pourrait obtenir plus de concessions de Rogers, susceptible d'entamer les audiences avec des promesses à destination de l'organe de réglementation. Nous n'avons rien relevé dans les interventions qui donne à penser que ce qui concerne

les activités sur-fil de l'opération ne pourra pas se faire, mais nous continuons de nous demander comment le Bureau de la concurrence pourra autoriser l'achat des services sans-fil de Shaw. Les motifs de l'acquisition n'ont pas changé et ne changeront pas, même en cas de changements au sein du Conseil ou de l'équipe de direction de Rogers, alors que nous attendons de connaître la décision de la Cour suprême de Colombie-Britannique en lien avec ce différend, attendue le 1er novembre 2021. Il faut distinguer un comportement étrange d'une attitude inconvenante; les autorités de réglementation pourraient être surprises par les dernières manchettes, sans que celles-ci les influencent forcément. Chez Rogers, toutes les parties sont engagées pour faire aboutir la transaction Shaw, dont la clôture est toujours attendue au premier semestre de 2022, Edward Rogers indiquant dans son affidavit soumis le 26 octobre 2021 à la Cour suprême de Colombie-Britannique que « la transaction est décisive pour l'avenir de RCI ».

	Symb.	Cote du titre	Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 10/28	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B		BAIIA (M\$)			VLE/BAIIA		Valeur compt.	Ratio d'endet.	Cours cible	
								(A)	est.	est.	Ex1	Ex2	(A)	est.	est.	Ex1	Ex2			12 mois	Δ
Radiodiffusion et divertissement																					
Cineplex Inc.	CGX	RS		853	63.3	13.46	12/2020	(9.85)	(3.15)	0.89	-4.3	15.0	-182.8	-62.9	210.1	NM	7.5	-2.66	1.30	18.00	
Corus Entertainment Inc.	CJR.b	RS		1,173	208.4	5.63	08/2021	0.88	0.86	0.90	6.5	6.3	524.6	524.9	523.1	4.9	4.6	5.06	0.58	8.00	
WildBrain Ltd.	WILD	RS		617	171.9	3.59	06/2021	(0.07)	0.11	0.18	32.9	20.3	83.1	91.0	104.8	11.6	9.7	0.40	0.85	4.00	
Spin Master Corp.	TOY	RS		4,433	102.3	43.33	12/2020	0.51	1.77	1.93	19.9	18.2	180.6	341.0	358.0	9.5	8.5	8.81	-0.53	58.00	
Stingray Group Inc.	RAY.a	RS		484	71.5	6.77	03/2021	0.85	0.80	0.95	8.5	7.1	114.3	109.0	120.1	7.5	6.4	3.83	0.61	8.50	↓
TVA Group Inc.	TVA.b	RM		123	43.2	2.84	12/2020	0.86	0.69	0.63	4.1	4.5	85.3	75.1	70.1	2.2	2.2	7.80	0.16	3.25	
Impression et édition																					
Thomson Reuters Corp.	TRI	RM		72,782	495.7	146.84	12/2020	1.85	2.07	2.73	57.5	43.6	1975.0	1979.7	2296.0	31.1	26.6	31.83	0.09	162.00	
Transcontinental Inc.	TCL.a	RS		1,694	87.0	19.46	10/2020	2.61	2.46	2.50	7.9	7.8	499.4	462.9	467.4	5.5	5.1	20.04	0.35	28.00	
Publicité et marketing																					
VerticalScope Holdings Inc.	FORA	RS		561	21.6	26.00	12/2020	(0.01)	0.04	0.71	NM	36.9	26.6	30.2	30.2	13.3	9.9	3.67	-0.02	36.00	
Yellow Pages Ltd.	Y	RM		389	27.7	14.03	12/2020	2.28	1.79	1.80	7.8	7.8	129.4	96.4	85.8	3.4	3.5	NM	-0.32	14.00	
Télécommunications																					
BCE Inc.	BCE	RS		57,632	905.7	63.63	12/2020	3.02	3.25	3.49	19.6	18.2	9607.0	10009.0	10437.9	8.9	8.5	20.34	0.39	70.00	
Cogeco Communications Inc.	CCA	RS		5,109	47.2	108.16	08/2020	7.41	8.46	10.30	12.8	10.5	1148.7	1204.7	1379.0	6.3	6.4	56.91	0.51	141.00	
Quebecor Inc.	QBR.b	RS		7,718	245.0	31.50	12/2020	2.33	2.52	2.67	12.5	11.8	1952.6	2001.3	2062.8	6.9	6.5	4.94	1.10	40.00	
Rogers Communications Inc.	RCL.b	RS		29,281	504.9	57.99	12/2020	3.40	3.47	4.41	16.7	13.1	5857.0	5884.9	8941.4	8.4	7.6	20.84	0.45	69.00	
Shaw Communications	SJR.b	RS		18,002	501.3	35.91	08/2020	1.32	1.45	1.53	24.8	23.4	2391.0	2498.5	2527.5	9.5	9.1	11.86	0.50	40.50	
Telus Corp.	T	RS		38,496	1355.0	28.41	12/2020	0.95	0.97	1.04	29.2	27.4	5493.7	5930.5	6400.4	9.9	9.2	11.55	0.55	33.00	

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

- › CAE
- › TFI International
- › Exchange Income

Vers une concurrence bien plus féroce sur le marché aérien canadien?

Avant la pandémie, la concurrence entre les compagnies aériennes canadiennes était stable, le marché intérieur étant dominé par deux transporteurs d'envergure et aux caisses bien remplies, Air Canada et WestJet. Le secteur du transport aérien a été bouleversé par la pandémie, mais, comme la demande de voyage commence à reprendre, nous pensons que les acteurs existants et les potentiels nouveaux venus pourraient se livrer une rude concurrence sur le marché pour remporter des parts de marché :

- › **Les compagnies aériennes de petite envergure prévoient de faire croître grandement leurs capacités.** Étrangement, même si la demande de voyage reste déprimée, les conditions semblent favorables aux nouveaux concurrents qui veulent se faire une place, car de nombreux appareils sont disponibles pour les sociétés qui souhaitent prendre de l'expansion à bas prix ou qui veulent louer à des tarifs attractifs, la main-d'œuvre en pilotage se trouve facilement et les aéroports cherchent à attirer de nouvelles compagnies aériennes. Au Canada, plusieurs compagnies ont annoncé qu'elles avaient d'importants projets d'expansion, en particulier Flair Airlines, qui prévoit de faire croître sa flotte de trois avions au début de 2021 à cinquante en cinq ans, et Porter Airlines, qui a récemment annoncé une commande maximale de 80 Embraer E195-E2 pour prendre de l'expansion au-delà de son réseau court-courrier actuel centré sur l'aéroport de Toronto. Canada Jetlines et Enerjet pourraient également s'inviter sur le marché canadien.
- › **L'ajout de nouvelles capacités pourrait bouleverser les grandes compagnies aériennes titulaires.** Une course aux parts de marché a déjà commencé, comme en témoignent la croissance dynamique des capacités de Flair au Canada et ses annonces de nouvelles liaisons vers des destinations soleil. D'après notre analyse, les expansions de flotte de Porter, Flair et Canada Jetlines entraîneraient l'ajout de plus de 20,000 sièges, soit une croissance des capacités de près de 21%. Ces projets d'expansion entraîneraient une formidable hausse des capacités de la concurrence, qui à son tour pourrait déboucher

sur une période prolongée de bas prix des billets d'avion pour tous les acteurs du secteur.

- › **La situation rappelle celle du début des années 2000, mais les compagnies aériennes titulaires sont mieux positionnées aujourd'hui.** L'environnement actuel pour les compagnies aériennes canadiennes couplé aux annonces d'expansion peut s'assimiler à la période qui a suivi les événements du 11 septembre, quand WestJet a accéléré sa croissance et que de nouvelles compagnies telles que Jetsgo et CanJet ont fait leur apparition sur le marché. Cependant, nous pensons qu'il pourrait être plus difficile aujourd'hui pour les nouveaux concurrents de rafler d'importantes parts de marché, car Air Canada et WestJet ont accès à de vastes ressources financières et sont toutes deux capables de livrer concurrence plus efficacement au niveau des coûts. En outre, les nombreux avantages en termes de coûts dont jouiraient initialement les nouveaux concurrents pourraient être éphémères en raison de la normalisation du marché aérien.

Nous maintenons notre cote Rendement moyen pour Air Canada et Rendement inférieur pour Transat :

- › **Air Canada (Rendement moyen; cours cible de \$28.00).** Nous continuons d'évaluer le titre en appliquant un ratio VE/BAIIA de 5.0 à notre estimation de BAIIA pour 2023 (que nous voyons comme la première année plus « normale » pour Air Canada).
- › **Transat (Rendement inférieur; cours cible de \$3.50).** Nous continuons d'évaluer le titre en appliquant un ratio VE/BAIIA de 5.5 à notre estimation de BAIIA pour 2023, à quoi s'ajoute la valeur comptable du terrain de Transat au Mexique (qui devrait finir par être vendu) ainsi que sa participation dans un hôtel au Mexique.

Transport et produits industriels

	Symb.	Cote du titre	Δ	Actions		Cap. bours. (M)	Dernier exercice déclaré	BPA			FTDPAD						Cours cible				
				e.c. (M)	Cours 10-28			(A)	est.	est.	C/B		(A)	est.	C/FT		Ratio d'endet.	12 mois			
											Dernier Ex	Ex1			Ex2	Ex1			Ex2	Ex1	Ex2
Air Canada	AC	RM		355	22.26	7,945	12/2020	-16.47	-11.31	-1.23	NA	NA	(10.84)	(8.59)	1.25	NA	17.9x	101%	28.00	↓	
Bombardier Inc.	BBD.b	RS		2464	2.02	5,198	12/2020	-u0.47	-u0.21	-u0.05	NA	NA	-u1.32	-u0.38	u0.05	NA	31.7x	na	2.50	↑	
BRP Inc.	DOO	RS		83	110.63	8,931	01/2021	5.35	9.39	10.06	11.4x	10.7x	6.77	3.70	9.00	29.0x	11.9x	129%	135.00		
CAE Inc.	CAE	RS		318	37.42	11,735	03/2021	0.47	0.94	1.43	39.1x	25.7x	0.81	0.54	1.27	68.5x	29.0x	34%	46.00	↑	
Canadian National Rail	CNR	RM		710	164.14	116,655	12/2020	5.31	5.86	6.95	28.0x	23.6x	4.63	4.08	6.14	40.3x	26.7x	40%	153.00	↑	
Canadian Pacific Rail	CP	RM		667	95.44	62,332	12/2020	3.53	3.87	4.19	24.1x	22.3x	1.66	3.78	3.25	24.7x	28.7x	54%	97.00		
Cargojet Inc.	CJT	RM	↓	17	197.02	3,361	12/2020	-5.63	5.68	6.79	34.2x	28.6x	9.41	(0.95)	5.99	NA	32.4x	31%	205.00	↓	
Chorus Aviation Inc.	CHR	RM		178	3.58	647	12/2020	0.40	0.35	0.44	10.3x	8.2x	(1.50)	0.62	1.12	5.9x	3.3x	73%	4.85		
Exchange Income Corporation	EIF	RS		37	42.89	1,600	12/2020	1.31	1.78	2.79	24.1x	15.4x	3.42	0.20	2.15	NA	19.9x	59%	47.00		
Héroux-Devtek Inc.	HRX	RS		37	18.48	680	03/2021	0.80	0.81	0.99	22.7x	18.5x	0.88	1.86	1.37	9.9x	13.4x	27%	22.00		
NFI Group Inc.	NFI	RM		71	24.2	1,696	12/2020	-u0.75	u0.18	u0.93	na	20.1x	u0.69	u0.19	u1.64	NA	11.4x	58%	28.00		
Taiga Motors Corp.	TAIG	RS		31	6.67	214	12/2020	NA	-5.71	-1.19	NA	NA	(2.23)	(3.11)	NA	NA	na	18.00			
Transat A.T. Inc.	TRZ	RI		38	4.41	169	10/2020	-9.41	-11.56	-5.39	NA	NA	(2.85)	(13.80)	1.05	NA	4.3x	NA	3.50		
TFI International Inc.	TFII	RS		93	148.21	13,299	12/2020	u3.30	u4.77	u6.20	24.2x	18.6x	u5.16	u6.18	u7.45	18.7x	15.5x	50%	158.00		

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

u = dollars US

Source: Rapports des sociétés, Refinitiv, FBN

Liste alphabétique des sociétés

SN Plus	VNP	67	Centerra Gold Inc.	CG	50	Great-West Lifeco	GWO	40	NuVista Energy	NVA	52	Tecsys Inc.	TCS	65
ABC Technologies	ABCT	56	CES Energy Solutions Corp.	CEU	61	Green Impact Partners Inc.	GIP	61	O3 Mining Inc.	OIII	50	Telus Corp.	T	69
Advantage Oil & Gas	AAV	52	CGI Inc.	GIBA	65	H&R REIT	HR.un	46	OceanaGold Corp	OGC	50	Telus International	TXIT	65
Adventus Mining	ADZN	48	Chartwell Retirement Residences	CSH.un	46	H2O Innovation	HEO	58	Open Text Corporation	OTEX	65	TFI International Inc.	TFII	71
Aecon Group	ARE	56	Chemtrade Logistics Income Fund	CHE.un	58	Hardwoods Distribution	HDI	63	Osisko Development	ODV	50	The Lion Electric Company	LEV	67
Ag Growth International Inc.	AFN	61	Choice Properties REIT	CHP.un	46	Headwater Exploration	HWX	52	Osisko Gold Royalties Ltd	OR	50	Theratechnologies	TH	58
Agnico-Eagle Mines Ltd	AEM	50	Chorus Aviation Inc.	CHR	71	Héroux-Devtek Inc.	HRX	71	Osisko Mining	OSK	50	Thinkific Labs Inc.	THNC	65
Air Canada	AC	71	CIBC	CM	40	Home Capital Group	HCG	59	Ovintiv Inc (US\$)	OVV	52	Thomson Reuters Corp.	TRI	69
Alumin	AKU.u	58	Cineplex Inc.	CGX	69	Hudbay Minerals	HBM	48	Pan American Silver	PAAS	50	Tidewater Midstream	TWM	54
Alamos Gold Inc	AGI	50	Cogeco Communications Inc.	CCA	69	Hydro One Ltd.	H	54	Paramount Resources	POU	52	Tidewater Renewables	LCFS	54
Alaris Equity Partners Income Trust	AD	63	Cominar REIT	CUF.un	46	iA Groupe Financier	IAG	40	Parex Resources	PXT	52	Timbercreek Financial	TF	59
Algonquin Power	AGN	67	Constellation Software Inc.	CSU	65	IAMGOLD Corp	IMG	50	Park Lawn Corporation	PLC	63	TMX Group	X	59
Allo Gold Inc.	ALO	50	Copper Mountain Mining	CMMC	48	IBI Group Inc.	IBG	56	Parkland Fuel Corporation	PKI	42	Topaz Energy	TPZ	52
Allied Properties REIT	AP.un	46	Corus Entertainment Inc.	CJR.b	69	IGM Financial Inc.	IGM	59	Pason Systems Corp.	PSI	61	Torex Gold Resources Inc	TXG	50
AltaGas	ALA	54	Couche Tard	ATD.b	42	Imperial Oil	IMO	52	Pembina Pipelines	PPL	54	Toromont Industries Ltd.	TIH	56
Altius Renewable Royalties Corp	ARR	67	Crescent Point Energy Corp.	CPG	52	IMV Inc.	IMV	58	Pet Valu	PET	42	Tourmaline Oil	TOU	52
Altus Group Limited	AIF	65	Crew Energy	CR	52	Innex	INE	67	Peyto Exploration & Development	PEY	52	TransAlta	TA	54
American Hotel Income Properties	HOT.un	46	Crombie REIT	CRR.un	46	Inovalis REIT	INO.un	46	Pipestone Energy	PIPE	52	TransAlta Renewables	RNV	67
Anaergia Inc.	ANRG	67	CT REIT	CRT.un	46	Intact Financial Corp.	IFC	59	Pivotree Inc.	PVT	65	Transat A.T. Inc.	TRZ	71
Andlauer Healthcare Group	AND	58	Dexterra Group Inc.	DXT	63	Integra Resources Corp.	ITR	50	Power Corporation of Canada	POW	59	Transcontinental Inc.	TCLa	69
ARC Resources Ltd.	ARX	52	Dialogue Health Technologies	CARE	58	Inter Pipeline	IPL	54	PrairieSky Royalty	PSK	52	Trevali Mining	TV	48
Argonaut Gold Inc.	AR	50	DIRTT Environmental Solutions	DRT	67	InterRent REIT	IRP.un	46	Precision Drilling Corp.	PD	52	Tricon Well Services	TCW	52
Artemis Gold Inc.	ARTG	50	Docebo Inc.	DCBO	65	Intertape Polymer Group Inc.	ITP	63	Premium Brands Holdings	PBH	42	Tricon Capital Group	TCN	46
Artis REIT	AX.un	46	Dollarama	DOL	42	Invesque	IVQu	46	Pretium Resources	PVG	50	Trilogy Metals	TMQ	48
ATCO Ltd.	ACO	54	Doman Building Materials	DBM	63	Jamieson Wellness	JWEL	58	Pure Gold Mining Inc.	PGM	50	Triple Flag Precious Metals Corp	TFPM	50
ATS Automation	ATA	56	DREAM Industrial REIT	DIR.un	46	Josemaria Resources	JOSE	48	Quebecor Inc.	QBR.b	69	Trisura Group Ltd.	TSU	59
Aurico Metals Inc	AMI.TO	50	DREAM Office REIT	Dun	46	K92 Mining Inc.	KNT	50	Real Matters Inc.	REAL	65	True North Commercial REIT	TNT.un	46
AutoCanada	ACQ	56	Dundee Precious Metals	DPM	50	K-Bro Linen	KBL	58	Richelieu Hardware	RCH	63	TVA Group Inc.	TVA.b	69
Automotive Properties REIT	APR.un	46	ECN Capital	ECN	59	Kelt Exploration	KEL	52	RioCan REIT	REL.un	46	Uni-Select	UNS	63
Aya Gold and Silver	AYA	50	Eldorado Gold Corp	ELD	50	Keyera	KEY	54	Ritchie Bros. Auctioneers	RBA	56	Versen Inc.	VSN	54
B2Gold	BTO	50	Element Fleet Management	EFN	59	Killam Apartment REIT	KMP.un	46	Rogers Communications Inc.	RCL.b	69	Vermilion Energy Inc.	VET	52
Ballard Power Systems	BLDP	67	Emera Inc.	EMA	54	Kinox Inc.	KXS	65	Rogers Sugar	RSI	58	VerticalScope Holdings Inc.	FORA	69
Banque Canadienne de l'Ouest	CWB	40	Empire Company	EMPa	42	Kinross Gold Corp	K	50	Roots Corporation	ROOT	42	Wesdome Corp.	WDO	50
Banque de Montréal	BMO	40	Enbridge Inc.	ENB	54	Kirkland Lake Gold Corp	KL	50	Royal Gold Inc	RGLD	50	Wheaton Precious Metals Corp	WPM	50
Banque Laurentienne	LB	40	Endeavour Mining	EDV	50	Knight Therapeutics	GUD	58	Sabina Gold and Silver Corp.	SBB	50	Whitecap Resources	WCP	52
Banque Nationale	NA	40	Enerflex Ltd.	EFX	61	KP Tissue	KPT	63	Sandstorm Gold Ltd	SSL	50	WildBrain Ltd.	WILD	69
Banque Royale du Canada	RY	40	Enerplus Corporation	ERF	52	Lassonde	LAS.a	42	Saputo	SAP	42	WSP Global	WSP	56
Banque Scotia	BNS	40	Equinox Gold Corp	EQX	50	Liberty Gold Corp	LGD	50	Savaria Corporation	SIS	63	Xebec Adsorption	XBC	67
Banque Toronto-Dominion	TD	40	Equitable Group	EQB	59	LifeWorks Inc.	LWRK	59	Secure Energy	SES	54	Yamana Gold Inc	YRI	50
Barrick Gold	ABX	50	ERES REIT	ERE.un	46	Lightspeed Commerce Inc.	LSPD	65	Shaw Communications	SJR.b	69	Yangarra Resources	YGR	52
Barsele Minerals Corp.	BME	50	Ero Copper	ERO	48	Lithium Americas	LAC	48	Shawcor Ltd.	SCL	61	Yellow Pages Ltd.	Y	69
Baytex Energy	BTE	52	Exchange Income Corporation	EIF	71	Loblaw	L	42	Sherritt International	S	48			
BCE Inc.	BCE	69	Extensicare	EXE	46	Loop Energy Inc	LPEN	67	Shopify Inc.	SHOP	65			
Birchcliff Energy	BIR	52	Fairfax Financial Holdings	FFH	59	Lundin Gold Inc.	LUG	50	Sienna Senior Living	SIA	46			
Bird Construction Inc.	BDT	56	Falco Resources Ltd.	FPC	50	Lundin Mining	LUN	48	Sigma Lithium	SGML	48			
Blackline Safety Corp.	BLN	65	Farmers Edge Inc.	FDGE	65	MAG Silver Corp	MAG	50	SilverCrest Metals	SIL	50			
Bluestone Resources Inc.	BSR	50	Fiera Capital Corp.	FSZ	59	Magnet Forensics Inc.	MAGT	65	Slate Office REIT	SOT.un	46			
Boardwalk REIT	BEL.un	46	Filo Mining	FIL	48	Marathon Gold Corp.	MOZ	50	Sleep Country Canada	ZZZ	42			
Bombardier Inc.	BBD.b	71	Financière Manuvie	MFC	40	MAV Beauty Brands	MAV	42	SmartCentres REIT	SRU.un	46			
Boralex	BLX	67	Financière Sun Life	SLF	40	Maverix Metals Inc	MMX	50	SNC-Lavalin	SNC	56			
Boyd Group Services Inc.	BYD	63	Fining International Inc.	FTT	56	mfc commerce inc.	MDF	65	Softchoice Corp	SFTC	65			
Brookfield Business Partners	BBU	59	First Capital REIT	FCR	46	Medical Facilities Corp.	DR	58	Spartan Delta	SDE	52			
Brookfield Infrastructure	BIP	67	First Majestic Silver Corp	FR	50	MEG Energy	MEG	52	Spin Master Corp.	TOY	69			
Brookfield Renewable	BEP	67	First National Financial	FN	59	Metro	MIRU	42	SSR Mining Inc	SSRM	50			
BRP Inc.	DOO	71	First Quantum Minerals	FM	48	Minera Alamos Inc.	MAI	50	Stantec Inc.	STN	56			
BSR REIT	HOM.un	46	Flagship Communities REIT	MHCu.TO	46	Minto Apartment REIT	MLun	46	Stelco	STLC	56			
BTB REIT	BTB.un	46	Fortis Inc.	FTS	54	MTY Food Group	MTY	42	Stella-Jones	SJ	56			
CAE Inc.	CAE	71	Fortuna Silver Mines Inc	FVI	50	Mullen Group Ltd.	MTL	61	Stingray Group Inc.	RAY.a	69			
Canadian National Rail	CNR	71	Franco-Nevada Corp	FNV	50	NanoXplore	GRA	67	StorageVault Canada	SVI.V	46			
Canadian Natural Resources	CNQ	52	Freehold Royalties	FRU	52	National Energy Services Reunited	NESR	52	Storm Resources	SRX	52			
Canadian Pacific Rail	CP	71	GDI Integrated Facility Services	GDI	63	Neighbourly Pharmacy Inc.	NBL	63	Summit Industrial	SMU.un	46			
Canadian Tire	CTC.a	42	GFL Environmental Inc.	GFL	67	New Gold Inc	NGD	50	Suncor Energy	SU	52			
Canadian Utilities	CU	54	Gibson Energy	GEI	54	Newmont	NGT	50	Superior Plus	SPB	54			
CAP REIT	CAR.un	46	Gildan	GIL	42	Next Hydrogen Solutions Inc.	NXH	67	Surge Energy	SGY	52			
Capital Power	CPX	54	goeasy	GSY	59	NFI Group Inc.	NFI	71	Taiga Motors Corp.	TAIG	71			
Capstone Mining	CS	48	Gold Standard Ventures Corp.	GSV	50	North American Construction Group Ltd.	NOA	56	Tamarack Valley Energy	TVE	52			
Cargojet Inc.	CJT	71	Golden Star Resources	GSC	50	Northland Power	NPI	67	Taseko Mines	TKO	48			
Cascades	CAS	63	Goodfood Market	FOOD	42	NorthWest H.P. REIT	NWH.un	46	TC Energy Corp.	TRP	54			
Cenovus Energy	CVE	52	Granite REIT	GRT.un	46	Nuvei Corporation	NVEI	65	Teck Resources	TECKb	48			

Succursales

Ancaster • 911, Golf Links Road, Suite 201, Ancaster, ON, L9K 1H9 • 905-648-3813
Baie-Comeau • 600, Boul. Lafèche, bureau 340-B, Baie-Comeau, QC, G5C 2X8 • 418-296-8838
Barrie • 126 Collier Street, Barrie, ON, L4M 1H4 • 705-719-1190
Beauce • 11333, 1^{re} Avenue, bureau 200, Saint-Georges, QC, G5Y 2C6 • 418-227-0121
Bellevue West Van • Suite #209, 1455 Bellevue Avenue, West Vancouver, BC, V7T 1C3 • 604-925-3734
Berthierville • 779, rue Notre-Dame, Berthierville, QC, J0K 1A0 • 450-836-2727
Bin-Scarth • 24 Binscarth Rd, Toronto, ON, M4W 1Y1 • 416-929-6432
Brampton • 10520 Torbram Road (at Sandalwood Parkway), Brampton, ON, L6R 2S3 • 905-456-1515
Brandon • 633-C, 18th Street, Brandon, MB, R7A 5B3 • 204-571-3200
Calgary • 239 8th Ave., SW, Suite 100, Calgary, AB, T2P 1B9 • 403-476-0398
Calgary - Southport • 10655 Southport Road SW, Suite 1100, Southland Tower, Calgary, AB, T2W 4Y1 • 403-301-4859
Chatham • 380 St. Clair, Street, Chatham, ON, N7L 3K2 • 519-351-7645
Chicoutimi • 1180, boulevard Talbot, Suite 201, Chicoutimi, QC, G7H 4B6 • 418-549-8888
DIX30 • 9160, boulevard Leduc, Bureau 710, Brossard, QC, J4Y 0E3 • 450-462-2552
Drumheller • 356 Centre Street, PO Box 2176, Drumheller, AB, T0J 0Y0 • (403) 823-6859
Drummondville • 595, boulevard Saint-Joseph, Bureau 200, Drummondville, QC, J2C 2B6 • 819-477-5024
Duncan • 2763 Beverly Street, Suite 206, Duncan, BC, V9L 6X2 • 250-715-3050
Edmonton • 10175 – 101 Street NW, Suite 1800, Edmonton, AB, T5J 0H3 • 780-412-6600
Edmonton-North • TD Tower, 10088 – 102 Avenue, Suite No. 1701, Edmonton, AB, T5J 2Z1 • 780-421-4455
FrederictonNB • 551 King Street, Fredericton, NB, E3B 4Z9 • 506-450-1740
Gatineau • 920, St-Joseph, Bureau 100, Hull-Gatineau, QC, J8Z 1S9 • 819-770-5337
Granby • 150, rue St-Jacques, Bureau 202, Granby, QC, J2G 8V6 • 450-378-0442
Halifax • Purdy's Wharf Tower II, 1969 Upper Water Street, Suite 1601, Halifax, NS, B3J 3R7 • 902-496-7700
Halifax-Spring Garden • 400-5657 Spring Garden Road, Parklane Terraces, Halifax, NS, B3J 3R4 • 902-425-1283
Joliette • 40, rue Gauthier Sud, Bureau 3500, Joliette, QC, J6E 4J4 • 450-760-9595
Kelowna • 1631 Dickson Ave. Suite 1710, Landmark 6, Kelowna, BC, V1Y 0B5 • 250-717-5510
Lac-Mégantic • 3956, rue Laval, suite 100, QC, G6B 2W9 • 819-583-6035
Laval • 2500, boulevard Daniel Johnson, Bureau 610, Laval, QC, H7T 2P6 • 450-686-5700
Lethbridge • 404, 6th Street South, Lethbridge, AB, T1J 2C9 • 403-388-1900
Lévis • 1550, boulevard Alphonse-Desjardins, Bureau 110, Lévis, QC, G6V 0G8 • 418-838-0456
London Pall Mall • 256 Pall Mall Street, Suite 201, London, ON, N6A 5P6 • 519-439-6228
London-City Centre • 802-380 Wellington Street, London, ON, N6A 5B5 • 519-646-5711
Metcalfe • 1155, rue Metcalfe, Suite 1450, Montréal, QC, H3B 2V6 • 514-879-4825
Mississauga • 350, Burnhamthorpe road West, Suite 603, Mississauga, ON, L5B 3J1 • 905-272-2799
Moncton • 735 Main Street, Suite 300, Moncton, NB, E1C 1E5 • 506-857-9926
Mont Saint-Hilaire • 450 boul. Sir-Wilfrid-Laurier local 208, Mont-St-Hilaire, Qc. J3H 3N9 • 450-467-4770
Mont-Tremblant • 1104, rue de Saint-Jovite, 2^e étage, Mont-Tremblant, QC, J8E 3J9 • 450-569-3440
Montréal International • 1, Place Ville-Marie, Bureau 1700, Montréal, QC, H3B 2C1 • 514-879-5576
Montréal L'Acadie • 9001, boulevard de l'Acadie, Bureau 802, Montréal, QC, H4N 3H5 • 514-389-5506
North Bay • 680 Cassells Street, Suite 101, North Bay, ON, P1B 4A2 • 705-476-6360
Oakville • 305 Church Street, Oakville, ON, L6J 7T2 • 905-849-3558
Oshawa • 575 Thornton Road North, Oshawa, ON, L1J 8L5 • 905-433-0210
Ottawa • 50 O'Connor Street, Suite 1602, Ottawa, ON, K1P 6L2 • 613-236-0103
Outremont • 1160, boulevard Laurier Ouest, App. 1, Outremont, QC, H2V 2L5 • 514-276-3532
Owen Sound • 1717 2nd Ave. E., Suite 202, Owen Sound, ON, N4K 6V4 • 519-372-1277
Peterborough • 201 George Street North, suite 401, Peterborough, ON, K9J 3G7 • 705-740-1110
Plessisville • 1719, rue St-Colixte, Plessisville, QC, G6L 1R2 • 819-362-6000
Kirkland • 16,766 Route Transcanadienne, bureau 503, Kirkland, QC, H9H 4M7 • 514-426-2522
PVM Montréal • 1, Place Ville-Marie, Bureau 1700, Montréal, QC, H3B 2C1 • 514-879-5200
Québec • 500, Grande-Allée Est, Bureau 400, Québec, Qc, G1R 2J7 • 418-649-2525
Québec - Sainte-Foy • Place de la Cité, 2600, boulevard Laurier, Bureau 700, Québec, QC, G1V 4W2 • 418-654-2323
Red Deer • 4719 48th Avenue, Suite 200, Red Deer, AB, T4N 3T1 • 403-348-2600
Regina • 2075, Prince Of Wales Drive, Suite 305, Regina, SK, S4V 3A3 • 306-781-0500
Repentigny • 534, rue Notre-Dame, Bureau 201, Repentigny, QC, J6A 2T8 • 450-582-7001

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

International

NBF Securities UK

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

New York

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

National Bank of Canada Financial Inc.

New York

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

Membre de

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

Bureaux corporatifs

Montréal Financière Banque Nationale

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

Toronto National Bank Financial

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

Canada (Sans frais)

1 800 361-8838
1 800 361-9522

United States (Sans frais)

1 800 678-7155

Le présent rapport a été élaboré par Financière Banque Nationale inc. (FBN), courtier en valeurs mobilières canadien, courtier membre de l'OCRCVM et filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la Bourse de Toronto.

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

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

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

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

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

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

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

FBN est membre du Fonds canadien de protection des épargnants.

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

FBN a approuvé le contenu du présent rapport, dans le cadre de sa distribution à des résidents du Royaume-Uni (notamment pour l'application, au besoin, du paragraphe 21(1) de la Financial Services and Markets Act 2000). Le présent rapport est fourni à titre indicatif seulement et ne constitue en aucun cas une recommandation personnalisée ni des conseils juridiques, fiscaux ou de placement. FBN et sa société mère, ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle, ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des placements ou des placements connexes qui font l'objet du présent rapport, ou ils peuvent avoir détenu de telles participations ou positions. Ces personnes peuvent à tout moment effectuer des ventes ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de 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 au 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 (« NBFCMA »), 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 ou 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 NBFCMA 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 NBFCMA ou les activités de membres de son groupe sont possibles. Ces activités et intérêts comprennent des intérêts multiples en termes de conseils, transactionnels et financiers, dans les valeurs mobilières et instruments qui peuvent être achetés ou vendus par NBFCMA ou les membres de son groupe, ou dans d'autres instruments de placement qui sont gérés par NBFCMA 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