JANVIER 2022

Mensuel économique et financier



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

514 879-3195 Kvle Dahms Économiste Alexandra Ducharme 514 412-1865

Économiste

Angelo Katsoras 514 879-6458 Analyste géopolitique

514 412-2967 Daren Kina Économiste

Jocelyn Paquet 514 412-3693 Économiste

Bureau Toronto

Warren Lovely 416 869-8598 Stratège principal,

Taux d'intérêt et secteur public

416 869-6480 **Taylor Schleich** 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 Hyuna 416 507-9009 Adjoint: Ryan Li 416 869-6767

FNB et produits financiers

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

Immobilier

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

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

416 869-7572

Métaux et minerais

Don DeMarco

Adjointe: Yi Liu 416 869-8524 416 869-8045 Adjointe: Harmen Puri Shane Nagle 416 869-7936 Adiointe : Lola Aganga 416 869-6516 Adjoint: Ahmed Al-Saidi 416 869-7535 Michael Parkin 416 869-6766 416 869-8511 Adjoint: Alessandro Cairo Adioint: Andrew Dusome 416 507-8177 Adjoint: Rabi Nizami 416 869-7925

Pétrole et gaz

Moyennes sociétés et services pétroliers

403 290-5441 Dan Pavne Adjoint : Baltej Sidhu 403 290-5627 Adjoint: Nick Stevenson 403 441-0928

Grandes capitalisations

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

Pipelines, services publics et infrastructures

403 290-5451 Patrick Kenny 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 Adioint : Kazim Naavi 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 Glovn 416 869-8042 Adjointe : Julia Gul 416 869-7495

Services industriels diversifiés

Michael Storry-Robertson 416 507-8007

Situations spéciales

Zachary Evershed 514 412-0021 Adjoint: Thomas Bolland 514 871-5013 Adjoint : Nathan Po 416 660-1740 416 869-8047 Endri Leno Adjoint: Eduardo Garcia Hubner 416 869-7476

416 869-7571

Technologie

Adjoint: Stephen Kwai

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

Technologies propres et développement durable

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

Télécommunications et médias

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

Transport et produits industriels

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

Administration

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

Tanva Bouchard 416 869-7934 Analyste superviseure

Publications

Vanda Briaht 416 869-7141 Directrice

Wayne Chau 416 869-7140 Associé publications

Renseignements

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

Table des matières



Points sumunts	4
L'économie	6
Taux d'intérêt et marchée obligataire 1	5
Marché boursier et stratégie de portefeuille 2	2
Analyse technique 3	C
Analyse sectorielle	7
› Liste de sélections FBN	8
Glossaire des tableaux des analystes 3	9
ightarrow Recommandations des analystes 4	C
Liste alphabétique des sociétés 7	7

Information réglementaire FBN, prière de consulter le site: http://www.nbcn.ca/contactus/disclosuresFr.html

Points saillants

Économie

- Comme en 2020 et en 2021, les premiers jours de 2022 sont marqués par une forte augmentation du nombre de nouveaux cas de COVID-19 dans les économies avancées. Une fois de plus, les infrastructures de santé menacent de céder sous le poids de milliers d'hospitalisations. Et une fois de plus, les gouvernements de nombreux pays sont forcés d'adopter des mesures strictes de distanciation sociale pour limiter les dégâts. Mais sommes-nous vraiment en train de revivre les pires moments de la pandémie? Une étude des données épidémiologiques suggère que non. À n'en pas douter, le variant Omicron est plus contagieux que ses prédécesseurs, ce qui explique pourquoi le nombre d'infections journalières explose. En contrepartie, il est maintenant prouvé que la nouvelle souche du virus occasionne des symptômes moins sévères. Les données en provenance d'Afrique du Sud suggère aussi que les taux élevés de transmissibilité d'Omicron sont susceptibles de provoquer des vagues épidémiologiques très intenses, mais relativement courtes. Après avoir revu à la baisse notre scénario de croissance mondiale le mois dernier pour intégrer les risques liés au nouveau variant, nos perspectives restent plus ou moins inchangées ce mois-ci. Nous prévoyons une croissance de l'économie de 5.5 % en 2021, de 4.1 % en 2022 et de 3.7 % en 2023.
- Comment se porte le marché du travail aux États-Unis? Plutôt mal si l'on se fie uniquement à l'enquête auprès des entreprises. Et à en juger par le plus récent rapport du Bureau of Labor Statistics, les choses progressent à pas de tortue. On peut toutefois douter de la précision des données recueillies par l'enquête auprès des entreprises. Une fois de plus en décembre, le sondage auprès des ménages a dépeint un tableau bien plus reluisant de la situation du marché du travail, avec des gains de 651K. Il est vrai que le variant Omicron pourrait noircir le tableau de l'emploi au début de 2022 et entraîner des pertes dans des secteurs où la distanciation physique est difficile à maintenir (loisirs/hôtellerie, éducation/santé). Mais force est de constater que les mesures sanitaires mises en place aux États-Unis sont beaucoup moins contraignantes que dans d'autres régions du monde (p. ex., zone euro, Canada). Les répercussions sur le marché du travail devraient donc être plus limitées. Nous avons tout de même décidé de revoir à la baisse notre prévision de croissance pour le premier trimestre l'année, de 2.5% à 2.2%. Après tout, les hospi-

- talisations atteignent déjà de nouveaux sommets chez nos voisins du sud et les consommateurs pourraient décider de restreindre leurs activités même sans y être contraints par l'action gouvernementale. La COVID-19 risque aussi de réduire les capacités de production en forçant des travailleurs infectés à rester à la maison. Ces perturbations devraient toutefois être de courte durée. Tel que mentionné ci-dessus, le variant Omicron se propage à une vitesse telle que la vague d'infections actuelle risque d'être intense, mais brève. Cela devrait permettre au marché du travail de se redresser relativement rapidement. Considérant la situation financière avantageuse des ménages américains, nous nous attendons à ce que les pertes du T1 soient en bonne partie compensées au cours des trimestres subséquents. Le PIB devrait donc terminer l'année à peu près au même niveau qu'anticipé dans la dernière édition de ce mensuel.
- › Au Canada, bien que la croissance au premier trimestre sera affectée par les mesures sanitaires ce qui nous amène à réviser à la baisse notre prévision de croissance annuelle pour 2022 (de 4.1% à 3.6%). l'économie devrait rapidement retrouver la trajectoire que nous anticipions pour afficher une croissance bien supérieure au potentiel durant l'année. La solidité du marché du travail et la hausse des revenus qui en résulte donnent à croire que la consommation sera le moteur important de la croissance pendant les prochains trimestres d'autant plus que les ménages pourraient déployer les liquidités importantes accumulées depuis le début de la pandémie. Le Québec et l'Ontario se trouvent en année électorale, ce qui risque d'amener leurs gouvernements respectifs à présenter des budgets favorables à la croissance. Dans un tel contexte, nous nous attendons à ce que la Banque du Canada procède à un relèvement des taux d'intérêt dès mars, malgré la faiblesse économique anticipée en début d'année. L'inflation générale fait sourciller, mais le secteur immobilier aussi. En effet, les signes de surchauffe continuent de se multiplier dans le secteur résidentiel, et ce, malgré la hausse astronomique de 25% des prix pendant la pandémie.

Taux d'intérêt et devise

Au moment de rédiger ces notes, nous continuons de nous attendre à ce que la Banque du Canada commence à relever les taux d'intérêt en mars et soit suivie peu de temps après par la Fed, au deuxième trimestre.

- Nous prévoyons cinq hausses par la BdC cette année, et trois outre-frontière. Cette perspective est inchangée par rapport à notre précédente édition du Mensuel obligataire, mais nous concédons que le nombre de tours de vis risque d'être plus élevé aux États-Unis. En outre, le potentiel d'un relèvement des taux de la Fed dès mars a aussi nettement augmenté, mais nous ne l'avons pas encore intégré dans notre scénario de base.
- En plus des hausses de taux, nous assisterons probablement à une normalisation du bilan en 2022. Pour la BdC, cela implique une transition de la phase de réinvestissement à une réduction passive partielle par le non-renouvellement de titres à l'échéance. La Fed semble en passe d'en faire autant au deuxième semestre. Ne vous y trompez pas, il s'agit bien d'une inversion de l'assouplissement quantitatif, mais vu les quantités massives de liquidités injectées dans l'économie au cours des deux dernières années, les conditions financières seront toujours accommodantes jusqu'en 2023.
- Dans ce contexte, nos prévisions demeurent haussières pour les actifs à risque et nous maintenons la surpondération des titres de crédit et des actions dans notre répartition des actifs. Nous avons confiance dans ce que, avec des marchés liquides et une politique toujours accommodante, des bilans des consommateurs robustes et des perspectives de croissance toujours solides, l'expansion ne déraillera pas prématurément.
- Quant aux perspectives du marché, nous entrevoyons une contre-performance tactique des obligations du Canada avec la diminution des anxiétés et des mesures de restriction face à la pandémie et la possibilité que la BdC soit la première à relever les taux d'intérêt. Cependant, nous prévoyons que le deuxième semestre de 2022 sera caractérisé par une performance supérieure des OdC à mesure que l'effet ralentisseur du resserrement de la politique de la BdC augmentera et que la Réserve fédérale procédera à un rattrapage en vue de la normalisation. Conformément à notre estimation d'un taux neutre plus élevé outre-frontière, nous prévoyons que le rendement des OdC toutes échéances confondues sous-performent les obligations du Trésor américain une fois que les taux directeurs auront été ramenés à des niveaux plus normaux de part et d'autre de la frontière.
- Le dollar canadien a été matraqué ces dernières semaines. Même si nous nous attendons à un ralentisse-

Points saillants

ment de la production au cours des prochaines semaines avec la mise en place de mesures de lutte contre le variant Omicron par les provinces, l'impact pour la croissance devrait être relativement de courte durée, puisque ce nouveau variant semble moins virulent que le précédent. L'augmentation des prix des matières premières, un compte courant excédentaire, un marché du travail solide et des différentiels de taux d'intérêt positifs plaident en faveur d'une appréciation du CAD.

Répartititon des actifs et marché boursier

- L'indice MSCI Monde (tous pays) a terminé 2021 en force avec un gain cumulatif de 21.4% sur l'année. Cette performance est d'autant plus impressionnante qu'elle fait suite à deux années de fortes hausses. Les actions mondiales n'ont pas affiché une aussi bonne tenue depuis 2004-2006.
- À l'aube de 2022, l'indice MSCI Monde (TP) a perdu de sa vigueur. Cependant, cet accès de faiblesse est principalement attribuable aux États-Unis et à l'Europe. Les marchés émergents et le Canada, eux, continuent d'afficher des rendements positifs.
- Aux États-Unis, la baisse de régime était surtout due à des secteurs vulnérables à la hausse des taux obligataires. Si le taux de l'obligation du Trésor de 10 ans monte un peu, nous croyons que le style d'investissement privilégiant les actions de valeur sur celles de croissance devrait permettre de continuer de bien tirer son épingle du jeu.
- L'indice de référence canadien a enregistré une performance exceptionnelle en 2021 avec un gain de 25.1% (rendement total). Même après une telle course, nous croyons qu'il reste de la réserve dans le secteur de l'énergie et pour l'indice S&P/TSX en 2022. Mais surtout, les prévisions de bénéfice sous-jacentes des ratios cours/bénéfice prévisionnels pour 2022 sont relativement mesurées à notre avis, puisqu'elles tablent sur une croissance du BPA de 7% en 2022.
- Nous entamons 2022 avec une répartition des actifs inchangée: sous-pondération des titres à revenu fixe et surpondération des actions avec une préférence pour les titres de valeur sur ceux de croissance étant donné que nous prévoyons une augmentation des taux d'intérêt à long terme et une accentuation de la pente de la courbe des taux obligataires. Bien que nous nous attendions

à ce que l'assouplissement quantitatif prenne fin et à ce que le taux de financement à un jour augmente cette année, nous doutons que la politique monétaire devienne restrictive dans un avenir rapproché. Géographiquement, nous continuons de surpondérer le Canada où nous entrevoyons un bon potentiel de croissance des bénéfices et la possibilité d'une appréciation non négligeable du huard. Certes, le variant Omicron pourrait temporairement freiner l'économie, mais nous prévoyons que son impact sera transitoire.

Rotation sectorielle FBN

Secteurs du S&P/TSX	Pondération*	Recommandation	Variation
Énergie	14.3	Surpondérer	
Matériaux	11.5	Surpondérer	
Industrie	11.7	Équipondérer	
Consommation discrétionnaire	3.6	Équipondérer	
Consommation de base	3.6	Équipondérer	
Santé	0.8	Équipondérer	
Finance	33.2	Équipondérer	
Technologies de l'information	9.3	Sous-pondérer	
Services de télécommunications	4.7	Équipondérer	
Services publics	4.3	Sous-pondérer	
Immobilier	3.0	Sous-pondérer	
Total	100		

^{*} Au 12 Janvier 2022





Matthieu Arseneau Chef économiste adjoint 514 879-2252



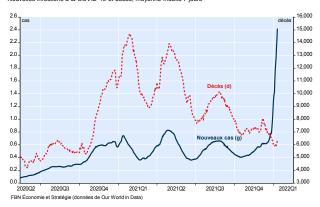
Jocelyn Paquet Économiste 514 412-3693

Monde: Le jour de la marmotte

Nos lecteurs ont toutes les excuses s'ils sont un peu confus, incapables de différencier l'année qui s'amorce des deux précédentes. Comme en 2020 et en 2021, les premiers jours de 2022 sont marqués par une forte augmentation du nombre de nouveaux cas de COVID-19 dans les économies avancées. Une fois de plus, les infrastructures de santé menacent de céder sous le poids de milliers d'hospitalisations. Et une fois de plus, les gouvernements de nombreux pays sont forcés d'adopter des mesures strictes de distanciation sociale pour limiter les dégâts. Après avoir espéré un retour à une vie plus normale après les campagnes de vaccination, inutile de dire que la situation actuelle apporte son lot de découragement.

Mais sommes-nous vraiment en train de revivre les pires moments de la pandémie? Une étude des données épidémiologiques suggère que non. À n'en pas douter, le variant Omicron est plus contagieux que ses prédécesseurs, ce qui explique pourquoi le nombre d'infections journalières explose dans plusieurs pays. Cela sans compter que les données « officielles » sous-estiment l'ampleur du problème, la capacité de tester ayant été excédée dans plusieurs régions. En contrepartie, il est maintenant prouvé que la nouvelle souche du virus occasionne des symptômes moins sévères, soit parce qu'elle s'attaque à des populations largement vaccinées soit tout simplement parce que les mutations qui la caractérisent la rendent moins virulente. En effet, des études publiées en Afrique du Sud et en Analeterre estiment que les hospitalisations sont de 40% à 80% moins fréquentes avec le variant Omicron qu'avec les formes précédentes de SARS-CoV-2. Qui plus est, lorsqu'un patient est admis à l'hôpital, il nécessite généralement moins de soins et son séjour tend à être plus court. Résultat, le nombre de décès répertoriés à l'échelle mondiale reste bien inférieur aux sommets atteints dans les vaques précédentes.

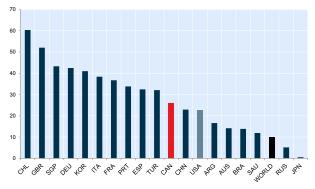
Monde: Omicron plus contagieux, mais moins virulent Nouvelles infections à la COVID-19 et décès, moyenne mobile 7 jours



Trois autres éléments nous permettent d'être optimistes :

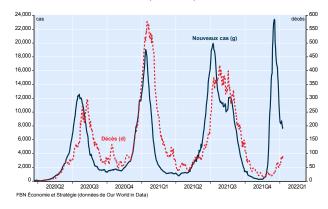
- (1) L'approbation récente/imminente de nouveaux médicaments antiviraux (ceux de Pfizer et Merck en particulier) très efficaces pour réduire les complications liées à la COVID-19 suite à un diagnostic.
- (2) La distribution rapide de doses de rappel du vaccin, du moins dans les économies avancées, qui offrira une meilleure protection à la population. (L'annonce de l'arrivée prochaine sur le marché de vaccins spécifiques au variant Omicron est une autre bonne nouvelle quoiqu'elle tombe trop tard pour enrayer la vaaue actuelle.).

Économies avancées : Déploiement rapide des doses de rappel Doses de rappel administrées par 100 habitants, pays choisis



(3) La baisse rapide du nombre de nouveaux cas observés en Afrique du Sud, ce qui laisse penser que les taux élevés de transmissibilité d'Omicron sont susceptibles de provoquer des vagues épidémiologiques très intenses, mais relativement courtes, le virus se propageant extrêmement rapidement au sein de la population.

Afrique du Sud : Une vague intense... mais courte? Nouvelles infections à la COVID-19 et décès, moyenne mobile 7 jours



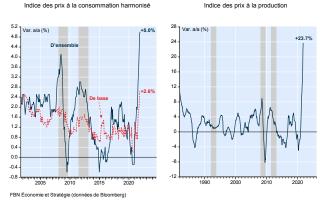
Nous devons ajouter à tout cela le fait que les particuliers et les entreprises ont appris à composer avec le virus, si bien que les impacts économiques de la COVID-19 ont eu tendance à diminuer avec chaque nouvelle vague. À diminuer... mais pas à disparaître. Bien que les perspectives à moyen terme soient plus encourageantes qu'elles ne l'étaient au début de 2020 ou 2021, force est d'admettre que l'économie mondiale ne sortira pas indemne de la vague Omicron. Au contraire, le premier trimestre de l'année pourrait être assez difficile dans certaines régions du globe. Dans la zone euro, les données de fréquentation des commerces de détail et des lieux de loisirs publiées par Google laissent présager un recul des dépenses de consommation pendant le trimestre.

Zone euro: Omicron ralentit l'ardeur des consommateurs...



Le bond de l'inflation – dû en grande partie à l'envolée des prix de l'énergie – ne fera rien pour aider les ménages de la zone de la monnaie unique.

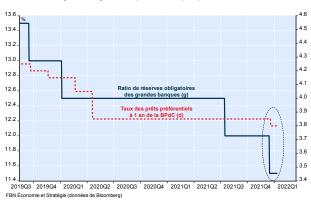
Zone euro: L'inflation d'ensemble à un sommet historique



Les économies émergentes, jusqu'ici plutôt épargnées par le variant Omicron, accusent un retard du côté de la vaccination et risquent donc de connaître des éclosions majeures dans les prochains mois. Bien que les confinements généraux soient plutôt rares dans ces économies, la détérioration de la situation sanitaire pourrait faire chuter temporairement la confiance des ménages, un phénomène renforcé par l'insuffisance ou l'absence de soutien budgétaire.

La situation épidémiologique est déjà préoccupante en Inde, en Argentine, aux Philippines, au Vietnam et au Chili, mais c'est la Chine qui constitue le plus gros risque. Le pays s'accroche toujours mordicus à sa politique zéro-COVID et continue d'imposer des mesures sanitaires extrêmement strictes partout où des cas de coronavirus sont détectés. La ville de Xi'an, littéralement coupée du monde depuis trois semaines, offre un bon exemple du zèle avec leauel les autorités chinoises traitent toute éclosion. Le variant Omicron ayant maintenant fait son entrée au pays, il faut s'attendre à d'autres confinements, surtout à la veille des Jeux olympiques de Beijing. Ces fermetures risquent de freiner la croissance à un moment où la Chine compose déià avec son lot de problèmes, notamment un douloureux processus de désendettement dans le secteur immobilier. On peut au moins se rassurer de voir que la Banque populaire de Chine a décidé de changer son fusil d'épaule et assouplir sa politique monétaire. Le ratio de réserves obligatoires des banques a en effet été réduit le mois dernier. Cette mesure injectera environ \$200 milliards dans l'économie. Le taux préférentiel de prêt de la banque centrale a également été abaissé pour la première fois depuis avril 2020, passant de 3.85% à 3.80%.

Chine : Assouplissement de la politique monétaire
Ratio de réserves obligatoires des grandes banques et taux des prêts préférentiels à 1 an de la BPdC



Si la Chine était effectivement frappée par une vague de nouveaux cas alimentée par le variant Omicron, les effets se feraient certainement sentir partout sur la planète. Les problèmes d'approvisionnement – qui demeurent très contraignants selon un nouvel indice publié par la Fed de

New York – pourraient s'intensifier davantage et maintenir une pression à la hausse sur le prix des biens importés dans les économies avancées, surtout si le variant Omicron ralentissait le rééquilibrage des dépenses des ménages vers les services, dans les pays riches.

Monde : Les chaînes d'approvisionnement toujours perturbées Indice des pressions sur les chaînes d'approvisionnement mondiales de la Fed de New York



De plus amples perturbations du transport maritime seraient aussi à prévoir dans un tel scénario.

... et le transport international toujours en crise Coût de référence du transport d'un conteneur de 40 pi de Hong Kong à Los Angeles



Après avoir revu à la baisse notre scénario de croissance mondiale le mois dernier pour intégrer les risques liés à la variante Omicron, nos perspectives restent plus ou moins inchangées ce mois-ci. Nous prévoyons une croissance de l'économie de 5.5 % en 2021, de 4.1 % en 2022 et de 3.7 % en 2023.

Perspectives mondiales

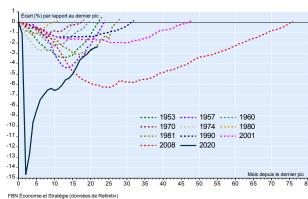
	2021	2022	2023
Économies avancées	4.9	3.5	2.6
États-Unis	5.6	3.5	2.6
Zone euro	5.0	3.5	2.1
Japon	1.8	2.7	1.3
Royaume-Uni	6.6	4.0	4.7
Canada	4.6	3.6	2.5
Australie	4.0	3.5	2.8
Corée du Sud	4.0	2.7	2.5
Économies émergentes	5.9	4.6	4.5
Chine	7.8	5.0	5.2
Inde	8.5	7.7	7.0
Mexique	5.7	3.0	2.2
Brésil	4.9	1.4	2.5
Russie	4.3	4.5	1.8
Monde	5.5	4.1	3.7

FBN Économie et Stratégie (données FBN et Consensus Economics)

États-Unis : Un marché du travail unique en son genre

Comment se porte le marché du travail aux États-Unis? Plutôt mal si l'on se fie uniquement au niveau d'emploi qui demeure à 3.6 millions (ou 2.3%) en dessous de son niveau d'avant la crise.

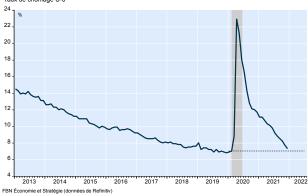
É.-U. : L'emploi toujours bien en-deçà de son niveau d'avant la pandémie Effectifs salariés non agricoles, écarts (%) par rapport au dernier pic



Et à en juger par le plus récent rapport du Bureau of Labor Statistics, les choses progressent à pas de tortue. Les effectifs salariés n'ont augmenté que de 199K en décembre. Ce résultat était bien en deçà de l'estimation consensuelle de +450K, et ce même si l'on tient compte de l'importante révision à la hausse apportée aux résultats des mois précédents (+141K).

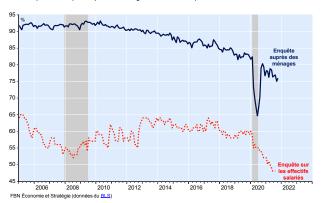
On peut toutefois douter de la précision des données recueillies par l'enquête auprès des entreprises. Une fois de plus en décembre, le sondage auprès des ménages a dépeint un tableau bien plus reluisant de la situation du marché du travail, avec des gains de 651K. Ce résultat, combiné à un taux d'activité inchangé (61.9%), s'est traduit par une diminution du taux de chômage de 4.2% à un creux inégalé depuis le début de la pandémie de 3.9%. Les détails du rapport étaient également fort encourageants, l'emploi à temps plein ayant augmenté de pas moins de 803K alors que le chômage de longue durée (>27 semaines) a de nouveau diminué et que le taux de sous-emploi (U6) est tombé à un niveau proche de celui observé à la fin du cycle dernier.

Le taux de chômage U-6 est presque à son niveau d'avant la crise



Alors, à quelle enquête se fier? Vu les antécédents en temps de pandémie, l'enquête auprès des ménages semble mieux donner le pouls du marché du travail, au moins au moment de la première publication. L'enquête auprès des établissements, pour sa part, a tendance à sous-estimer les gains de l'emploi avant de les corriger progressivement à la hausse. Ainsi, les estimations de la croissance des effectifs salariés ont été revues à la hausse de plus d'un million en 2021 dans l'ensemble, leur plus fort ajustement à la hausse sur une année complète. La baisse des taux de réponse est sans doute en partie responsable de cette anomalie.

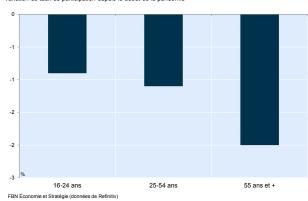
É.-U. : Effondrement des taux de réponse aux enquêtes sur les salariés Taux de réponse à l'enquête auprès des ménages du BLS et à l'enquête sur les effectifs salariés



Mais même si l'on se fie à l'enquête auprès des ménages, l'emploi reste inférieur de 1.8% (2.9 millions) à son niveau d'avant la pandémie. Le taux de participation, pour sa part, demeure 1.5% plus bas qu'il ne l'était en février 2020. Est-ce que cela signifie que le taux de chômage surestime l'amélioration du marché du travail et qu'un nombre de travailleurs potentiels actuellement sur les lignes de côté viendront pallier la rareté de main d'œuvre? Pas si vite. La pandémie a bouleversé le marché du travail de bien des manières et il v a lieu de croire que le bassin de travailleurs s'en trouve réduit. Plusieurs facteurs laissent en effet penser que les taux de participation ne remonteront pas de sitôt à leur niveau prépandémique:

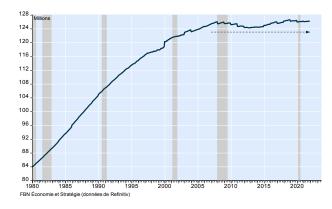
- (1) la peur résiduelle du virus chez certaines personnes et les effets à long terme de celui-ci sur la santé de nombreux travailleurs (le variant Omicron n'améliorera pas les choses);
- (2) la fermeture d'écoles et de garderies qui obligent de nombreux parents à rester à la maison pour s'occuper des enfants (encore une fois, la vaque Omicron n'améliorera pas les choses);
- (3) l'inadéquation entre les compétences les plus demandées et les compétences de ceux qui ont perdu leur emploi pendant la pandémie;
- (4) l'augmentation du nombre de départs à la retraite au cours des derniers mois qui se reflète dans un taux de participation particulièrement faible chez les travailleurs plus âaés:

É.-U. : La pandémie a réduit le bassin de travailleurs Variation du taux de participation depuis le début de la pandémie



(5) la stagnation de la population en âge de travailler, un problème structurel qui a été amplifié par un afflux réduit d'immigrants qualifiés pendant la pandémie.

É.-U. : La pandémie a réduit le bassin de travailleurs (2)



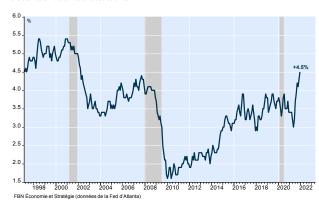
Dans ce contexte, tenter d'atteindre les taux de participation d'avant la crise serait trop ambitieux... et la Fed semble enfin l'avoir accepté. Le procès-verbal de sa réunion de politique monétaire des 14 et 15 décembre a montré que « plusieurs participants considéraient les conditions du marché du travail comme déjà largement compatibles avec le plein emploi ». Plusieurs indicateurs abondent en effet dans ce sens. Le rapport JOLTS de novembre a montré une augmentation du ratio offres d'emploi/chômeurs à un nouveau record historiaue.

Le marché du travail a rarement été aussi favorable aux travailleurs Postes à nouvoir et taux de démissions (départs volontaires par rapport à l'emploi total)



Pas étonnant donc de voir les salaires augmenter au rythme le plus rapide depuis 2002, phénomène qui risque de maintenir l'inflation au-dessus de la cible de la banque centrale, même lorsque les problèmes d'approvisionnement tendront à diminuer.

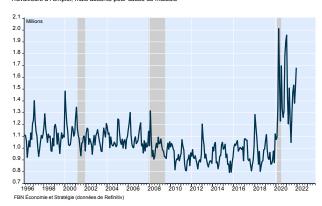
É.-U. : Les salaires augmentent au rythme le plus rapide depuis 2007



Il est vrai que le variant Omicron pourrait noircir le tableau de l'emploi au début de 2022 et entraîner des pertes dans des secteurs où la distanciation physique est difficile à maintenir (loisirs/hôtellerie, éducation/ santé). Mais force est de constater que les mesures sanitaires mises en place aux États-Unis sont beaucoup moins contraignantes que dans d'autres régions du monde (p. ex., zone euro, Canada). Les répercussions sur

le marché du travail devraient donc être plus limitées. Nous avons tout de même décidé de revoir à la baisse notre prévision de croissance pour le premier trimestre l'année, de 2.5% à 2.2%. Après tout, les hospitalisations atteignent déjà de nouveaux sommets chez nos voisins du sud et les consommateurs pourraient décider de restreindre leurs activités même sans y être contraints par l'action gouvernementale. La COVID-19 risque aussi de réduire les capacités de production en forcant des travailleurs infectés à rester à la maison. Déjà en décembre, le nombre de personnes à l'emploi, mais en congé de maladie demeurait proche du record absolu atteint au début de la pandémie. Il est probable que ce chiffre augmente à nouveau en janvier et en février.

É.-U. : De nombreux travailleurs infectés toujours à l'écart Travailleurs à l'emploi mais absents nour cause de maladie



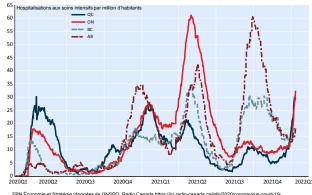
Ces perturbations devraient toutefois être de courte durée. Tel que mentionné ci-dessus, le variant Omicron se propage à une vitesse telle que la vague d'infections actuelle risque d'être intense, mais brève. Cela devrait permettre au marché du travail de se redresser relativement rapidement.

Considérant la situation financière avantageuse des ménages américains, nous nous attendons à ce que les pertes du T1 soient en bonne partie compensées au cours des trimestres subséquents. Le PIB devrait donc terminer l'année à peu près au même niveau qu'anticipé dans la dernière édition de ce mensuel.

Canada: Un air de déjà vu

L'évolution de la pandémie au pays au cours des dernières semaines n'a rien de bien surprenant étant donné ce au'on observait ailleurs dans le monde. En effet, le variant Omicron est venu subitement jouer les trouble-fête durant cette période de « festivités ». Bien que la virulence moindre de ce variant fasse en sorte que la hausse des cas ne s'est pas traduite par une hausse proportionnelle du nombre d'hospitalisations, la forte contagiosité impose de nouveau un stress au système de santé au Canada. Le nombre de patients aux soins intensifs est en forte hausse ce qui a incité les gouvernements à resserrer les mesures sanitaires pour réduire les contacts.

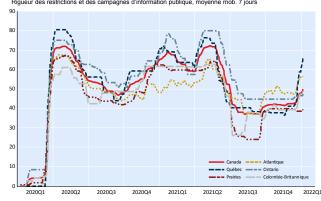
Canada: Hospitalisations aux soins intensifs liées à la COVID-19 Patients aux soins intensifs par million d'habitants



FBN Économie et Stratégie (données de l'INSPQ, Radio Canada https://iici.radio-canada.ca/info/2020/coronavirus-covid-19-

Pour l'instant, selon les données de la Banque du Canada, c'est au Québec que les mesures sont le plus sévères et qu'elles risquent le plus de limiter la croissance économique. Les salles à manger des restaurants et les bars sont de nouveau fermés tout comme les salles de spectacles et les activités de loisir. Les commerces demeurent ouverts, mais ils doivent limiter l'achalandage à 50% de leur capacité. En Ontario, à l'exception des salles à manger, des bars et des centres de conditionnement physique qui sont complètement fermés, de nombreux secteurs demeurent ouverts, mais sont forcés de maintenir une jauge de 50% de leur capacité, notamment ceux de la culture et des loisirs. Il en résulte que le trimestre qui s'annonçait solide risque de pâtir des mesures mises en place, les secteurs hébergement/restauration et arts/ spectacles freinant le plus la croissance économique.

Canada: Indice de rigueur des mesures sanitaires liées à la COVID-19



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

Toutefois, nous continuons de percevoir cette faiblesse économique comme temporaire et limitée aux secteurs directement touchés par les mesures restrictives, comme ce fut le cas lors des épisodes précédents. Des programmes de soutien aux entreprises sont encore en place pour limiter l'impact négatif des fermetures sur leurs finances. Quant aux travailleurs licenciés, ils ont encore droit à des prestations extraordinaires, quoique moins généreuses que par le passé (\$300 contre \$500 par semaine avant le mois d'août). Certains pourraient toutefois opter pour des emplois dans d'autres secteurs affichant un manque criant de main-d'œuvre. En effet, le marché du travail connaissait une viqueur impressionnante en fin d'année. Le nombre de travailleurs en décembre a augmenté de 55K soit bien plus que les 25K qui faisaient consensus parmi les économistes. Le redressement du marché du travail a tout simplement été spectaculaire en 2021. De décembre 2020 à décembre 2021, le taux de chômage est passé de 8.8% à 5.9% arâce à l'ajout de 890K emplois dont 78% dans le secteur privé. Mais ce n'est pas seulement le taux de chômage qui indique un contexte de plein emploi. Le taux de sous-utilisation de la main-d'œuvre - aui comprend également les personnes qui veulent un emploi, mais n'en ont pas cherché ou qui ont un emploi, mais travaillent moins de la moitié de leurs heures habituelles – a diminué de auatre dixièmes en décembre pour atteindre 12,0%. Il s'agit d'un niveau se situant dans la fourchette observée en 2018 et 2019

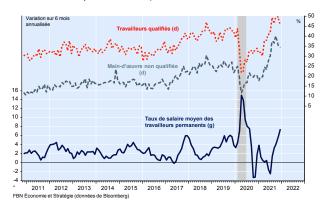
Canada : Le marché du travail est revenu au plein emploi Taux de chômage et taux de sous-emploi de la main-d'œuvre



FBN Économie et Stratégie (data via Bloomberg)

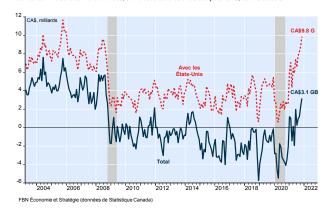
Malgré la pluie d'embauches des derniers mois, cela ne semble pas avoir assouvi les besoins des petites et movennes entreprises. En effet, une forte proportion d'entre elles affirment encore que la rareté des travailleurs représente un frein à la production. Un tel contexte est d'ailleurs favorable aux travailleurs. Au cours des six derniers mois, la hausse du salaire horaire moyen a été de 7.0% en rythme annualisé, du jamais vu, compte non tenu de la période de confinement du début de la pandémie où un nombre massif de bas salariés ont été licenciés.

Canada : La croissance des salaires accélère fortement Taux du salaire horaire moyen et indicateurs de la pénurie de main-d'œuvre de la FCEI



Ainsi, même si l'économie est appelée à connaître un passage à vide en début d'année, les pressions inflationnistes sont telles que nous continuons de croire que la Banque du Canada entamera le relèvement de son taux directeur en mars. Outre les incertitudes soulevées par le variant Omicron, la banque centrale avait pointé en décembre les inondations dévastatrices en Colombie-Britannique comme un facteur de risque. Les données préliminaires indiquent que l'impact sur la croissance économique pourrait être limité. Outre l'emploi qui a tenu le coup dans la province, il est rassurant de constater que les données sur le commerce international de novembre indiquent que les perturbations des transports n'ont eu au'un effet limité. En effet, les volumes des échanges de biens ont continué de croître, les exportations bondissant de 3.5% et les importations augmentant de 0.8%. Ce faisant, l'excédent commercial de marchandises a atteint son plus haut niveau depuis septembre 2008 grâce à des termes de l'échange qui se sont considérablement améliorés durant la pandémie.

Excédent record du commerce de marchandises depuis sept. 2008



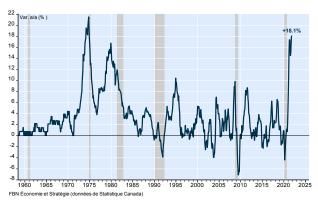
Il y a lieu de penser que ceux-ci ont continué de s'améliorer à la faveur de l'évolution des prix des matières premières. L'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada de 26 matières premières et denrées produites par notre pays et vendues sur les marchés mondiaux a atteint un record au début du T1 2022 après conversion en dollars canadiens. Nous demeurons optimistes pour le secteur des ressources naturelles cette année, car la demande des consommateurs au niveau mondial devrait rester vigoureuse ce qui incitera les entreprises à regarnir leurs stocks épuisés.

Canada: Les prix des matières premières atteignent un record



La hausse des prix des matières premières risque de se répercuter ultimement sur les consommateurs. L'évolution des prix des producteurs industriels canadiens laisse penser que les prix des biens sont appelés à continuer d'augmenter à un rythme élevé. En novembre, ils ont crû de 0.8% après un gain de 1.6% le mois précédent. Des hausses ont été signalées dans 14 des 21 grands groupes de produits de base. Sur 12 mois, l'indice des prix des produits industriels (IPPI) a enregistré une augmentation de 18.1%, soit son rythme le plus élevé depuis les années 1970.

Canada: Plus fortes augmentations de l'IPPI depuis les années 1970 Indice des prix des produits industriels. Dernière observation : novembre 2021



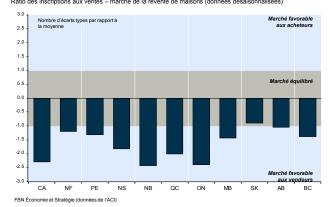
2020 2021p 2022p 2023p

2019

L'économie

Bien que la croissance au premier trimestre sera affectée par les mesures sanitaires ce qui nous amène à réviser à la baisse notre prévision de croissance annuelle pour 2022 (de 4.1% à 3.6%), l'économie devrait rapidement retrouver la trajectoire que nous anticipions pour afficher une croissance bien supérieure au potentiel durant l'année. La solidité du marché du travail et la hausse des revenus qui en résulte donnent à croire que la consommation sera le moteur important de la croissance pendant les prochains trimestres d'autant plus que les ménages pourraient déployer les liquidités importantes accumulées depuis le début de la pandémie. Le Québec et l'Ontario se trouvent en année électorale, ce qui risque d'amener leurs gouvernements respectifs à présenter des budgets favorables à la croissance. Dans un tel contexte, nous nous attendons à ce que la Banque du Canada procède à un relèvement des taux d'intérêt dès mars, malgré la faiblesse économique anticipée en début d'année. L'inflation générale fait sourciller, mais le secteur immobilier aussi. En effet, les signes de surchauffe continuent de se multiplier dans le secteur résidentiel, et ce, malgré la hausse astronomique de 25% des prix pendant la pandémie.

Canada: Les vendeurs ont encore le gros bout du bâton Ratio des inscriptions aux ventes - marché de la revente de maisons (données désaisonnalisées)



Prévisions économiques provinciales

2019 2020 2021p 2022p 2023p

		_0_0	_0P	_UP	_0_0P				-01	_UP	-0-04
					-						
		PIB réel	(croissan	ce en %)			PΙ	B nomin	al (croiss	ance en %)
Terre-Neuve-et-Labrador	3.3	-5.4	3.0	2.3	1.8	2	.3	-10.7	13.9	8.4	2.7
Île-du-Prince-Édouard	4.7	-1.7	3.1	2.5	2.6	6	.6	0.9	8.8	5.1	3.4
Nouvelle-Écosse	3.0	-2.5	3.4	2.7	2.1	3	.7	0.7	8.7	6.1	3.2
Nouveau-Brunswick	1.3	-3.2	3.2	2.5	1.9	2	.4	-1.3	9.2	6.0	2.4
Québec	2.8	-5.5	6.2	2.6	2.3	4	.7	-2.4	11.2	6.0	3.1
Ontario	2.0	-5.1	4.0	3.9	2.6	3	.7	-2.8	10.9	6.3	3.0
Manitoba	0.4	-4.6	3.9	3.1	2.4	0	.7	-1.4	11.2	6.2	3.1
Saskatchewan	-1.1	-4.9	4.3	3.6	2.6	-0	.4	-6.6	17.8	12.9	2.6
Alberta	-0.1	-7.9	5.0	4.1	2.7	1	5	-16.1	21.3	12.5	3.2
Colombie-Britannique	3.1	-3.4	4.4	4.4	2.8	4	.6	-0.5	12.1	7.1	3.1
Canada	1.9	-5.3	4.6	3.6	2.5	3	.6	-4.6	12.7	7.4	3.0

		Emploi	(croissan	ce en %)			Taux d	e chôma	ge (%)	
Terre-Neuve-et-Labrador	1.3	-5.9	2.9	2.0	0.7	12.3	14.2	12.9	12.6	11.6
Île-du-Prince-Édouard	3.4	-3.2	3.8	3.0	1.8	8.6	10.6	9.3	8.4	8.0
Nouvelle-Écosse	2.3	-4.7	5.4	2.4	1.6	7.3	9.8	8.4	7.2	6.4
Nouveau-Brunswick	0.7	-2.6	2.6	2.0	0.7	8.2	10.1	8.9	8.3	7.8
Québec	2.0	-4.8	4.2	3.0	1.6	5.2	8.9	6.1	4.8	4.4
Ontario	2.8	-4.7	4.9	3.9	1.9	5.6	9.6	8.0	6.0	5.6
Manitoba	1.0	-3.7	3.5	2.2	1.2	5.4	8.0	6.4	5.5	5.1
Saskatchewan	1.7	-4.6	2.6	2.0	1.3	5.5	8.4	6.5	6.2	5.8
Alberta	0.6	-6.5	5.1	3.4	1.7	7.0	11.5	8.6	8.2	7.9
Colombie-Britannique	2.9	-6.5	6.6	3.3	1.8	4.7	9.0	6.5	4.7	4.3
Canada	2.2	-5.1	4.8	3.3	1.7	5.7	9.6	7.4	6.0	5.6

	Mise	s en chan	tier de lo	gements	(000)		IPC (C	roissance	en %)	
Terre-Neuve-et-Labrador	0.9	0.8	1.2	1.0	0.8	1.0	0.2	3.8	3.8	2.5
Île-du-Prince-Édouard	1.5	1.2	1.2	1.0	1.0	1.2	0.0	4.7	4.1	2.5
Nouvelle-Écosse	4.7	4.9	5.8	4.4	4.1	1.6	0.3	4.0	4.0	2.4
Nouveau-Brunswick	2.9	3.5	3.9	3.0	2.7	1.7	0.2	3.7	3.8	2.6
Québec	48.0	54.1	71.7	58.0	55.0	2.1	0.8	3.7	3.9	2.5
Ontario	69.0	81.3	104.2	88.0	81.0	1.9	0.6	3.6	4.0	2.5
Manitoba	6.9	7.3	7.8	6.3	6.1	2.3	0.5	3.2	3.8	2.5
Saskatchewan	2.4	3.1	4.3	3.6	3.5	1.7	0.6	2.8	3.8	2.5
Alberta	27.3	24.0	32.0	27.0	26.5	1.7	1.1	3.0	3.8	2.5
Colombie-Britannique	44.9	37.7	46.3	37.0	35.8	2.3	0.8	3.1	3.7	2.5
Canada	208.7	217.8	278.4	229.3	216.5	1.9	0.7	3.4	3.9	2.5

e: estimé p: prévision

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

États-Unis Scénario économique

							T4/T4	
(Variation annuelle en %)*	2019	2020	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Produit intérieur brut (\$constants, 2012)	2.3	(3.4)	5.6	3.5	2.6	5.2	2.8	2.3
Dépenses personnelles	2.2	(3.8)	8.1	3.5	2.5	7.6	2.5	2.2
Construction résidentielle	(0.9)	6.8	9.1	(1.2)	1.0	(2.0)	1.0	1.0
Investissements des entreprises	4.3	(5.3)	7.6	3.1	1.8	7.3	1.8	2.3
Dépenses publiques	2.2	2.5	0.8	1.5	2.4	1.3	2.0	2.5
Exportations	(0.1)	(13.6)	3.6	2.9	3.2	1.2	3.7	2.2
Importations	1.2	(8.9)	13.1	2.3	1.4	6.1	0.9	2.0
Variation des stocks (milliards \$)	75.1	(42.3)	(87.1)	93.8	50.0	(25.0)	175.0	25.0
Demande intérieure	2.4	(2.5)	6.7	2.9	2.3	6.0	2.3	2.2
Revenu réel disponible	2.3	6.2	2.4	(2.3)	2.4	0.7	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	5.3	4.0	3.7	4.2	3.8	3.6
Taux d'inflation	1.8	1.3	4.7	4.9	2.9	6.7	3.0	3.0
Bénéfices avant impôts	2.7	(5.2)	24.0	4.2	2.6	17.0	3.7	1.4
Compte courant (milliards \$)	(472.1)	(616.1)	(783.6)	(770.5)	(710.0)			

^{*} Sauf indication contraire.

Scénario financier**

	actuel							
	14/01/22	T1 2022	T2 2022	T3 2022	T4 2022	2021	2022	2023
Taux cible fonds fédéraux	0.25	0.25	0.50	0.75	1.00	0.25	1.00	2.00
Bons du Trésor 3 mois	0.13	0.15	0.35	0.60	0.85	0.06	0.85	1.85
Obligations fédérales								
2 ans	0.99	1.10	1.30	1.50	1.70	0.73	1.70	2.05
5 ans	1.55	1.65	1.75	1.85	1.90	1.26	1.90	2.10
10 ans	1.78	1.90	2.00	2.05	2.10	1.52	2.10	2.20
30 ans	2.12	2.20	2.25	2.25	2.30	1.90	2.30	2.30
Taux de change								
US\$/Euro	1.14	1.14	1.14	1.16	1.17	1.14	1.17	1.15
YEN/\$US	114	115	115	114	113	115	113	109

^{**} fin de période

Dynamique trimestrielle

	T1 2021 publié	T2 2021 publié	T3 2021 publié	T4 2021 publié	T1 2022 publié			T4 2022 prévision
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	6.3	6.7	2.3	5.6	2.2	3.4	2.9	2.8
IPC (var. a/a %)	1.9	4.8	5.3	6.7	6.8	5.3	4.4	3.2
IPC de base (var. a/a %)	1.4	3.7	4.1	5.0	5.6	4.1	3.4	3.0
Taux de chômage (%)	6.2	5.9	5.1	4.2	4.2	4.1	4.0	3.8

Financière Banque Nationale

Canada Scénario économique

							T4/T4	
(Variation annuelle en %)*	2019	2020	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Produit intérieur brut (\$constants, 2012)	1.9	(5.2)	4.6	3.6	2.5	3.0	3.7	1.6
Dépenses personnelles	1.4	(6.2)	5.4	4.4	2.8	6.0	3.1	1.7
Construction résidentielle	(0.2)	4.3	14.0	(6.1)	(0.6)	(5.1)	2.0	(3.0)
Investissements des entreprises	2.5	(12.1)	(1.0)	3.9	3.7	1.1	5.1	2.7
Dépenses publiques	8.0	0.9	4.8	1.5	1.2	2.2	1.7	1.0
Exportations	2.3	(9.7)	0.9	4.4	5.0	(1.5)	6.7	4.0
Importations	0.4	(10.8)	6.3	3.5	4.9	1.5	5.1	5.0
Variation des stocks (millions \$)	18,377	(18,720)	(1,168)	13,894	20,993	5,000	11,575	25,954
Demande intérieure	1.2	(4.1)	5.2	2.5	2.2	3.3	2.8	1.2
Revenu réel disponible	3.0	8.2	1.4	(0.2)	1.4	2.4	0.5	1.5
Emploi	2.2	(5.1)	4.8	3.3	1.7	4.2	2.1	1.2
Taux de chômage	5.7	9.6	7.4	6.0	5.6	6.2	5.6	5.6
Taux d'inflation	1.9	0.7	3.4	3.9	2.5	4.7	2.8	2.5
Bénéfices avant impôts	(0.6)	(1.9)	31.8	4.1	1.7	13.7	6.0	2.8
Compte courant (milliards, \$)	(47.0)	(39.4)	11.0	(11.0)	(28.0)			

^{*} Sauf indication contraire.

Scénario financier**

	actuel 14/01/22	T1 2022	T2 2022	T3 2022	T4 2022	2021	2022	2023
Taux à un jour	0.25	0.50	0.75	1.25	1.50	0.25	1.50	1.75
Taux préférentiel	2.25	2.50	2.75	3.25	3.50	2.25	3.50	3.75
Bons du Trésor 3M	0.27	0.35	0.60	1.05	1.30	0.17	1.30	1.65
Obligations fédérales								
2 ans	1.16	1.30	1.50	1.70	1.80	0.95	1.80	1.80
5 ans	1.58	1.65	1.75	1.85	1.90	1.26	1.90	1.90
10 ans	1.77	1.85	1.90	1.95	2.00	1.43	2.00	1.95
30 ans	2.02	2.05	2.10	2.15	2.15	1.68	2.15	2.15
Taux de change								
CAD par USD	1.25	1.24	1.20	1.22	1.23	1.26	1.23	1.26
Prix du pétrole (WTI), \$U.S.	84	82	85	83	81	75	81	80

^{**} fin de période

Dynamique trimestrielle

T1 2021	T2 2021	T3 2021	T4 2021	T1 2022	T2 2022	T3 2022	T4 2022
publié	publié	prévision	prévision	prévision	prévision	prévision	prévision
4.9	(3.2)	5.4	5.3	1.1	6.6	3.9	3.2
1.4	3.4	4.1	4.7	4.7	4.4	3.6	2.8
1.0	2.1	3.0	3.2	3.3	3.1	2.6	2.5
8.4	8.0	7.2	6.2	6.4	6.1	5.7	5.6
	94.9 1.4 1.0	publié publié 4.9 (3.2) 1.4 3.4 1.0 2.1	publié publié prévision 4.9 (3.2) 5.4 1.4 3.4 4.1 1.0 2.1 3.0	publié publié prévision prévision 4.9 (3.2) 5.4 5.3 1.4 3.4 4.1 4.7 1.0 2.1 3.0 3.2	publié publié prévision prévision prévision prévision 4.9 (3.2) 5.4 5.3 1.1 1.4 3.4 4.1 4.7 4.7 1.0 2.1 3.0 3.2 3.3	publié publié prévision prévision prévision prévision prévision prévision prévision prévision prévision 4.9 (3.2) 5.4 5.3 1.1 6.6 1.4 3.4 4.1 4.7 4.7 4.4 1.0 2.1 3.0 3.2 3.3 3.1	4.9 (3.2) 5.4 5.3 1.1 6.6 3.9 1.4 3.4 4.1 4.7 4.7 4.4 3.6 1.0 2.1 3.0 3.2 3.3 3.1 2.6

Financière Banque Nationale





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

2022 : L'année de la hausse des intérêts

L'année extraordinaire que fut 2021 est finalement bouclée. Et pour sa part, 2022 ne s'annonce quère moins captivante étant donné la pandémie aui fait toujours rage, l'inflation galopante, les marchés du travail ultra tendus et un cycle de hausse des taux d'intérêt imminent.

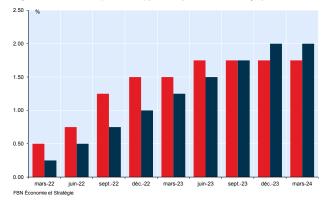
Certes, le variant Omicron qui ne lâche pas imprimera sa marque sur la croissance et l'emploi au début de l'année. Cependant, il semble que la virulence de ce variant soit moins préoccupante que celle des variants des vaques de COVID antérieures. Alors que les économies deviennent plus résilientes face à la pandémie et que les mandats de stabilité des prix sont de plus en plus menacés, les banques centrales se projetteront sans doute au-delà des effets à court terme plus qu'elles ne l'auraient fait dans le passé.

Bien au'on s'attende toujours à ce au'elle diminue plus tard cette année. l'inflation menace un peu plus les perspectives - risque que les banquiers centraux nord-américains reconnaissent de plus en plus. L'attitude accommodante et patiente aui a caractérisé le plus clair de 2021 appartient désormais au passé alors que la BdC et la Fed, comme nous l'avons déjà dit, accusent un net retard et passeront à l'action sous peu.

À pareille date l'an prochain, les banques centrales pourraient afficher des taux directeurs égaux ou supérieurs à 1%. Nous serons encore dans un contexte à taux d'intérêt inférieur au niveau neutre (et négatif en termes réels), mais l'idée de la moindre hausse des taux - a fortiori de deux ou trois - semblait improbable il y a un an. Au moment de rédiger ces notes, nous continuons de nous attendre à ce que la BdC commence à relever les taux d'intérêt en mars et soit suivie peu de temps après par la Fed, au deuxième trimestre. Nous prévoyons cina hausses par la BdC cette année, et trois outre-frontière. Cette perspective est inchangée par rapport à notre précédente édition du Mensuel obligataire, mais nous concédons que le nombre de tours de vis risque d'être plus élevé aux États-Unis. En outre, le potentiel d'un relèvement des taux par la Fed dès mars a aussi augmenté spectaculairement, mais nous ne l'avons pas encore intégré dans notre scénario de base.

Visualisation de nos prévisions de taux

Projections des taux directeurs (fin de trimestre) pour la Banque du Canada et la Fed jusqu'au T1 2024



En plus des hausses de taux, nous assisterons probablement à une normalisation du bilan en 2022. Pour la BdC, cela impliaue une transition de la phase de réinvestissement à une réduction passive partielle du bilan par le non-renouvellement de titres à l'échéance. La Fed semble en passe d'en faire autant au deuxième semestre. Ne vous y trompez pas, il s'agit bien d'une inversion de l'assouplissement quantitatif, mais vu les quantités massives de liquidités injectées dans l'économie au cours des deux dernières années, les conditions financières resteront accommodantes jusqu'en 2023.

La liquidité est encore abondante

Soldes de règlement du STPGV (a) et opérations de pension acceptées de la Fed de NY (d)



Dans ce contexte, nos prévisions demeurent haussières pour les actifs à risque et nous maintenons la surpondération des titres de crédit et des actions dans no-

tre répartition des actifs. Nous avons confiance dans ce que, avec des marchés liquides et toujours accommodants, des bilans des consommateurs robustes et des perspectives de croissance toujours solides, l'expansion ne déraillera pas prématurément.

Nous continuons aussi de croire que les taux neutres canadien et américain n'ont pas chanaé beaucoup par rapport au régime prépandémique. De plus, les économies de plus en plus sensibles aux taux d'intérêt laissent penser que le potentiel d'un resserrement de la politique pourrait être plus limité que certains pourraient le prévoir. Malgré notre prévision d'une normalisation rapide du taux directeur de la BdC en 2022, nous doutons aue la Banque soit en mesure de hisser le taux de financement à un jour cible au-dessus de 2%. Tout en pensant que le niveau neutre est légèrement plus élevé aux États-Unis, nous estimons que la limite haute de l'objectif de taux des fonds fédéraux demeure un modeste 2%. Par conséquent, nous prévoyons que le taux d'intérêt à long terme dépassera tout juste 2% dans un avenir pas trop lointain et qu'un pari sur l'aplatissement de la courbe des taux reste l'opération du jour. De fait, il ressort de notre analyse historique détaillée que, typiquement, la pression à la hausse des taux à long terme cesse une fois que le resserrement de la politique monétaire commence. Nous nous attendons à ce que la même chose se produise dans ce cycle-ci, à supposer que les attentes d'inflation restent bien ancrées

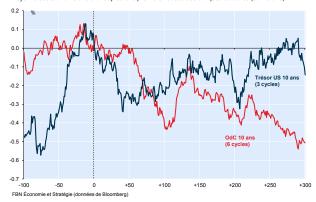
Une part record de la demande canadienne sensible aux taux d'intérêt Part de la demande intérieur finale (DIF) sensible aux taux d'intérêt



FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada, BEA) | Nota : données du Canada décalées d'un trimestre (dernières = 2021:02)

Bien entendu, le risque clé pour ces perspectives est la différence entre les politiques monétaires. Alors que nous prévoyons que les banques centrales commenceront à normaliser leur bilan en 2022, un délestage plus rapide pourrait compromettre les perspectives des obligations gouvernementales, des titres de crédit et des actions. Cela dit, s'il est une chose que nous avons apprise ces dernières années, c'est que les banques centrales pécheront plutôt par excès d'accommodement face à l'incertitude (tant que l'inflation n'est pas exagérément hors de contrôle). Par conséauent, nous pensons au'un resserrement de la politique monétaire susceptible de compromettre le cycle économique est peu probable, particulièrement puisque les pressions sur les prix devraient diminuer nettement d'ici 2023, soulageant la pression sur les banques centrales.

Très peu de pression à la hausse après un premier relèvement des taux Moyenne des taux à 10 ans avant/après une première hausse des banques centrales (sur 25 ans)



FOMC: Les faucons ont pris leur envol

Nouvelle année, nouvelle Fed. C'est le sentiment qu'on retient alors aue nous entrons dans 2022. En effet, souvenez-vous du début de l'automne quand la Fed présentait son Sommaire des projections économiques de septembre et voyez à quel point et à quelle vitesse les choses ont évolué pendant le reste de l'année.

En septembre, le désaccord entre les membres du FOMC sur la nécessité d'un resserrement de la politique en 2022 était grand; neuf des 18 prévisions du SPE préconisaient alors exactement zéro augmentation en 2022. Trois mois plus tard, en décembre, il n'y avait plus un seul participant du FOMC pour penser qu'il n'y aurait pas de normalisation du taux directeur cette année. Au lieu de cela, le débat tournait autour de la question de

savoir si la Fed devrait donner deux ou trois tours de vis, voire plus, cette année.

Une révision spectaculaire du graphique à points





FBN Économie et Stratégie (données de la Réserve fédérale)

Alors, qu'est-ce qui a changé? Premièrement, la Fed ne tient plus mordicus à sa thèse d'une inflation transitoire. Ce qualificatif tant décrié a été abandonné dans le communiqué de décembre aui dit maintenant :

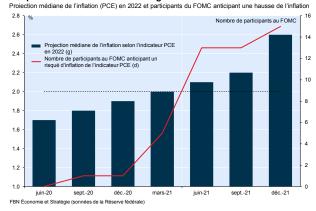
- « les déséguilibres de l'offre de la demande reliés à la pandémie et la réouverture de l'économie ont continué de contribuer à des niveaux élevés d'inflation »
- Communiqué de la Fed sur les taux d'intérêt (15 déc. 2021)

Dans la conférence de presse qui a suivi, Jerome Powell est revenu sur la question, notant que les augmentations de prix ont été « plus fortes et plus durables » qu'on le prévovait précédemment. Il a aussi expliaué aue son opinion avait été influencée plus radicalement par le rapport sur l'IPC d'octobre ainsi que par le bond de l'indice des coûts de l'emploi. En outre, la reconnaissance de pressions plus fortes sur les prix cette année semble plus généralisée, à en juger par les révisions des perspectives d'inflation du Comité. Alors que dans les projections de septembre l'inflation selon l'indicateur PCE devait effectivement redescendre à 2% en 2022, on a intégré le maintien d'un niveau un peu plus élevé sur l'horizon de projection en décembre. De plus, avec l'augmentation récente des infections dues au variant Omicron - qui a encore comprimé la main-d'œuvre disponible et pourrait exacerber l'engorgement des chaînes d'approvisionnement -, l'inflation risque plutôt d'être plus élevée cette année.

Une donnée économique qui change la donne pour Jerome Powell Indice du coût de l'emploi : variation en pourcentage d'une année à l'autre



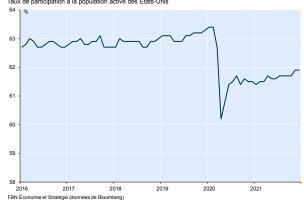
Les prévisions d'inflation en 2022 régulièrement révisées à la hausse



Deuxièmement, M. Powell et la Fed ont réévalué leurs prévisions du marché du travail; d'aucuns diraient en en modifiant les critères. Pendant le plus clair de l'année, on s'intéressait particulièrement au déficit d'emplois de plusieurs millions de postes par rapport au marché du travail d'avant la pandémie, puisque le taux d'activité n'a pratiquement pas bougé après une reprise initiale modeste en 2020. On croyait généralement que, à mesure que les vaccinations progresseraient, que les bonifications de l'assurance chômage seraient retirées et que les enfants retourneraient à l'école, les Américains se dépêcheraient de reprendre le travail. Toutes ces conditions ont été remplies, mais le taux d'activité n'a augmenté que de quatre dixièmes de point depuis la

même époque l'an dernier. Force a été de concéder que l'impact pour le taux d'activité lié à la pandémie est plus structurel par nature et qu'il faudra probablement plus de temps pour revenir à une situation plus normale.

Le taux d'activité des États-Unis n'a pratiquement pas bougé en 2021 Taux de participation à la population active des États-Unis

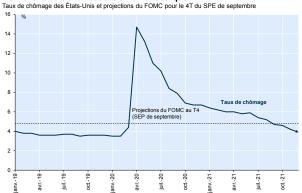


Maintenant, la Fed est focalisée, avec raison, sur les indicateurs du marché du travail qui signalent de sérieuses tensions. Comme nous l'avons relevé dans notre édition du mois dernier, les nouvelles demandes d'indemnités de chômage ont évolué singulièrement à la baisse, établissant un record du chiffre le plus faible de tous les temps. Les postes à pourvoir atteignent des niveaux records et plus d'Américains aue iamais auittent volontairement leur emploi. La croissance des salaires, comme l'inflation, se renforce de mois en mois. Le taux de chômage, dont la Fed prévoyait qu'il s'établirait en moyenne à 4.8% au T4 2021 dans son SEP de septembre, est descendu sous les 4% en décembre. Le taux de chômage du quatrième trimestre s'est établi en moyenne à 4.2% - dépassant remarquablement de six dixièmes de point les projections de trois mois plus tôt.

Additionnez le tout et il devient impossible d'ignorer les arguments en faveur d'une normalisation de la politique monétaire. Après avoir commencé à réduire les achats d'actifs en novembre, la Fed a annoncé un doublement du rythme de la réduction de l'assouplissement quantitatif en décembre. Celle-ci devrait être achevée en mars, qui marquera le premier mois où la réunion de politique monétaire pourrait effectivement déboucher sur une hausse des taux d'intérêt depuis le début de la pandémie. De fait, le marché a

augmenté les paris sur une hausse des taux d'intérêt par la Fed dès mars, en accord avec la thèse de certains des faucons les plus éminents du FOMC. Nous concédons que la probabilité d'une hausse des taux au T1 a fortement augmenté au cours du dernier mois, mais pour le moment, nous maintenons notre prévision d'une première augmentation du taux d'intérêt inchangé au T2, mais avons rapproché notre prévision dans le trimestre en la décalant au mois de mai. Nous continuons de nous attendre à des hausses trimestrielles en 2022 et 2023, quoique, tout comme pour une augmentation en mars, les arguments en faveur de hausses des taux plus rapides et plus importantes au début ont pris plus de poids.

Ce marché du travail est extrêmement étriqué



Les marchés parient davantage sur une première hausse en mars Probabilité (%) de bausse des taux en mars selon les contrats à terme sur fonds fédéraux. WIRP Bloomberg



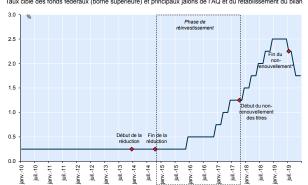
Un autre événement est survenu depuis un mois : le discours au sujet de la gestion du bilan a changé. Alors que précédemment toute l'attention on se focalisait principalement sur le démarrage et l'accélération de la réduction des achats d'actifs, l'attention s'est rapidement tournée vers la normalisation du bilan. Ainsi, le procès-verbal de la réunion du FOMC en décembre a révélé qu'il y a eu une longue discussion sur la tournure que pourrait prendre la réduction du bilan de la Fed. Contrairement au dernier cycle, où la normalisation du bilan a commencé alors que le cycle de hausse des taux d'intérêt était déià bien amorcé, il semble que cette fois-ci le délai avant le début de la contraction du bilan se mesurera en mois et non pas en années :

« Presque tous les participants ont convenu qu'il serait approprié d'amorcer la réduction du bilan après la première hausse de la fourchette cible du taux directeur des fonds fédéraux. Cependant, ils ont jugé que le bon moment pour commencer la réduction serait probablement plus proche du relèvement initial du taux directeur que dans les cas précédents vécus par le Comité. Ils ont noté que l'état actuel des choses était celui de perspectives économiques plus vigoureuses, d'une inflation plus élevée et d'un bilan plus lourd et que cela pourrait mériter un rythme de normalisation de la politique monétaire potentiellement plus rapide. »

- Procès-verbal de la réunion de la Fed des 14-15 décembre

Il n'v avait pas de consensus clair et net sur le moment et la manière dont cela devra se dérouler, mais le fait que le sujet ait figuré en si bonne place dans les discussions en dit long. Étant donné que la fourchette cible des taux des fonds fédéraux est le principal outil de politique monétaire, nous nous attendons à au moins deux ajustements avant que commence la réduction du bilan. Cependant, nous escomptons que cela aura lieu en 2022 et démarrera potentiellement au deuxième semestre

Relevé empirique de la normalisation de la politique de la Fed



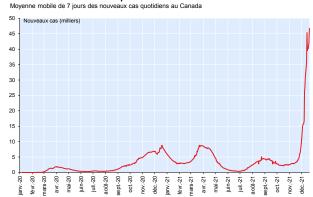
FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg, Réserve fédérale) | Nota : "La Fed a commencé à réinvestir tous les remboursements de capital des titres du Trésor et a réinvesti jusqu'à US\$20 milliards des remboursements de capital de la dette d'agences et des MBS dans des obligations du Trésor, le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

BdC: Cette vague aussi passera

La réponse canadienne à la COVID ressemble à une réédition des précédentes; du déjà vu. Après un nombre de cas relativement stable et bas en été et en automne, le variant Omicron s'est inévitablement propagé dans presque tout le pays, entraînant des taux d'infection records. Malgré des taux de vaccination qui se situent parmi les plus élevés au monde, les gouvernements provinciaux ont été forcés d'augmenter les restrictions, forçant la fermeture des écoles et des commerces à la fin de l'année 2021.

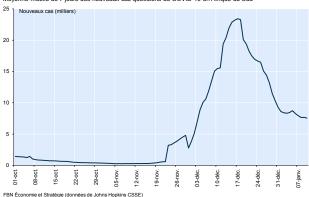
Il ne semble pas que le virus ait eu un grand impact sur les données de décembre et du T4 - le rapport sur l'emploi le plus récent a une fois de plus surpris à la hausse –, mais la croissance et l'emploi s'en ressentiront assurément au début de cette nouvelle année. Cela suffira-t-il pour faire dérailler ou retarder le cycle imminent de hausse des taux directeurs de la Banque du Canada? Non.

Un bond absolument sans précédent des cas de COVID-19



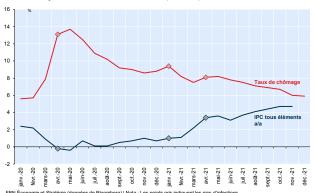
Premièrement, il y a de bonnes raisons de croire que cette vaque de COVID passera beaucoup plus vite que les précédentes. En fait, l'Afrique du Sud (où le variant Omicron a été découvert) a vu les infections culminer au bout de trois semaines seulement. Trois semaines après le pic, le nombre quotidien de cas avait déjà reculé de deux tiers par rapport au niveau d'avant l'émergence du variant Omicron. Si le variant se comporte de la même manière au Canada, cela pourrait signifier que les infections et les hospitalisations diminueront rapidement et que les restrictions seront levées dans les prochaines semaines.

La déferlante Omicron était haute, mais de brève, en Afrique du Sud Movenne mobile de 7 jours des nouveaux cas quotidiens de COVID-19 en Afrique du Sud



Deuxièmement, contrairement aux vagues précédentes de COVID, l'inflation se situe bien au-dessus de l'objectif. En janvier l'an dernier, l'inflation était inférieure à 1%. Certes, les restrictions liées à la COVID au printemps 2021 ont été imposées quand l'inflation est montée au-dessus de 2%, mais elle n'était pas près de la barre de 5% comme c'est le cas aujourd'hui. En outre, les mesures de base de la Banque se situaient toutes dans la fourchette cible. Aujourd'hui, avec l'inflation que l'on connaît et alors que la BdC et le gouvernement fédéral ont réitéré que le maintien d'une inflation basse et stable est l'unique mandat de la Banque, une brève passe difficile de l'économie ne devrait pas modifier le calendrier de la normalisation. Sur une note connexe, les prix de l'immobilier résidentiel canadien ont continué d'augmenter même après le bond des prix observé il y a un an. L'effervescence du marché immobilier canadien qui perdure devrait être un autre signal d'alarme pour la BdC.

Contrairement aux autres vagues, le chômage est bas et l'inflation, élevée Taux de chômage et IPC tous éléments confondus a/a en période de pandémie



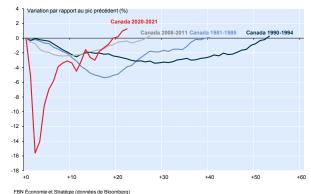
Enfin, il faut aussi prendre en considération le marché du travail. La Banque avait précédemment souligné l'importance d'un retour au plein emploi, dont on restait loin il y a un an. Depuis le confinement du printemps 2021, l'économie canadienne a ajouté plus de 800,000 emplois, poussant le taux d'emploi à 1.3% au-dessus du niveau d'avant la COVID. Pendant ce temps, les taux d'activité et d'emploi se sont effectivement normalisés, et le taux de chômage d'ensemble est pratiquement revenu au niveau où il se situait en février 2020. Tout cela pour dire que la Banque du Canada

sera probablement rassurée par un marché chauffé à blanc et étriqué même si l'enquête sur la population active de janvier révèle une perte d'emplois par centaines de milliers. Comme nous l'avons vu auparavant, ces pertes d'emplois, qui affectent principalement le secteur des services où il y a beaucoup de contacts, rebondissent rapidement dès la levée des restrictions.

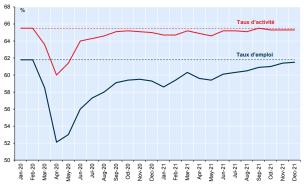
Mais surtout, soulignons que même si le mandat renouvelé de la Banque paraît beaucoup plus « flexible », intégrant formellement des considérations en matière d'emploi, la stabilité des prix reste l'objectif principal. Certes, quand l'inflation est stable et se maintient dans la fourchette de contrôle, la Banque cherchera à maximiser l'emploi, mais, cela, elle le faisait déjà. Comme la ministre des Finances, Chrystia Freeland, l'a fait remarquer, le nouveau mandat est simplement une « reconnaissance des pratiques actuelles ». Tiff Macklem a dit les choses encore plus clairement :

« La recherche active du plein emploi se fait quand l'inflation est près de la cible et que les taux d'intérêt sont à des niveaux plus normaux. Ce n'est pas notre situation actuelle. En ce moment, l'inflation dépasse largement notre cible et nous sommes très focalisés sur ... l'organisation d'un retour durable de l'inflation à la cible. »

Chute et rebond les plus rapides du marché du travail Emploi canadien par rapport au prix d'avant la récession des cycles passés



Taux d'emploi et d'activité sont effectivement entièrement rétablis

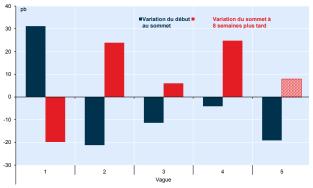


FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg) | Nota : Les lignes pointillées représentent le niveau d'avant la pandémie

Par conséquent, nous continuons de prévoir cina hausses des taux d'intérêt par la BdC en 2022, le cycle commençant par des décisions coup sur coup en mars et en avril. En plus de trois hausses au deuxième semestre de l'année, nous nous attendons aussi à ce que la Banque délaisse la phase de réinvestissement et autorise une forme de réduction passive du bilan en ne renouvelant pas des titres à l'échéance. Nous présenterons des analyses plus détaillées sur des perspectives du bilan dans les prochaines éditions du Mensuel économique et de Market Views, mais nous ne prévoyons pas qu'une réduction modeste des obligations au bilan exerce une pression indue sur les taux d'intérêt. Pourquoi? Premièrement au moins une partie de la normalisation du bilan est déjà attendue et est prise en compte dans les cours, particulièrement après les positions très restrictives dans le procès-verbal de la Réserve fédérale qui soulignait l'ampleur de ses propres réductions du bilan en 2022. Deuxièmement, l'allègement du bilan au Canada coïncide avec la poursuite de la réduction des mesures de stimulation budgétaires. Cela implique une diminution des besoins de financement net et un moins grand nombre de nouvelles obligations nettes à émettre, soulageant une partie de la pression qui se serait exercée sur les investisseurs si le gouvernement continuait d'appuyer fort sur ses leviers de stimulation.

Quant aux perspectives du marché, nous entrevoyons une contre-performance tactique des obligations du Canada avec la diminution des anxiétés et des mesures de restriction face à la pandémie et la possibilité que la BdC soit la première à relever les taux d'intérêt. Cependant, nous prévoyons que le deuxième semestre de 2022 sera caractérisé par une performance supérieure des OdC à mesure que l'effet ralentisseur du resserrement de la politique de la BdC augmentera et que la Réserve fédérale procédera à un rattrapage en vue de la normalisation. Conformément à notre estimation d'un taux neutre plus élevé outre-frontière, nous prévoyons que le rendement des OdC toutes échéances confondues sous-performent les obligations du Trésor américain une fois que les taux directeurs auront été ramenés à des niveaux plus normaux de part et d'autre de la frontière.

Les OdC se démarquent pendant les vagues de COVID, et baissent après Différentiel de taux entre les OdC et les obligations du Trésor US : variation pendant les vagues et après



FBN Économie et Stratégie (données de JHU CSSE, Bloomberg) | Nota : le niveau 8 semaines après le pic de la vague 5 est une

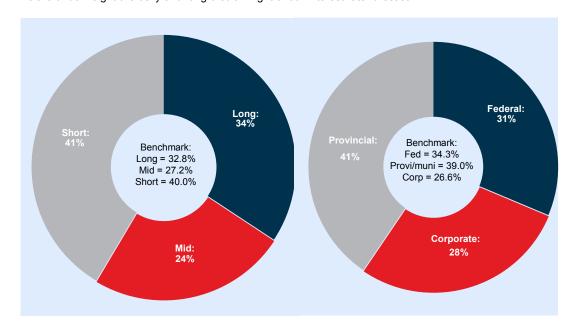
Marché obligataire canadien: Taux d'intérêt, écarts et taux de change

	12-Jan-22	13-Oct-21	14-Jui-21	14- Avr-21	13-Jan-21
Taux d'intérêt					
3 mois	0.286	0.126	0.162	0.092	0.067
2 ans	1.109	0.775	0.455	0.246	0.163
5 ans	1.527	1.263	0.911	0.957	0.441
10 ans	1.73	1.605	1.293	0.159	0.81
30 ans	1.987	2.014	1.807	1.956	1.44
Écarts					
3 mois - 2 ans	82.3	64.9	29.3	15.4	9.6
2 - 5 ans	41.8	48.8	45.6	71.1	27.8
5 - 10 ans	20.3	34.2	38.2	57.2	36.9
10 - 30 ans	25.7	40.9	51.4	42.7	63
Taux de change					
CAD/USD	1.2502	1.2443	1.2509	1.2521	1.2698
EUR/CAD	0.6988	0.6931	0.6754	0.6667	0.6478

FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

NBF recommended bond allocations

We are underweight the belly and long credit in light of our interest rate forecast



NBF Economics and Strategy (data via PC Bond) | Note: Based on FTSE Canada Universe Bond Index





Stéfane Marion Économiste et stratège en chef 514 879-3781

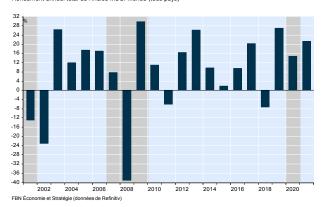


Matthieu Arseneau Chef économiste adjoint 514 879-2252

Monde: Que les taux montent

L'indice MSCI Monde (tous pays) a terminé 2021 en force avec une augmentation cumulative de 21.4% sur l'année. Cette performance est d'autant plus impressionnante qu'elle s'inscrit dans le prolongement de deux années de fortes hausses. Les actions mondiales n'avaient pas affiché une aussi bonne tenue depuis 2004-2006 (graphique).

Monde : Trois années de fortes hausses de suite pour les actions Rendement annuel total de l'indice MSCI Monde (tous pays)



Les gains de 2021 étaient concentrés dans les économies développées (États-Unis, Canada et Europe). Les marchés émergents, d'autre part, présentaient un piètre résultat de 0.1%, le plus mauvais en trois ans alors que l'Asie était carrément en contraction (tableau).

Indice MSCI composé : Rendement total en 2021

	Depuis le début				
	du mois	du trimestre	de l'année		
MSCI Monde (TP)	3.7	7.1	21.4		
MSCI Monde	4.0	8.2	24.7		
MSCI États-Unis	4.0	10.1	27.0		
MSCI Canada	3.2	7.1	25.8		
MSCI Europe	5.2	6.6	23.3		
MSCI Pacifique sans le Japon	1.5	-0.5	9.1		
MSCI Japon	3.4	-0.9	13.8		
MSCI MÉ	1.5	-0.8	0.1		
MSCI MÉ EMOA	2.3	0.6	23.0		
MSCI MÉ Amérique latine	3.9	-0.9	-1.8		
MSCI MÉ Asie	1.2	-1.1	-3.1		

31/12/2021

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

À l'aube de 2022, l'indice MSCI Monde TP a perdu de sa vigueur. Cependant, cet accès de faiblesse était principalement dû aux États-Unis et à l'Europe. Les marchés émergents et le Canada, eux, continuent d'afficher des rendements positifs (tableau).

Indice MSCI composé : Évolution des cours au début de 2022

		Depuis le début			
	du mois	du trimestre	de l'année		
MSCI Monde (TP)	-0.9	-0.9	-0.9		
MSCI Monde	-1.1	-1.1	-1.1		
MSCI États-Unis	-1.4	-1.4	-1.4		
MSCI Canada	0.5	0.5	0.5		
MSCI Europe	-0.6	-0.6	-0.6		
MSCI Pacifique sans le Japon	0.0	0.0	0.0		
MSCI Japon	-0.2	-0.2	-0.2		
MSCI MÉ	0.8	0.8	0.8		
MSCI MÉ EMOA	2.2	2.2	2.2		
MSCI MÉ Amérique latine	0.3	0.3	0.3		
MSCI MÉ Asie	0.6	0.6	0.6		

11/1/2022

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv

Aux États-Unis, la baisse de régime était principalement due aux secteurs vulnérables à l'augmentation des taux obligataires. Ceux de l'immobilier, de la technologie de l'information et des services publics ont été particulièrement battus en brèche (tableau).

Indice S&P 500 composé : Évolution des cours

	Depuis le début			
	du mois	du trimestre	de l'année	
S&P 500	-1.1	-1.1	-1.1	
ÉNERGIE	14.1	14.1	14.1	
SERVICES FINANCIERS	5.9	5.9	5.9	
INDUSTRIE	0.1	0.1	0.1	
CONSOM. DE BASE	-0.5	-0.5	-0.5	
MATÉRIAUX	-1.4	-1.4	-1.4	
TÉLÉCOMS	-1.7	-1.7	-1.7	
CONSOM. DISCRÉTIONNAIRE	-2.2	-2.2	-2.2	
SANTÉ	-2.9	-2.9	-2.9	
SERVICES PUBLICS	-3.1	-3.1	-3.1	
TI	-3.4	-3.4	-3.4	
IMMOBILIER	-5.7	-5.7	-5.7	

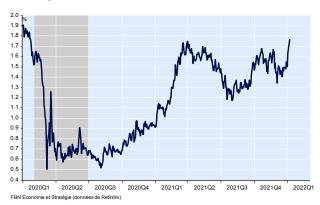
11/1/2022

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Le taux de l'obligation du Trésor de 10 ans, qui frise les 1.8%, est déià revenu au niveau d'avant la pandémie

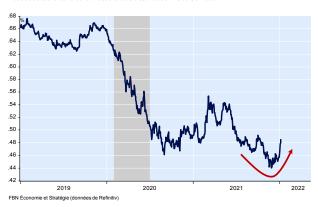
(graphique). Ce mouvement reflète les anticipations d'un resserrement de la politique monétaire. Après avoir commencé à réduire les achats d'actifs en novembre, la Fed a annoncé un doublement du rythme de la réduction de l'assouplissement quantitatif en décembre. Celle-ci devrait être achevée en mars, qui marquera le premier mois où la réunion de politique monétaire pourrait effectivement déboucher sur une hausse des taux d'intérêt depuis le début de la pandémie. Selon nos spécialistes des titres à revenu fixe, les hausses de taux devront aussi être évaluées dans le contexte d'une réduction potentielle du bilan de la Fed. Dans l'environnement actuel, les taux des obligations du Trésor américain de 10 ans dépasseront probablement 2% cette année, ce aui pourrait remplacer une part des hausses des taux des fonds fédéraux. Nos stratèges s'attendent à une augmentation du taux des fonds fédéraux de 75 points de base en 2022 (lire ici). Les conditions financières se tendront cette année, mais pas au point de compromettre le cycle économique.

États-Unis : Les taux d'intérêt longs revenus au niveau prépandémique



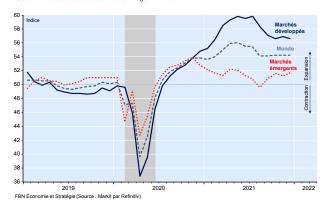
Si le taux des obligations du Trésor de 10 ans augmente un peu plus, nous croyons qu'un style d'investissement privilégiant les actions de valeur par rapport à celles de croissance devrait continuer de porter fruit. Nous prévoyons que ce ratio remontera aux pics de 2021 (graphique).

États-Unis : La valeur a de la latitude pour dépasser la croissance Ratio des actions de valeur aux actions de croissance de l'indice S&P 500



Cette prévision repose sur l'hypothèse que l'inflation mesurée par l'IPC décélérera prochainement, que le dollar américain ne s'appréciera pas fortement (voir la dernière édition de notre mensuel **DEVISES**) et que la production manufacturière mondiale poursuivra son expansion pour atténuer les contraintes de l'offre. Sur ce front, les données restent encourageantes. La fabrication mondiale a crû à un rythme solide en décembre, avec un regain de viqueur sur les marchés émergents (graphique).

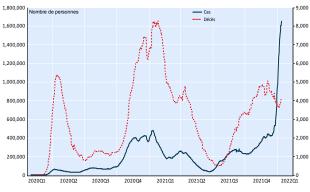
Monde: La fabrication toujours en expansion rapide Indice PMI mondial de la fabrication de JPMorgan/Markit



Même si nous nous attendons à un ralentissement de la production ces prochaines semaines, alors que les pays mettent en place des mesures pour maîtriser le variant Omicron, l'impact sur la croissance devrait être relative-

ment bref, puisque ce nouveau variant semble moins virulent que les précédents. En Afrique du Sud où le variant Omicron a été signalé pour la première fois et où seulement 31% de la population sont entièrement vaccinés, l'augmentation record des nouveaux cas n'a pas été accompagnée par une augmentation similaire des décès. La tendance en matière de mortalité est encore meilleure dans les économies développées où une plus arande part de la population est vaccinée (araphique).

Pays développés : Perspective sur les cas et décès de COVID-19



Si cette tendance se maintient, nous nous attendons à ce que les dépenses de consommation dans les économies de l'OCDE restent relativement fortes en 2022 et à ce que la production industrielle mondiale atteigne de nouveaux sommets, notamment parce les stocks sont à regarnir. Cela signifie que les prix des matières premières resteront probablement élevés, voire augmenteront davantage.

C'est une bonne nouvelle pour l'indice S&P/TSX. L'indice de référence canadien a enregistré une performance extraordinaire en 2021 avec une augmentation de 25.1% (rendement total). Les secteurs des services financiers et de l'immobilier ont gagné plus de 36% alors que les actions de celui de l'énergie ont bondi de près de 49% (tableau).

Indice S&P/TSX composé : Rendement total en 2021

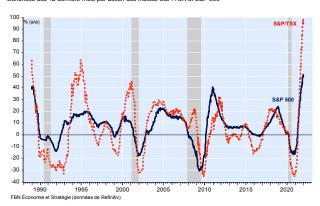
		Depuis le début	
	du mois	du trimestre	de l'année
S&P TSX	3.1	6.5	25.1
CONSOM. DE BASE	9.2	7.8	22.4
CONSOM. DISCRÉTIONNAIRE	7.3	7.8	18.4
BANQUES	6.5	10.8	38.4
IMMOBILIER	6.5	9.2	37.4
SERVICES FINANCIERS	6.2	9.4	36.5
SERVICES PUBLICS	5.9	5.4	11.6
TÉLÉCOMS	3.8	4.8	24.7
MATÉRIAUX	3.4	10.7	4.0
ÉNERGIE	2.6	5.7	48.9
INDUSTRIE	-0.2	5.0	16.5
SANTÉ	-5.6	-18.3	-19.6
TI	-6.6	-1.4	18.5

12/31/2021

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Même après une telle course, nous croyons qu'il reste de la réserve dans le secteur de l'énergie et pour l'indice S&P/TSX en 2022. La hausse du marché boursier canadien l'an dernier était alimentée par la plus forte augmentation des bénéfices par action à ce jour (graphique).

S&P/TSX: Les bénéfices ont augmenté plus que jamais en 2021 Bénéfices des 12 derniers mois par action des indices S&P/TSX et S&P 500



À la suite de ce bond, l'indice S&P/TSX continue de se négocier à une valorisation raisonnable. Le ratio C/B prévisionnel se situe actuellement à 14.5, ce qui concorde avec la moyenne historique 14.6 (graphique).

S&P/TSX: L'indice ne semble pas exorbitant Indice S&P/TSX et ratios C/B prévisionnels sur 12 mois



Mais surtout, les prévisions de bénéfices sous-tendant les ratios C/B prévisionnels pour 2022 sont relativement mesurées à notre avis, puisqu'elles tablent sur une croissance du BPA de 7% en 2022. Pour le secteur de l'énergie, on s'attend à ce que les bénéfices croissent de 11% (graphique).

Indice S&P/TSX composé : Prévision de BPA des analyste

		Bénéfice par action				Croiss	ance du	BPA (%)
	2021	2021	2022	12 DM	12 PM	2021	2022	Prévision 12 mois
S&P TSX	634	1355	1446	1363	1462	114	7	7
ÉNERGIE	-45	181	202	183	203	N.M.	11	11
MATÉRIAUX	132	234	245	234	244	77	5	4
INDUSTRIE	42	114	178	119	179	174	56	51
CONS. DISC.	108	160	192	162	195	48	20	20
CONS. BASE	340	360	389	363	389	6	8	7
SANTÉ	-18	6	14	7	14	n.s.	126	118
SERV. FIN.	207	338	336	339	343	63	-1	1
BANQUES	261	387	392	388	398	48	1	3
TI	12	15	18	15	18	22	19	17
TÉLÉCOMS	78	85	90	84	91	9	7	8
SERV. PUB.	86	105	119	107	120	22	13	12
IMMOBILIER	154	336	261	329	263	118	-22	-20
11/1/2022		•		•			n.s. = No significat	

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Cela représente aussi une estimation très prudente considérant que le consensus des analystes situe le baril de brut WTI à seulement US\$70 cette année (tableau). Si, comme nous le prévoyons, le pétrole se maintient plutôt dans une fourchette de US\$80-85, les bénéfices dans le secteur de l'énergie nous réserveront de nouveau une bonne surprise en 2022.

Prévision des prix des matières premières

Hypothèses des analystes Prix actuels 9720 1823 82 4.62 Hypothèses des analystes 9400 1707 70 T+2 3 70 T+4 9500 1657 71 3.82 Croissance (T_t/T_0) T+2 -3 3% -6.4% -15 0% -19 9% -2.3% -9 1% -13 0% -17 3%

Prix à terme actuels				
	Cuivre	0r	Pétrole brut	Gaz naturel
Prix actuels	9720	1823	82	4.62
Prix à terme				
T+2	9682	1827	76	3.99
T+4	9603	1833	72	3.76
Croissance (T_t/T_0)				
T+2	-0.4%	0.2%	-7.0%	-13.6%
T+4	-1.2%	0.6%	-11.8%	-18.6%

12/1/2022

BN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Mais il n'y a pas que le pétrole qui aide à soutenir les bénéfices. D'autres matières premières devraient aussi y contribuer. Nous estimons que l'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada de 26 matières premières et denrées produites par notre pays et vendues sur les marchés mondiaux a atteint un record au début du T1 2022 après conversion en dollars canadiens (graphique). Cela devrait soutenir les bénéfices des entreprises.

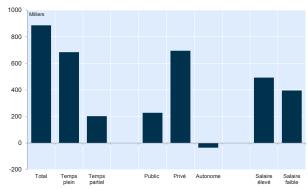
Canada: Les prix des matières premières atteignent un record Indice des prix des produits de base de la Banque du Canada pour des marchandises d'ici, en CAD



L'amélioration des bénéfices des sociétés se traduit généralement par une bonne création d'emplois. Le marché du travail canadien a terminé l'année 2021 en beauté. Avec les 55,000 emplois créés en décembre,

les effectifs salariés ont augmenté de 890,000 sur l'ensemble de l'année, pas moins de 78% de ces gains ayant été enregistrés dans le secteur privé. En outre, la plupart des nouveaux emplois créés en 2021 étaient des postes bien rémunérés (graphique).

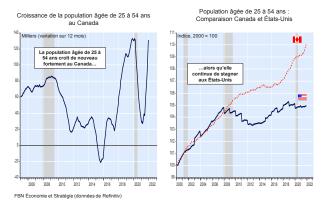
Canada : Gains solides des emplois à temps plein, dans le privé, en 2021 Emploi par segments



FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

Cette évolution plaide en faveur d'une expansion du crédit à la consommation cette année, ce qui n'est pas mauvais pour le secteur des services financiers alors que nous nous attendons à ce que les taux d'intérêt augmentent plus au Canada qu'aux États-Unis. Les services financiers sont aussi avantagés par le solide courant porteur démographique du Canada. La croissance de la population du pays est revenue au rythme d'avant la pandémie, grâce à une immigration forte. Ce qui est particulièrement important pour les sociétés financières canadiennes, c'est la croissance de la population âgée de 25 à 54 ans, un segment clé pour la formation de ménages et la demande de crédits. L'enquête la plus récente auprès des ménages était particulièrement encourageante à cet égard, avec une augmentation mensuelle de 23,000 personnes en décembre, soit la plus forte depuis 1995. Après ce bond, la population âgée de 25 à 54 ans croît de nouveau au rythme de 130,000 personnes par an. La situation du Canada contraste avec celle des États-Unis où la population âgée de 25 à 54 ans stagne depuis 2008 (graphique). Pour mettre les choses en perspective, si le Canada avait connu la même croissance démographique que les États-Unis, les institutions financières canadiennes auraient 750,000 clients de moins dans cette catégorie d'âge.

Canada: Pourquoi la formation de ménages est-elle si forte?



Répartition des actifs

Nous entamons 2022 avec la même répartition des actifs : sous-pondération des titres à revenu fixe et surpondération des actions avec une préférence pour les titres de valeur sur ceux de croissance étant donné que nous prévoyons une augmentation des taux d'intérêt à long terme et une accentuation de la pente de la courbe des taux obligataires. Bien que nous nous attendions à ce que l'assouplissement quantitatif prenne fin et à ce que le taux de financement à un jour augmente cette année, nous doutons que la politique monétaire devienne restrictive dans un avenir rapproché. Géographiquement, nous continuons de surpondérer le Canada où nous entrevoyons un bon potentiel de croissance des bénéfices et la possibilité d'une appréciation non négligeable du huard. Certes, le variant Omicron pourrait temporairement freiner l'économie, mais nous prévoyons que son impact sera transitoire.

Performance des catégories d'actifs en période d'inflation

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

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

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

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 titres cycliques comme ceux des secteurs de l'énergie, des matériaux et des biens d'équipement. Ces secteurs se sont historiquement bien comportés dans les phases initiales d'une période de resserrement de la politique monétaire, quand la courbe des taux reste relativement abrupte.

Rotation sectorielle fondamentale FBN - janvier 2022

Nom (secteur/industrie)	Recommandation	PondérationS&P/TSX
Énergie	Surpondérer	14.3%
Matériaux	Surpondérer	11.5%
Produits chimiques Emballage et conditionnement Métaux et minerais * Or	Équipondérer Surpondérer Surpondérer Surpondérer	1.8% 0.5% 2.7% 5.9%
Papier et industrie du bois	Équipondérer	0.6%
Industrie Biens d'équipement Services aux entreprises Transports	Équipondérer Surpondérer Sous-pondérer Équipondérer	11.7% 2.1% 3.0% 6.6%
Consommation discrétionnaire Automobiles et composants automobiles Biens de consommation durables et habillement Services aux consommateurs Distribution	Équipondérer Sous-pondérer Surpondérer Équipondérer Équipondérer	3.6% 1.1% 0.6% 0.8% 1.1%
Biens de consommation de base	Équipondérer	3.6%
Distribution alimentaire et pharmacie Produits alimentaires, boisson et tabac	Équipondérer Équipondérer	3.0% 0.5%
Santé	Équipondérer	0.8%
Équipements et services de santé Produits pharmaceutiques et biotechnologie	Équipondérer Équipondérer	0.1% 0.6%
Finance	Équipondérer	33.2%
Banques Services financiers diversifiés Assurance	Équipondérer Équipondérer Équipondérer	22.9% 4.6% 5.8%
Technologies de l'information	Sous-pondérer	9.3%
Télécommunications	Équipondérer	4.7%
Services aux collectivités	Sous-pondérer	4.3%
Immobilier	Sous-pondérer	3.0%

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

	Prévisions FBN Canada					
		Actuel	Cible			
Niveau de l'	indice	2022-01-12	T4-2022 (est.)			
S&P/TSX		21 395	22 700			
Hypothèses	:		T4-2022 (est.)			
Niveau:	Bénéfices	1363	1500			
	Dividendes	548	603			
Ratio C/B passé		15.7	15.1			
Obligations 1	10 ans	1.74	2.00			

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

Prévisions FBN États-Unis					
		Actuel	Cible		
Niveau de l'	'indice	2022-01-12	T4-2022 (est.)		
S&P 500		4 726	4 900		
Hypothèses	S		T4-2022 (est.)		
Niveau:	Bénéfices	205	220		
	Dividendes	60	65		
Ratio C/B pa	assé	23.1	22.3		
Obligations	10 ans	1.73	2.10		

^{*} Bénéfices opérationnels du S&P, approche ascendante.

	En m	En monnaie locale (Indices MSCI en \$ US)						En dollars canadiens			
	Clôture 12/01/2022	Cumulatif janv22	Cumulatif 2022	<u>∆</u> 1 an	∆ 3 ans	Cumulatif 2022	∆ 1 an	∆ 3 ans	avec S&P 500		
Amérique du Nord - Indice MSCI	4 746	-1.0%	-1.0%	22.1%	81.8%	-2.0%	19.6%	71.6%	1.00		
États-Unis - S&P 500	4 726	-0.8%	-0.8%	24.3%	82.0%	-1.8%	21.8%	71.8%	1.00		
Canada - S&P TSX	21 395	0.8%	0.8%	19.0%	43.2%	0.8%	19.0%	43.2%	0.95		
Europe - Indice MSCI	2 102	0.4%	0.4%	12.1%	36.3%	-0.6%	9.8%	28.6%	0.93		
Royaume-Uni - FTSE 100	7 552	2.3%	2.3%	11.8%	9.2%	2.3%	10.1%	9.9%	0.27		
Allemagne - DAX 30	16 010	0.8%	0.8%	15.0%	47.1%	0.2%	5.8%	38.1%	0.95		
France - CAC 40	7 237	1.2%	1.2%	28.1%	51.4%	0.6%	17.9%	42.1%	0.86		
Suisse - SMI	12 670	-1.6%	-1.6%	16.5%	43.5%	-3.0%	10.9%	45.4%	0.96		
Italie - Milan Comit 30	259	0.0%	0.0%	0.0%	21.4%	-0.6%	-8.0%	14.0%	0.52		
Pays-Bas - Amsterdam	790	-0.9%	-0.9%	22.8%	58.5%	-1.5%	13.0%	48.8%	0.97		
Zone Pacifique - Indice MSCI	3 149	1.3%	1.3%	-0.8%	23.6%	0.3%	-2.8%	16.7%	0.91		
Japon - Nikkei 225	28 766	-0.1%	-0.1%	2.1%	41.3%	-0.8%	-9.2%	25.8%	0.94		
Australie - All ordinaries	7 762	-0.2%	-0.2%	11.9%	33.0%	-1.2%	3.1%	26.7%	0.86		
Hong Kong - Hang Seng	24 402	4.3%	4.3%	-13.7%	-8.5%	3.3%	-15.9%	-13.1%	-0.06		
MSCI - Monde	3 214	-0.5%	-0.5%	17.5%	64.2%	-1.5%	15.2%	55.0%	1.00		
MSCI - Monde ex. ÉU.	2 378	0.9%	0.9%	8.7%	33.4%	-0.1%	6.5%	25.9%	0.94		
MSCI - EAEO	2 353	0.7%	0.7%	7.3%	31.7%	-0.3%	5.1%	24.3%	0.93		
MSCI - Marchés émergents (indice libre)	1 267	2.9%	2.9%	-6.4%	26.6%	1.9%	-8.3%	19.5%	0.87		

^{*} Corrélation des rendements mensuels sur 3 ans

Bénéfices sectoriels du S&P 500 - Consensus* 2022-01-12

	Pond.	niveau	Variation		Croissance - BPA			C/B			Croissance	Ratio PEG	Indice de
	S&P 500		3-m ∆	12-m ∆	2022	2023	à 12	2022	2023	à 12	prévue		révision**
							mois			mois	sur 5 ans		
S&P 500	100	307	8.55	40.60	49.93	8.92	8.94	23.32	21.41	21.10	21.35	2.36	2.15
Énergie	3.08	483.15	12.99	46.86	0.00	28.79	25.36	14.87	11.55	11.58	64.61	0.46	18.71
Matériaux	2.57	567.13	11.10	16.20	84.41	4.05	3.37	17.77	17.08	17.07	18.83	5.07	3.95
Industrie	7.88	898.68	6.47	17.45	88.57	36.23	33.87	28.40	20.84	20.51	15.79	0.61	-1.51
Consommation discrétionnaire	12.45	1585.81	9.05	17.96	75.96	29.38	28.00	40.14	31.03	30.58	47.12	1.09	-0.96
Consommation de base	5.90	800.99	10.26	17.56	10.32	6.23	6.17	23.57	22.19	21.87	8.98	3.55	-0.31
Santé	12.97	1591.68	8.87	16.97	26.91	7.19	7.08	17.89	16.69	16.65	11.78	2.35	5.11
Finance	11.42	688.85	7.57	32.24	63.43	-8.10	-6.55	13.89	15.12	14.97	22.22	nég.	2.29
Technologie de l'information	28.53	2963.15	12.20	30.54	37.07	10.23	9.99	30.80	27.94	27.02	17.69	2.70	1.61
Services de télécommunications	10.11	263.96	-0.65	23.26	37.17	6.46	7.12	21.49	20.19	19.87	22.49	2.79	-1.38
Services publics	2.45	353.54	8.16	13.16	4.65	3.14	3.47	21.11	20.47	20.34	6.50	5.87	-0.84
Immobilier	2.64	307.26	8.55	40.60	33.28	-9.08	-7.41	46.40	51.03	50.50	33.85	nég.	4.26

^{*} Source I/B/E/S

^{**} Variation sur 3 mois des bénéfices à 12 mois.





Dennis Mark, CFA Analyste 416 869-7427

Points saillants

Dans l'édition de Vision de janvier, nous présentons des graphiques reliés au thème du repli des valeurs de croissance aui a dominé le marché au cours de la dernière année après plusieurs années pendant lesquelles ces valeurs ont caracolé en tête. L'an dernier à pareille époque on s'attendait à ce que les actions de croissance prennent de nouveau la tête du marché dans l'ascension avec un solide rendement supérieur. Alors que l'indice NASD axé sur la croissance a terminé l'année 2021 avec un gain de 21.4% et marginalement en dessous de son record absolu, la performance interne du marché était nettement différente. Au total, 89% des composants du NASD ont chuté de 10% ou plus en 2021 avec une baisse moyenne de 40%. Pendant ce temps, l'indice Russell 2000 a vu 98% de ses composants reculer de 10% en 2021, avec une moyenne de repli de 36%. Le graphique des FNB Russell 2000 de croissance et de valeur fait ressortir la détérioration technique des actions de croissance en mettant en lumière leur rendement relatif par rapport aux actions de valeur. Le FNB Global clean energy ETF ainsi que des actions technologiques choisies illustrent aussi l'affaiblissement du profil technique du thème de la croissance.

Russell 2000 growth ETF/Russell 2000 value ETF

Une tendance forte de rendement relatif supérieur des actions de croissance par rapport à celles de valeur a culminé autour de la fin de 2020 et a baissé en 2021. Le graphique du ratio IWO/IWN du FNB Russell 2000 de croissance par rapport à celui de valeur s'est consolidé au deuxième semestre de 2021 après une forte baisse au premier semestre de l'année. Les probabilités indiquent une résolution à la baisse avec des creux dus à une nouvelle correction et le début d'une nouvelle phase de baisse au cours des prochains mois. Une percée vers le bas de ce graphique signalera une nouvelle vaque de liquidation des actions et des secteurs de croissance.



Global Clean Energy ETF (ICLN)

Les actions alternatives et d'énergie propre ont récemment retenu l'attention ce qui s'est soldé par un solide mouvement haussier en 2020. Après une reprise parabolique jusqu'à la fin de 2020, la courbe du graphique ICLN a culminé au début de 2021. La correction qui en a découlé a été suivie par une longue phase de consolidation et de rendement inférieur pendant les huit derniers mois. Ce secteur continue de perdre de l'élan avec un potentiel de nouvelle baisse. Comme le graphique ci-joint l'indique, une rupture du soutien à US\$20.60 complète une formation sommitale, ouvrant la porte à plus de risques de baisse.



TransAlta Renewables Inc. (RNW)

Le graphique de RNW a culminé il y a un an après une montée en flèche à la fin de 2020. Par la suite, l'action affichait une contre-performance en dessinant une formation sommitale possible. Le niveau de soutien clé autour de \$18.00 est remis en cause alors que l'élan commence à faiblir. La courbe est descendue sous les deux moyennes mobiles en septembre. Elle n'a pas réussi à remonter qu-dessus de ses moyennes mobiles alors que les conditions de tendances à la baisse s'affirmaient. Le risque de baisse se situe à \$13.00 à \$14.00 en cas de franchissement du soutien à \$18.00.



Boralex Inc. (BLX)

La courbe de BLX a culminé au début de 2021 et a passé le plus clair de l'année dans une fourchette étroite de négociation. L'action est caractérisée par l'échec des rebonds et la baisse du rendement relatif. Une illustration de la vigueur relative BLX indique que le titre touche de nouveaux creux de correction, ce qui est habituellement de mauvais augure. Le niveau de soutien clé du graphique à \$33.60 risque de céder et d'ouvrir la porte à davantage de risques de baisse. Une formation sommitale sera complétée en cas de percée sous \$33.60 et la prochaine cible se situera alors sous les \$25.



Shopify Inc. (SHOP)

Shopify est incontestablement le chef de file des actions technologiques au Canada. Historiquement, quand une action technologique au Canada réalise une ascension rapide et devient un des titres, sinon le titre, le plus importants de l'indice S&P/TSX, cela signale habituellement un plafonnement du titre, voire de l'ensemble du secteur technologique. Le graphique de SHOP indique que l'action perd de son élan et de sa vigueur relative. Une récente percée vers de nouveaux sommets a échoué et l'action est rapidement redescendue à sa moyenne mobile de 200 jours. Sa moyenne de 200 jours et le niveau de soutien de la courbe actuellement mis à l'épreuve doivent tenir, car toute défaillance ouvrirait la porte à une baisse des prix. Si le soutien à CA\$1,650.00 cède, le titre achèvera une formation sommitale avec une descente à C\$1200.00.



Lightspeed (LSPD)

La détérioration de l'évolution technique de la courbe de LSPD continue de signaler une baisse des prix. Une percée sous \$109.00 et \$67.00 indiquait un recul prochain du cours. Une plongée en novembre avec un volume important a déclenché un puissant mouvement à la baisse qui n'est pas terminé. Le soutien à court terme a mis fin à la plus récente correction à \$49.00 alors que le graphique annonce une nouvelle baisse. Une descente sous les \$49.00 amorcerait une nouvelle baisse pour cette formation avec une cible comprise entre \$35 et \$40.



Analyse sectorielle



Dans cette section, les tableaux et graphiques sont basés sur les informations disponibles au 6 janvier 2022.

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

Liste de sélections FBN

Secteur	Titre	Symbole	Prix	Cours Cible	Rend. Div.	Rend. Est.	Industrie
nergie					Trona. Div.	- Rolla. Est.	
ilergie	Cenovus Energy Inc.	CVE	\$17.24	\$25.00	0.74%	45.82%	Pétrole, gaz et combustibles
	Keyera Corp.	KEY	\$28.53	\$36.00	6.58%	32.91%	Pétrole, gaz et combustibles
	Shawcor Ltd.	SCL	\$5.03	\$8.50	0.00%	68.99%	Équipements et services pour l'énergie
		TWM	\$1.32		2.90%		
	Tidewater Midstream and Infrastructure Ltd.			\$1.75		35.61%	Pétrole, gaz et combustibles
	Tourmaline Oil Corp.	TOU	\$42.20	\$57.50	1.56%	37.96%	Pétrole, gaz et combustibles
atériaux							
	Capstone Mining Corp.	CS	\$5.53	\$7.50	0.00%	35.62%	Métaux et minerais
	Centerra Gold Inc.	CG	\$10.48	\$14.00	2.70%	36.26%	Or
	Copper Mountain Mining Corp.	CMMC	\$3.33	\$5.25	0.00%	57.66%	Métaux et minerais
	Endeavour Mining plc	EDV	\$26.77	\$46.00	2.57%	74.49%	Or
	Kinross Gold Corp.	К	\$6.82	\$13.00	2.17%	92.87%	Or
	Pan American Silver Corp.	PAAS	\$28.74	\$44.00	1.79%	54.88%	Métaux et minerais
	Sandstorm Gold Ltd.	SSL	\$7.17	\$9.50	1.06%	33.61%	Or
	Transcontinental Inc.	TCL.a	\$19.30	\$28.00	4.39%	49.74%	Emballage et conditionnement
	Wesdome Gold Mines Ltd.	WDO			0.00%	44.59%	Or
1	wesdome Gold Mines Ltd.	WDO	\$10.72	\$15.50	0.00%	44.59%	Or
dustrie							
	ATS Automation Tooling Systems Inc.	ATA	\$51.17	\$64.00	0.00%	25.07%	Biens d'équipement
	CAE Inc.	CAE	\$32.16	\$44.00	0.00%	36.82%	Biens d'équipement
	Dexterra Group Inc.	DXT	\$8.33	\$12.50	4.12%	54.26%	Services aux entreprises
	GDI Integrated Facility Services Inc.	GDI	\$55.60	\$70.50	0.00%	26.80%	Services aux entreprises
	Hardwoods Distribution Inc.	HDI	\$43.06	\$75.50	1.10%	76.45%	Biens d'équipement
	Heroux-Devtek Inc.	HRX	\$17.43	\$23.00	0.00%	31.96%	Biens d'équipement
	IBI Group Inc.	IBG	\$13.33	\$20.00	0.00%	50.04%	Services aux entreprises
	Mullen Group Ltd.	MTL	\$11.40	\$16.50	4.05%	48.95%	Transport
	TFI International Inc.	TFII	\$130.19	\$160.00	1.09%	23.94%	Transport
	WSP Global Inc.	WSP	\$180.07	\$209.00	0.88%	16.90%	
		WSP	\$180.07	\$209.00	0.88%	16.90%	Biens d'équipement
consommation discrétionnaire		a	***	***	. ===/	44.040/	B
	Gildan Activewear Inc.	GIL	\$52.68	\$58.00	1.55%	11.61%	Biens de consommation durables et habilleme
Biens de consommation de ba	ise						
Santé							
	Chartwell Retirement Residences	CSH.un	\$12.21	\$15.00	4.99%	27.86%	Équipements et services de santé
	Dialogue Health Technologies Inc.	CARE	\$6.80	\$14.00	0.00%	105.88%	Équipements et services de santé
	DRI Healthcare Trust	DHT.u	US\$5.46	US\$10.00	6.00%	88.64%	Produits pharmaceutiques et biotechnologie
	Knight Therapeutics Inc.	GUD	\$5.28	\$8.00	0.00%	51.52%	Produits pharmaceutiques et biotechnologie
	Sienna Senior Living Inc.	SIA	\$15.25	\$17.50	6.29%	20.89%	Équipements et services de santé
inance	Oler II de Certier Living IIIe.	OD C	ψ10.20	ψ17.00	0.2070	20.0070	Equipernento et services de sunte
ilalice	Canadian Imperial Bank of Commerce	CM	\$154.72	\$165.00	3.88%	20.35%	Banques
		EFN		\$19.00	2.33%		
	Element Fleet Management Corp.		\$13.11			56.74%	Services financiers diversifiés
	Home Capital Group Inc.	HCG	\$39.12	\$62.00	0.00%	49.58%	Banques
	iA Financial Corporation Inc.	IAG	\$76.45	\$87.00	3.10%	31.85%	Assurances
	Sun Life Financial	SLF	\$70.78	\$79.00	3.03%	17.81%	Assurances
	Trisura Group Ltd.	TSU	\$45.94	\$62.00	0.00%	41.62%	Assurances
echnologies de l'information							
	Lightspeed Commerce Inc.	LSPD	US\$36.61	US\$120.00	0.00%	227.78%	Logiciels et services
	Magnet Forensics Inc.	MAGT	\$28.56	\$55.00	0.00%	92.58%	Logiciels et services
	Nuvei Corp.	NVEI	\$78.26	\$160.00	0.00%	104.45%	Logiciels et services
ommunications	reaver corp.	14421	ψ7 0.20	ψ100.00	0.0070	104.4070	Logidicio et dei video
Offilluffications	Cineplex Inc.	CGX	\$13.01	\$19.00	0.00%	46.04%	Medias et Loisirs
	Rogers Communications Inc.	RCI.b	\$61.23	\$69.00	3.23%	15.96%	Services de Télécommunication
ervices aux collectivités							
	Boralex Inc.	BLX	\$31.91	\$41.00	2.15%	30.55%	Services aux collectivités
	Capital Power Corp.	CPX	\$39.12	\$46.00	5.63%	23.19%	Services aux collectivités
	Innergex Renewable Energy Inc.	INE	\$17.47	\$23.00	4.16%	35.78%	Services aux collectivités
	Northland Power Inc.	NPI	\$36.00	\$44.00	3.37%	25.56%	Services aux collectivités
	TOTALIGITATION	. 41 1	Ψ00.00	ψ11.00	0.01 /0	20.0070	CO. T.COO GUA GOILCOUTICO
mobilier							
nmobilier	Canadian Apartment Proportion DEIT	CAPun	\$57.50	\$70.50	2 56%	25 120/	Immobilior
nmobilier	Canadian Apartment Properties REIT	CAR.un	\$57.50 \$4.39	\$70.50	2.56%	25.13%	Immobilier
nmobilier	European Residential REIT	ERE.un	\$4.38	\$5.75	3.64%	34.87%	Immobilier
mmobilier							

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 6 janvier 2022 Source: Recherche FBN, Refinitiv

Glossaire des tableaux des analystes

TERMES GÉNÉRAUX

Symb. = Symbole du titre

Cote du titre = Recommandation des analystes

RS = Rendement supérieur RM = Rendement moven

RI = Rendement inférieur AO = Recommandation d'accepter l'offre

FR = Recommandation en révision R = Restriction

 Δ = Changement de recommandation par rapport au mois précédent. ↑ ou 」 = Révision à la hausse ou à la baisse de la recommandation.

Cours cible = Cours cible à 12 mais

 Δ = Changement de cours cible par rapport au mois précédent. † ou 1 = 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).

BAllA 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.).

FTPA 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 lona 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.

FTPA après dilution = Flux de trésorerie par action après dilution

PPACD = Production par action corriaée 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.

FTPA 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 MINERAIS: MÉTAUX PRÉCIEUX / MÉTAUX COMMUNS

C/FT = Ratio de valorisation cours/flux de trésorerie. Les calculs du ratio C/FTPA pour des flux de trésorerie nuls ou négatifs ne s'appliquent pas (s.o.). Un ratio C/FTPA 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/FTPA = Ratio de valorisation cours/flux de trésorerie par action. Les calculs du ratio C/FTPA pour des flux de trésorerie nuls ou négatifs ne s'appliquent pas (s.o.). Un ratio C/FTPA supérieur à 100 est réputé non significatif (n.s.).

Banques et assurances



Gabriel Dechaine Analyste 416 869-7442

Adjoints:

Will Flanigan: 416 507-8006 Pranov Kurian: 416 507-9568

Sélections

-) iA Société financière
- > Financière Sun Life
- > Banque Canadienne Impériale de Commerce

Banques et compagnies d'assurance vie canadiennes

iA Financial Corporation Inc. (TSX: IAG) -Delivering (near) perfection, but not priced for it.

IIAG a publié de solides résultats au T3 2021, avec un BPA au-dessus de la borne supérieure de la fourchette cible de la direction un deuxième trimestre de suite. Voici les points saillants : 1) des pertes liées à la mortalité pour cause de COVID-19 et à la déchéance inférieures aux attentes; 2) des ventes toujours élevées dans toutes les divisions, notamment une croissance de 33% des ventes de garanties automobiles aux États-Unis, et 3) une production de capitaux internes de près du double de l'objectif trimestriel, si bien que le résultat depuis le début de l'année dépasse l'objectif pour l'exercice complet. IAG se négocie à un coefficient de 1.2 fois sa valeur comptable, malgré des RCP constants de l'ordre de 13% à 14%. Selon nous, le titre offre une combinaison intéressante de BPA régulièrement supérieur aux attentes et de potentiel de réévaluation. IAG est notre titre favori dans le secteur. Cours cible de \$87. Rendement supérieur.

Banque Canadienne Impériale de Commerce (TSX : CM) – Il faut dépenser son argent pour en gagner plus.

La croissance des dépenses de CM a entraîné la publication de résultats décevants au T4 2021. Pour l'avenir. la banque table sur une croissance des dépenses de l'ordre de 5%. Chose importante, avec sa stratégie d'investissement interne, la banque n'a pas abandonné ses objectifs clés de croissance du bénéfice avant impôts et provisions de 5% à 10% et de levier d'exploitation positif au cours de l'exercice 2022 (les résultats du premier semestre devraient cependant être inférieurs à ces objectifs). Notons que la croissance relativement solide du chiffre d'affaires de CM pendant l'exercice 2021 conforte non seulement les participants dans l'idée que la stratégie d'investissement interne de la banque est judicieuse, mais les pousse aussi à croire qu'elle peut atteindre ses objectifs pour 2022. Nous maintenons notre donc notre cote Rendement supérieur et pensons que les investisseurs ayant un objectif de placement à long terme (au-delà du premier semestre de 2022) devraient tirer parti de la liquidation d'aujourd'hui. Cours cible de \$165. Rendement supérieur.

			Сар.	Actions		Dernier	В	PA dilué					VCPA					Cours
		Cote du	bours.	e.c.	Cours	exercice	dernier	est.	est.	C	/B	dernier	est.	est.	C/	VC	Div.	cible
	Symb.	titre	∆ (M)	(M)	1/6	déclaré	exerc.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	trimest.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	%	12 mois ∆
Banques																		
Banque de Montréal	BMO	RS	86,070	647	133.04	10/2020	7.71	12.74	13.05	10.4	10.2	80.00	81.65	87.14	1.6	1.5	3.1%	149.00
Banque Scotia	BNS	RM	96,943	1,215	79.78	10/2021	5.36	7.87	8.31	10.1	9.6	53.28	53.29	57.34	1.5	1.4	4.4%	86.00
CIBC	CM	RS	63,413	445	142.45	10/2020	9.69	14.75	15.37	9.7	9.3	90.06	91.95	98.43	1.5	1.4	4.0%	168.00
Banque Nationale	NA	PN	33,534	338	99.27	10/2020	6.06	8.92	9.22	11.1	10.8	46.00	47.43	51.53	2.1	1.9	2.8%	PN
Banque Royale du Canada	RY	RS	179,990	1,425	126.30	10/2020	7.97	11.50	11.98	11.0	10.5	62.34	64.19	69.61	2.0	1.8	3.3%	144.00
Banque Toronto-Dominion	TD	RS	164,298	1,823	90.15	10/2020	5.35	7.92	7.84	11.4	11.5	51.21	52.66	56.44	1.7	1.6	3.4%	93.00
Banque Canadienne de l'Ouest	CWB	RM	3,219	87	36.94	10/2020	2.93	3.66	4.06	10.1	9.1	32.88	33.40	36.01	1.1	1.0	3.0%	41.00
Banque Laurentienne	LB	RM	1,597	44	36.70	10/2020	2.92	4.39	4.24	8.4	8.7	56.88	57.67	59.77	0.6	0.6	4.2%	47.00
Assurances																		
Great-West Lifeco	GWO	RM	34,502	930	37.08	12/2020	2.88	3.51	3.85	10.6	9.6	24.40	24.65	26.54	1.5	1.4	5.2%	39.00
iA Groupe Financier	IAG	RS	7,306	108	67.88	12/2020	7.12	8.40	8.87	8.1	7.7	60.82	62.41	69.29	1.1	1.0	3.6%	87.00
Financière Manuvie	MFC	RM	44,363	1,942	22.84	12/2020	2.75	3.22	3.44	7.1	6.6	25.78	26.09	27.88	0.9	8.0	5.5%	28.00
Financière Sun Life	SLF	RS	39,738	586	67.83	12/2020	5.45	6.04	6.55	11.2	10.4	39.97	41.82	46.52	1.6	1.5	3.8%	79.00

Système de notation: RS = Rendement supérieur; RM = Rendement moyen; RI = Rendement inférieur; R = Restriction, AO = Accepter offre; ER = En révision; PN = Pas noté Source: Refinitiv, Données financières des sociétés, Analyses FBN

Distribution et produits de consommation



Vishal Shreedhar Analyste 416 869-7930

Ajoints:

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

Sélection) Gildan

Les Vêtements de Sport Gildan (GIL : TSX)

Mise à jour de la société: Acquisition de Frontier Yarns

Gildan a annoncé l'acquisition de Frontier Yarns

Gildan a annoncé aujourd'hui que, par l'intermédiaire d'une de ses filiales détenues en exclusivité, elle avait acquis 100% du capital de Phoenix Sanford, LLC. société mère de Frontier Yarns (Frontier) pour une contrepartie au comptant de \$168 millions. Aucun autre détail financier n'a été publié. Nous estimons que le ratio de BAIIA payé pour la transaction est d'environ 5 à 6, corrigé des gains de synergie.

Frontier produit des fils 100% coton, de polyester et de coton mélangé. Les activités de production de fils de Frontier acquises par Gildan comprennent quatre usines situées en Caroline du Nord et comptent environ 800 employés. D'après nos informations, en 2021, environ 40% de la production de Frontier était composée de fils vendus à Gildan pour sa production de textiles en Amérique centrale et dans les Antilles. Avec le temps, nous nous attendons à ce que Gildan représente une part croissante des capacités de Frontier, compte tenu de ses ambitions de croissance du chiffre d'affaires de \$500 millions.

Effets stratégiques de la transaction

Nous considérons que cette acquisition est d'une importance stratégique, car Gildan est en train de renforcer sa chaîne d'approvisionnement mondiale intégrée verticalement. Rappelons que, ces derniers trimestres, Gildan a fait état d'une faiblesse des approvisionnements, en fils en particulier. Cette acquisition allégera les pressions sur sa chaîne d'approvisionnement et améliorera la disponibilité des fils pour soutenir ses projets de croissance. Nous considérons aussi que le risque d'intégration est faible, car Frontier a développé une relation de longue date en qualité de fournisseur de Gildan au fil des années.

Nous maintenons notre thèse de placement

Au trimestre dernier, la direction a maintenu sa marge BAII cible de 18% malgré le fait qu'elle avait dépassé ses cibles de marges à ce stade en 2021. Nous pensons que cet objectif sera finalement dépassé. Pour l'avenir, Gildan se concentre sur la croissance durable grâce à l'expansion des capacités. Selon nous, les perspectives restent favorables compte tenu de la demande solide, des initiatives d'amélioration en cours et des hausses de prix.

Maintien de la cote Rendement supérieur; cours cible de CA\$58

Nous continuons de valoriser Gildan à 16.0 fois notre estimation de BPA pour 2022 et 2023 (après ajustement en fonction du change).

Distribution et produits de consommation

			Сар.	Actions		Dernier	В	PA dilué				E	BAIIA						Cours
		Cote du	bours.	e.c.	Cours	exercice	(A)	est.	est.	C/I	В	(A)	est.	est.	VE/E	BAIIA	Valeur	Ratio	cible
	Symb.	titre 2	∆ (M)	(M)	01/06	déclaré	Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	compt.	d'endet.	12 mois Δ
Grands magasins																			
Canadian Tire	CTC.a	RS	10,995	61.3	179.25	12/2020	12.95	16.92	17.01	10.6	10.5	2,181	2,518	2,476	5.5	5.6	81.32	0.36	221.00
Dollarama	DOL	RS	18,837	306.2	61.51	02/2021	1.81	2.18	2.56	28.2	24.0	1,131	1,285	1,434	17.2	15.4	0.45	0.96	66.00
Carburant et autres																			
Couche Tard	ATD.b	RS	54,301	1,072.5	50.63	04/2021	2.45	2.39	2.35	16.8	17.1	5,005	4,941	4,830	9.7	9.9	12.00	0.32	53.00
Parkland Fuel Corporation	PKI	RS	5,386	152.8	35.25	12/2020	0.54	0.83	2.78	42.5	12.7	967	1,263	1,438	7.7	6.8	15.03	0.66	48.00
Habillement																			
Gildan	GIL	RS	10,434	198.1	52.68	12/2020	(0.18)	2.54	2.74	16.5	15.3	165	696	724	12.2	11.7	9.54	0.13	58.00
Roots Corporation	ROOT	RM	137	42.2	3.24	02/2021	0.35	0.62	0.74	5.2	4.4	64	73	79	4.2	3.8	4.02	0.49	6.00
Épiceries																			
Empire Company	EMP.a	RS	10,437	268.1	38.93	05/2021	2.61	2.64	2.90	14.7	13.4	2,144	2,266	2,384	7.6	7.3	17.11	0.60	46.00
Loblaw	L	RS	35,115	340.1	103.25	12/2020	4.18	5.42	6.03	19.0	17.1	5,004	5,595	5,726	7.2	7.1	33.20	0.32	107.00
Metro	MRU	RM	16,495	243.2	67.82	09/2021	3.44	3.79	4.11	17.9	16.5	1,103	1,105	1,145	19.0	18.3	26.50	0.27	71.00
Transformation des aliment	s																		
Saputo	SAP	RM	12,208	415.1	29.41	03/2021	1.74	1.63	2.14	18.0	13.7	1,471	1,412	1,741	11.5	9.4	15.6	0.39	36.00
Lassonde	LAS.a	RS	1,082	6.9	156.00	12/2020	14.11	11.21	12.36	13.9	12.6	217	180	192	7.0	6.6	122.5	0.17	190.00
Premium Brands Holdings	PBH	RS	5,413	43.6	124.14	12/2020	3.04	4.56	5.63	27.2	22.0	313	436	502	16.4	14.2	36.8	0.52	155.00
Commerce de détail spécial	isé																		
Sleep Country Canada	ZZZ	RM	1,351	37.1	36.37	12/2020	1.95	2.26	2.43	16.1	15.0	171	190	197	9.1	8.8	10.58	0.49	46.00
Pet Valu	PET	RM	2,319	71.5	32.45	12/2020	0.64	1.00	1.20	32.5	27.0	144	177	173	15.5	15.8	0.00	1.44	35.00
Beauté et soins personnels																			
MAV Beauty Brands	MAV	RM	49	42.4	1.16	12/2020	0.30	0.12	0.25	10.0	4.7	28	18	25	9.7	6.8	3.28	0.47	3.00
Restauration																			
MTY Food Group	MTY	RS	1,398	24.8	56.41	11/2020	(1.51)	3.41	4.09	16.5	13.8	138	173	193	10.0	9.0	25.01	0.35	75.00
Épicerie en ligne																			
Goodfood Market	FOOD	RS	272	74.4	3.65	08/2021	(0.44)	(0.47)	(0.29)	NA	NA	(14)	(13)	3	NA	NA	1.32	(0.34)	7.00

Système de notation: RS = Rendement supérieur; RM = Rendement moyen; RI = Rendement inférieur; R = Restriction; AO= Accepter offre; ER = En révision Note: Lassonde et Goodfood couverts par Ryan Li.

u= dollars US

Source: Refinitiv, Rapports des sociétés, FBN

Immobilier



Matt Kornack Analyste 416 507-8104

Adjoint:

Anthony Boadan: 416 869-7935



Tal Woolley Analyste 416 507-8009

Adjoint:

Ahmed Shethwala: 416 507-8102

Sélections

- Chartwell
- > H&R
- > ERES
- Sienna
- Allied
- > Flagship
- Cap REIT
- > Killam
- > InterRent
- > Dream Office

FPI H&R

Portefeuille en transition, composé cependant d'actifs offrant des possibilités de croissance et des moyens de défense

► H&R mène à bien la cession de Primaris REIT.

À la clôture de l'opération de cession survenue récemment, les porteurs de parts de H&R ont chacun reçu une part de Primaris pour chaque tranche de quatre parts de H&R qu'ils détenaient immédiatement avant le 21 décembre 2021. Au moment de la rédaction de la présente analyse, les parts de Primaris se négociaient \$14.04 (\$3.51 préregroupement), tandis que les parts de H&R issue de la cession se négociaient \$13.20, ce qui représente une valeur précession combinée de \$16.71 (contre une VAN de \$22.75). Les parts de Primaris ont commencé à être négociées le 5 janvier 2022 sous le symbole PMZ.un.

La reprise du taux d'occupation des résidences pour retraités est le sujet de l'heure.

H&R a cédé à Primaris 27 immeubles faisant partie de son portefeuille d'immeubles fermés, d'une valeur comptable d'environ \$2.4 milliards. Ces immeubles étaient garantis au moyen de titres de créance de \$723 millions. PMZ a également acquis auprès du HOOPP huit immeubles d'une valeur de \$0.8 milliard, qui sont garantis au moyen de titres de créance d'environ \$207 millions. Le portefeuille de Primaris sera donc composé de 35 immeubles d'une valeur estimée à environ \$3.2 milliards

■ Incidence sur H&R.

La cession de Primaris marque une étape majeure dans le programme de repositionnement stratégique de H&R, qui a ultimement pour objectif de devenir un FPI orienté vers la croissance et axé sur les immeubles d'habitation. les immeubles industriels et la promotion immobilière. Au cours des prochaines années, H&R envisage de céder des immeubles de bureaux et de commerce de détail afin de financer l'aménagement de nouvelles installations et le repositionnement de thèmes fonciers couverts dans des zones urbaines centrales

Points à retenir :

Après la vente de sa participation majoritaire dans The Bow, la cession de Primaris par H&R marque une autre étape importante vers la réalisation de ses objectifs stratégiques à titre de FPI rationalisé et orienté vers la croissance. Au chapitre de l'exploitation, nous nous attendons à ce que la société issue de la cession affiche des résultats solides au cours des prochains trimestres, en raison de la vigueur des segments Immeubles d'habitation et Immeubles industriels, ainsi que des chiffres comparables faciles à égaler ou dépasser en alissement annuel au sein du portefeuille d'immeubles de bureaux. Les immeubles non essentiels aui seront éventuellement vendus sont bien loués et fournissent des flux de trésorerie défensifs. Nous avons ajusté nos estimations afin de refléter uniquement les activités de l'entité issue de la cession, ce qui a entraîné une baisse des estimations des FPE et de la VAN. Cela dit, nous ne pensons plus qu'une décote aussi importante soit justifiée pour arriver à notre cours cible. Au moment de la rédaction de la présente analyse, la valeur combinée de Primaris et de H&R issue de la cession s'élevait à \$16.71, contre \$15.89 la veille de la cession. Notre cours cible de \$17.00 correspond largement à notre estimation de la VAN postérieure à la cession et représente un ratio FPER de 17x pour 2022.

Analyse sectorielle **Immobilier**

latt Kornack, Tal Woolley				Cap.			Distrib	outions par	part		Rend. des	distributi	ons		FPE dilué	s		C/FPE			12 m	ois	ø
		Cote du		bours.		Cours	(A)	(A)	est.				courant	(A)	est.	est.	(A)	(A)	est.		Cours	Rend.	
	Symb.	titre	Δ	(M)	Analyste	1-6	2020	2021	2022	2020A	2021E	2022E	annualisé	2020	2021	2022	2020A	2021E	2022E	VAN	Cible	total ⁽¹⁾	
Détail						-							,										-
RioCan REIT	REI.un	RS	\leftrightarrow	\$7,188	Woolley	\$22.62	\$1.44	\$1.44	\$1.44	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	\$1.60	\$1.53	\$1.62	14.2x	14.8x	14.0x	\$24.80	\$25.00	16.9%	
Choice Properties REIT	CHP.un	RM	\longleftrightarrow	\$10,645	Woolley	\$14.72	\$0.74	\$0.74	\$0.74	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	\$0.92	\$0.96	\$0.98	15.9x	15.4x	15.0x	\$13.10	\$15.50	10.3%	
First Capital REIT	FCR	RM	\longleftrightarrow	\$4,070	Woolley	\$18.54	\$0.86	\$0.86	\$0.86	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	\$1.01	\$1.14	\$1.13	18.4x	16.3x	16.4x	\$21.23	\$20.00	12.5%	
SmartCentres REIT	SRU.un	RM	\longleftrightarrow	\$5,426	Woolley	\$31.49	\$1.76	\$1.81	\$1.85	5.6%	5.8%	5.9%	5.8%	\$2.20	\$2.18	\$2.21	14.3x	14.4x	14.2x	\$33.90	\$34.00	13.7%	
CT REIT	CRT.un	RS	\longleftrightarrow	\$3,944	Woolley	\$16.94	\$0.73	\$0.76	\$0.79	4.3%	4.5%	4.6%	4.5%	\$1.18	\$1.24	\$1.30	14.4x	13.7x	13.0x	\$16.80	\$19.50	19.6%	
Crombie REIT	CRR.un	RS	\longleftrightarrow	\$2,958	Woolley	\$17.98	\$0.89	\$0.89	\$0.89	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	\$1.05	\$1.15	\$1.23	17.1x	15.6x	14.6x	\$18.32	\$20.00	16.2%	
Automotive Properties REIT	APR.un	RS	\longleftrightarrow	\$693	Woolley	\$14.14	\$0.80	\$0.80	\$0.80	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	\$0.91	\$0.98	\$1.01	15.5x	14.4x	14.0x	\$12.00	\$14.00	4.7%	
Bureau & Diversifié													ļ										
Allied Properties REIT	AP.un	RS	\leftrightarrow	\$5,666	Kornack	\$44.23	\$1.65	\$1.70	\$1.73	3.7%	3.8%	3.9%	3.8%	\$2.29	\$2.44	\$2.67	19.3x	18.2x	16.5x	\$49.30	\$52.00	21.4%	
DREAM Office REIT	D.un	RS	\leftrightarrow	\$1,349	Kornack	\$24.56	\$1.00	\$1.00	\$1.00	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	\$1.52	\$1.54	\$1.62	16.1x	16.0x	15.2x	\$26.25	\$26.00	9.9%	
Slate Office REIT	SOT.un	RM	\leftrightarrow	\$368	Kornack	\$5.04	\$0.40	\$0.40	\$0.40	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	\$0.68	\$0.58	\$0.62	7.4x	8.7x	8.1x	\$6.15	\$5.25	12.1%	l
True North Commerical REIT	TNT.un	RM	\leftrightarrow	\$673	Kornack	\$7.35	\$0.59	\$0.59	\$0.59	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	\$0.59	\$0.59	\$0.60	12.4x	12.4x	12.2x	\$7.25	\$7.50	10.1%	l
NorthWest H.P. REIT	NWH.un	RM	\leftrightarrow	\$2,960	Woolley	\$13.48	\$0.80	\$0.80	\$0.80	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	\$0.83	\$0.84	\$0.87	16.2x	16.0x	15.5x	\$13.43	\$14.50	13.5%	l
H&R REIT	HR.un	RS	\leftrightarrow	\$3,968	Kornack	\$13.15	\$0.92	\$0.69	\$0.69	7.0%	5.2%	5.2%	5.2%	\$1.67	\$1.55	\$1.59	7.9x	8.5x	8.3x	\$22.75	\$17.00	34.5%	l
Cominar REIT	CUF.un	RES		\$2,133	Kornack	\$11.69	\$0.72	\$0.63	\$0.36	6.2%	RES	RES	RES	\$1.13	\$0.94	\$1.05	10.3x	12.4x	11.1x	\$10.80	RES	RES	
Artis REIT	AX.un	RM	\leftrightarrow	\$1,476	Kornack	\$11.85	\$0.54	\$0.54	\$0.60	4.6%	4.6%	5.1%	4.6%	\$1.40	\$1.33	\$1.34	8.5x	8.9x	8.9x	\$15.05	\$12.25	7.9%	
BTB REIT	BTB.un	RM	\leftrightarrow	\$346	Kornack	\$4.04	\$0.36	\$0.30	\$0.30	8.9%	7.4%	7.4%	7.4%	\$0.38	\$0.40	\$0.41	10.5x	10.2x	9.9x	\$4.70	\$4.50	18.8%	
Industriel												j	j										
Granite REIT	GRT.un	RS	\longleftrightarrow	\$6,657	Kornack	\$101.34	\$2.92	\$3.05	\$3.10	2.9%	3.0%	3.1%	3.0%	\$4.04	\$4.04	\$4.47	25.1x	25.1x	22.7x	\$95.90	\$110.00	11.6%	
DREAM Industrial REIT	DIR.un	RS	\longleftrightarrow	\$4,109	Kornack	\$16.55	\$0.70	\$0.70	\$0.70	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	\$0.71	\$0.80	\$0.87	23.4x	20.7x	18.9x	\$17.35	\$19.00	19.0%	
Summit Industrial	SMU.un	RS	\longleftrightarrow	\$3,848	Kornack	\$21.93	\$0.54	\$0.56	\$0.58	2.5%	2.5%	2.6%	2.5%	\$0.65	\$0.71	\$0.75	33.7x	31.1x	29.1x	\$22.00	\$26.50	23.4%	
Hôtels													ļ										
American Hotel Income Properties	HOT.un	RM	\longleftrightarrow	\$299	Woolley	\$3.75	\$0.00u	\$0.00u	\$0.00u	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	(0.12)u	\$0.27u	\$0.51u	-30.8x	13.7x	7.3x	\$5.70	\$5.00	33.3%	
Appartements												Ì	i										
CAP REIT	CAR.un	RS	\longleftrightarrow	\$9,984	Kornack	\$57.50	\$1.37	\$1.38	\$1.47	2.4%	2.4%	2.6%	2.4%	\$2.27	\$2.37	\$2.51	25.4x	24.3x	22.9x	\$63.20	\$70.50	25.0%	
Boardwalk REIT	BEI.un	RS	\longleftrightarrow	\$2,755	Kornack	\$53.97	\$1.00	\$1.00	\$1.00	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	\$2.81	\$2.94	\$3.12	19.2x	18.4x	17.3x	\$60.70	\$63.50	19.5%	
Killam Apartment REIT	KMP.un	RS	\longleftrightarrow	\$2,620	Kornack	\$22.93	\$0.68	\$0.69	\$0.72	2.9%	3.0%	3.1%	3.0%	\$1.00	\$1.07	\$1.12	22.9x	21.5x	20.4x	\$24.10	\$27.00	20.8%	
InterRent REIT	IIP.un	RS	\longleftrightarrow	\$2,397	Kornack	\$16.70	\$0.31	\$0.32	\$0.34	1.9%	1.9%	2.1%	1.9%	\$0.47	\$0.51	\$0.58	35.5x	33.1x	28.9x	\$17.60	\$20.25	23.2%	
Minto Apartment REIT	Ml.un	RM	\longleftrightarrow	\$1,355	Kornack	\$21.57	\$0.44	\$0.45	\$0.48	2.0%	2.1%	2.2%	2.1%	\$0.85	\$0.79	\$0.89	25.5x	27.2x	24.4x	\$24.60	\$26.25	23.8%	
BSR REIT	HOM.un	RS	\leftrightarrow	\$908u	Kornack	\$17.50u	\$0.50u	\$0.50u	\$0.50u	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	\$0.64u	\$0.64u	\$0.77u	27.5x	27.4x	22.7x	\$18.00u	\$20.00u	17.1%	
ERES REIT	ERE.un	RS	\longleftrightarrow	\$1,013	Kornack	\$4.38	\$0.15	\$0.16	\$0.16	3.4%	3.6%	3.6%	3.6%	\$0.19	\$0.21	\$0.23	22.5x	20.6x	19.4x	\$5.45	\$5.75	34.8%	
International												j	j										
Inovalis REIT	INO.un	RM	\leftrightarrow	\$324	Kornack	\$9.66	\$0.83	\$1.13	\$0.83	8.5%	11.7%	8.5%	11.7%	\$0.65	\$0.53	\$0.58	14.8x	18.1x	16.7x	\$11.15	\$10.00	15.2%	
Résidences pour personnes	s agées											ļ	-										
Chartwell Retirement Residences	CSH.un	RS	\leftrightarrow	\$2,670	Woolley	\$12.21	0.59	0.60	0.60	4.8%	4.9%	4.9%	4.9%	0.76	0.68	0.82	16.1x	18.0x	14.9x	\$12.10	\$15.00	27.8%	
Sienna Senior Living	SIA	RS	\leftrightarrow	\$1,022	Woolley	\$13.48	0.90	0.92	0.94	6.7%	6.9%	6.9%	6.9%	1.03	1.14	1.17	13.1x	11.8x	11.5x	\$12.57	\$17.50	36.7%	
Extendicare	EXE	RM	\leftrightarrow	\$649	Woolley	\$7.24	0.48	0.48	0.48	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	0.79	0.48	0.52	9.2x	15.1x	13.9x	\$9.30	\$8.50	24.0%	
Invesque	IVQu	RM	\leftrightarrow	\$103u	Woolley	\$1.83u	\$0.74u	\$0.00u	\$0.00u	40.3%	0.0%	0.0%	0.0%	\$0.73u	\$0.45u	\$0.47u	2.5x	4.1x	3.9x	\$3.27u	\$2.00u	9.3%	١
Entreposage libre-service													ļ										l
StorageVault Canada	SVI.V	RS	\leftrightarrow	\$2,640	Woolley	\$7.13	\$0.01	\$0.01	\$0.01	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	\$0.10	\$0.15	\$0.20	73.1x	47.3x	35.9x	\$5.40	\$7.50	5.3%	l
MHC												İ	İ										l
Flagship Communities REIT	MHCu.TO	RS	\leftrightarrow	\$375u	Woolley	\$19.15u	n/a	n/a	\$0.51u	n/a	n/a	2.7%	2.7%	n/a	\$1.08u	\$1.12u	n/a	17.7x	17.1x	\$19.50u	\$24.00u	28.0%	
Gestion d'actifs												ļ	į	1.									Ì
Tricon Capital Group	TCN	RS	\leftrightarrow	\$5,309u	Woolley	\$19.52	\$0.28	\$0.28	\$0.28	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	\$0.49u	\$0.55u	\$0.61u	39.8x	35.5x	32.0x	\$16.84	\$20.00	3.9%	1

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

u = dollars US

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

Métaux et minerais: métaux communs



Don DeMarco Analyste 416 869-7572

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

- > Ressources Teck
- Capstone Mining
- Copper Mountain Mining

La volatilité des prix devrait persister en 2022

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

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

Premiers choix:

Ressources Teck Ltée. (TECK.B: TSX)

La croissance endogène de la division cuivre, la base d'actifs diversifiés de grande qualité de Teck, exposés à la flambée des prix du charbon cokéfiable dur, son bilan solide et son engagement de longue haleine à rémunérer ses actionnaires sont autant d'éléments qui favorisent une valorisation plus élevée que celle actuellement attribuée par le marché. La division de charbon de Teck continue de profiter des prix records du charbon cokéfiable dur de Chine dus aux marchés étriqués 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 monter en flèche 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. La société a récemment annoncé sa fusion avec Mantos Copper, créant un producteur de cuivre de taille intermédiaire avec quatre mines productrices : Pinto Valley, Cozamin, Mantoverde et Mantos Blancos, Santo Domingo étant actuellement au stade de la mise en valeur, avec des gains de synergie potentiels arâce à Mantoverde - clôture de la transaction attendue au T1 2022.

Copper Mountain Mining Corp. (CMMC: TSX)

Les perspectives de production à court terme à la mine Copper Mountain sont solides; la société entre dans une séquence à forte teneur pour 2022, et l'expansion des installations de traitement vers une capacité de 45,000 t/j (auparavant 40,000 t/j) au T3 2021 ainsi que 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, que le conseil d'administration a officiellement approuvé au T4 2021.

Métaux et minerais: métaux communs

				Cap.	Actions		12 mois				BPA					FTPA				Valeur	
		Cote du		bours.	e.c.	Cours	Cours			(A)	est.	est.	C	:/B	(A)	est.	est.	C/	FT	Actif	
	Symbole	Titre	Δ	(M)	(M)	1/6	Cible	Δ	Analyste	Dern.Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	Dern.Ex.	Ex1	Ex2	Ex.1	Ex.2	Net	C/VAN
roduction																					
Capstone Mining	CS	RS	-	2,286	413.3	5.53	7.50	-	Nagle	0.07u	0.61u	0.67u	6.8x	8.3x	0.34u	0.95u	0.92u	4.4x	4.5x	7.24	0.8x
Copper Mountain Mining	CMMC	RS	-	700	210.2	3.33	5.25	-	Nagle	0.11u	0.66u	0.67u	5.1x	4.9x	0.61u	1.48u	1.25u	2.3x	2.7x	5.85	0.6x
Ero Copper	ERO	RM	-	1,623	88.8	18.28	30.00	-	Nagle	1.34u	2.39u	2.89u	5.7x	6.3x	2.02u	3.26u	3.40u	4.2x	4.0x	31.18	0.6x
First Quantum Minerals	FM	RS	-	20,842	691.0	30.16	37.00	-	Nagle	(0.07)u	1.23u	3.39u	18.4x	8.9x	2.64u	4.18u	6.42u	5.4x	3.5x	28.14	1.1x
Hudbay Minerals	HBM	RS	-	2,350	261.5	8.99	12.50	-	Nagle	(0.44)u	0.16u	0.65u	43.1x	13.8x	0.93u	1.82u	3.07u	3.7x	2.2x	9.37	1.0x
Lundin Mining	LUN	RM	-	7,333	735.5	9.97	12.25	-	Nagle	0.31u	1.09u	1.36u	6.9x	7.3x	1.00u	2.03u	2.14u	3.7x	3.5x	10.26	1.0x
Sherritt International	S	RM	_	163	397.3	0.41	0.55		DeMarco	(0.34)c	(0.23)c	0.00c	n/a	173.2x	0.03c	0.03c	0.10c	14.1x	4.0x	0.92	0.4x
Taseko Mines	TKO	RM	-	741	284.0	2.61	3.25	-	Nagle	(0.11)c	0.24c	0.36c	11.0x	7.2x	0.44c	0.79c	0.75c	3.3x	3.5x	4.08	0.6x
Teck Resources	TECKb	RS	-	20,036	540.8	37.05	48.50	-	Nagle	1.05c	6.62c	7.45c	5.6x	5.0x	3.38c	10.50c	10.26c	3.5x	3.6x	32.02	1.2x
Trevali Mining	TV	RM	-	174	98.9	1.76	2.50	-	Nagle	(0.03)c	0.01c	0.03c	121.8x	58.7x	0.01c	0.11c	1.09c	12.4x	1.2x	2.57	0.7x
ociétés de mise en valeur									·	, ,											
Adventus Mining	ADZN	RS	-	127	131.1	0.97	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	-	1,502	113.2	13.27	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	0.7x
Foran Mining	FOM.V	RM	_	593	236.4	2.51	3.25	-	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	3.64	0.7x
Josemaria Resources	JOSE	AO	_	577	379.3	1.52	1.60	1	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	1.99	0.8x
Trilogy Metals	TMQ	RS	_	279	144.4	1.93	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	0.4x
Sigma Lithium	SGML	RS	_	1,152	87.4	13.19	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	0.9x
Lithium Americas	LAC	RS	_	4.476	120.0	37.31	40.00u		Aganga	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	40.96	0.9x

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

Adioints:

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



Michael Parkin Analyste 416-869-6766

Adjoints:

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

Sélections

Producteurs d'or/d'argent :

- Centerra Gold (CG: TSX; cours cible de CA\$14.00)
- > Endeavour Mining Corp.

(EDV: TSX; cours cible de CA\$46.00)

- > Kinross Gold Corp. (K: TSX; cours cible de CA\$13.00)
- > Pan American Silver Corp.

(PAAS: TSX; cours cible de CA\$44.00)

> Wesdome (WDO: TSX; cours cible de CA\$15.50)

Sociétés de redevances :

> Sandstorm Gold Ltd.

(SSL: TSX; cours cible de CA\$10.75)

L'inflation pourrait entraîner une reprise de l'or

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

Les répercussions économiques de la COVID-19 ont forcé les gouvernements à adopter de vastes programmes de stimulation pour protéger leurs économies. En plus de ces mesures, les taux d'intérêt restent faibles. Le rendement des obligations du Trésor américain de 10 ans a récemment monté, ce qui a entraîné une légère et brève faiblesse des prix de l'or au comptant. La Réserve fédérale américaine a indiqué qu'elle était prête à relever les taux d'intérêt, car le taux d'emploi cible a été atteint. Les analystes interrogés par Bloomberg tablent sur trois hausses des taux en 2022. Nous pensons qu'un taux d'inflation élevé et/ou persistant aux États-Unis et que le report potentiel de la baisse des achats d'actifs (par rapport aux attentes du marché) pourraient faire monter les prix de l'or au comptant, et donc aussi les actions aurifères. L'apparition du variant Omicron de la COVID-19 est un facteur de risque clé pour la reprise économique américaine que la Fed suit de près.

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

Nous pensons que les sociétés les plus à même de produire des résultats supérieurs sont celles (1) dont les équipes dirigeantes présentent des antécédents solides d'exécution selon les prévisions internes: (2) aui ont un bilan sain; (3) dont les prévisions internes sur 12 mois sont encourageantes et comportent une croissance de la production et/ou une baisse des coûts; (4) dont les projets sont bien financés; et (5) qui offrent un calendrier riche en événements catalyseurs. L'examen des ratios VE/BAIIA montre que certains titres se négocient à des ratios attravants 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.

Métaux et minerais: métaux précieux

Second Content of No. Seco					Cap.	Actions		12 mois				BPA					FTPA				Valeur	
Part Part			Cote du			e.c.	Cours				(A)	est.	est.	· c	:/B	(A)	est.	est.	C	/FT	Actif	
Part Part		Symbole	Titre	Δ	(M)	(M)	1/6	Cible	Δ	Analyste	Dern.Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	Dern.Ex.	Ex1	Ex2	Ex.1	Ex.2	Net	C/VAN
Part Part	Grands producteurs (production >1 Moz																					
Possible Possible	Agnico-Eagle Mines Ltd	AEM	RM		28,871	453.73	63.63	81.00	\uparrow	Parkin	0.96u	1.86u	2.78u	27.3x	18.3x	3.64u	4.99u	4.99u	10.2x	10.2x	50.83	1.25x
Seminary Miles M	Barrick Gold	ABX	RM		40,739	1,779.00	22.90	29.00	-	Parkin	0.51u	1.15u	1.12u	15.9x	16.4x	1.81u	3.22u	3.22u	5.7x	5.7x	22.66	1.01x
Martine Mart	· ·								\uparrow													0.50x
Secretary Antonomone Secretary Secre	Kirkland Lake Gold Corp	KL			13,253	263.70	50.26	56.00	-	Parkin	2.74u	3.37u	3.31u	11.9x	12.1x	4.46u	4.75u	4.75u	8.4x	8.4x	36.30	1.38x
Secret New Note No. Post		NGT	RS		59,335	794.20	74.71	98.00	\uparrow	Parkin	1.32u	2.66u	2.94u	22.4x	20.2x	4.31u	5.69u	5.69u	10.5x	10.5x	64.11	1.17x
None Marke Name MAX	Sociétés de redevances																					
Column C	· ·								•													
Pays Golder ROLD									\downarrow	-												
Section	•								-	•												
Type Type	•								•													
Wheeless Processes Method Corp WM RS 2,10 62					,				•	-												
Welsone Gold In Marke Gold In									\uparrow													
Almonocolar Control of Colar Control of Colar Colar	· ·		RS		22,160	450.5	49.19	65.00	-	Nagle	1.10u	1.32u	1.23u	28.0x	40.0x	1.71u	1.89u	1.80u	19.6x	20.5x	23.48	2.09x
Second FSO RS 4,77 5,054 4,77 5,054 5,	"																					
Contemp Contemp Code C									-													
Dusher Procon Mende DPM RS						,																
Blanch Code Code ELD RS 2,684 12,266 12,27 17,50 7 Path 10,024 259 37.0 17,57 17,57 3.0 10,50									\uparrow													
Entherword Miring EDV RS 6,871 24,91 27,9 46,00 J. Dahlaron 2,394 2,394 3,784 10,78 7,68 4,904 5,384 5,585 5,506 2,887 0,756 2,887 0									\downarrow													
Espins Code Cop EDX RS 1,700 33.0 3.1 1,1 3.1 4,750 4,75									-		(/-											
MAGOLD Corp MAG	-								\downarrow													
LILG RM 1243 227 9.64 13.00 J. DeMinor OBB 1.05 1.05 1.05 1.05 1.05 1.05 1.05 1.05									\downarrow													
New Gold Inc NGD NGD NGD NGD NGD NGD NGD NG	•								1		. ,		. ,									
December Company Com									\downarrow													
Perform Resources									-		. ,											
SSR Mining Inc	·								-			. ,										
Yamang Cold Inc YRI RS 4,831 94,500 4,90 7,00 Pehkin 0,10 0,20 1,23k 1,31k 0,51u 0,66u 0,66u 5,6k 5,5k 0,28k Tomes Gold Resources inc TXG RM 1,065 85,75 12,42 23,00 DeMarco 2,16u 1,20u 1,20u 1,30k 3,5u 3,5u 20,8c 0,00u Ayas Gold and Shere AYA RS 866 92.2 33,43 18,5b — DeMarco 0,00u 0,2u 193,4 45,6x 0,13u 0,33u 72.5x 28,6k 7.77 1,21k FRIM Magests Shere/Forms Research Shere Park RR 3,2a 1,2u 1,0u 0,0u 1,1u 1,0u 1,0u 0,1u 0,0u 1,1u 1,0u 0,1u 0,0u 0,2u 1,0u 1,5u 2,5u 2,0u 1,2u 2,5u 2																						
Tore Golder Resources Inc. TKG RM	•								\downarrow													
yes dollard Streem AYA RS 866 92.2 9.39 13.50 ↑ DeMarco 0.09u 0.09u 0.21u 109.7x 45.6x 0.13u 0.13u 0.33u 72.5x 28.6x 7.77 12ts frist Majestic Sher Corp FR RM 3.261 242.8 13.43 18.50 ↓ DeMarco 0.09u 0.09u 0.29u 19.3x 45.7x 0.45u 1.09u 1.55u 12.3x 8.7x 6.74 19.9x Fortuna Sher Mines Inc FVI RM 1.333 289.1 4.61 5.50 ↓ DeMarco 0.48u 0.53u 1.7v 8.8x 45.7x 0.45u 1.09u 1.55u 12.3x 8.7x 6.74 19.9x Fortuna Sher Mines Inc FVI RM 1.333 289.1 4.61 5.00 ↓ DeMarco 0.48u 0.53u 1.7v 8.8x 4.3x 0.7eu 1.02u 1.61u 4.5x 2.9x 5.77 0.05u 1.02u 1.02u 1.61u 4.5x 2.9x 5.77 0.05u 1.02u									\uparrow													
Ays Cols and Sliver		TXG	RM		1,065	85.75	12.42	23.00		DeMarco	2.16u	1.20u	1.26u	10.3x	9.8x	4.25u	3.97u	3.95u	3.1x	3.1x	20.86	0.60x
First Majestic Sherr Corp	_																					
Fortums Siver Mines Inc. FVI RM 1,333 289.1 4.61 6.50 DeMarco 0.48u 0.53u 1.07u 8.8x 4.3x 0.76u 1.02u 1.61u 4.5x 2.9x 5.77 0.80x Pan American Silver PAS RS 6.059 21.0 28.84 44.00 DeMarco 0.80u 1.03u 1.71u 28.1x 16.9x 2.24u 28.2u 3.79u 10.2x 7.6x 19.34 1.49x refers productions (croduction <250 Koz) Aggnaut Gold Inc. AR ER									↑													
Pan American Silver PAAS RS 6,059 210, 28.4 44.00 , DeMarco 0.80u 1.03u 1.7tu 28.1x 16.9x 2.24u 2.82u 3.79u 10.2x 7.6x 19.34 1.49x etits productivers (productivers (production <250 Koz) Appanat Goldin. AR ER	•								\downarrow													
Agrand Gold Inc. AR AR AR AR AR AR AR AR AR AR AR AR AR																						
Argonaut Gold Inc. AR ER			RS		6,059	210.1	28.84	44.00	\downarrow	DeMarco	0.80u	1.03u	1.71u	28.1x	16.9x	2.24u	2.82u	3.79u	10.2x	7.6x	19.34	1.49x
Golden Star Resources GSC AO 557 115.1 4.84 4.85 DeMarco 0.17u 0.69u 0.56u 7.0x 8.6x 0.59u 0.95u 0.95u 0.95u 0.95u 0.88u 5.1x 5.5x 7.69 0.63x K92 Mining Inc. KNT RS 1,546 220,9 T.00 12.50 T.00 DeMarco 0.11u 0.25u 0.00u 0.00u 0.00u 0.00u 1.00u		-																				
K92 Mining Inc. KNT RS 1,546 220,9 7.00 12.50 ↑ DeMarco 0.11u 0.25u 0.28u 28.4x 25.1x 0.23u 0.44u 0.48u 15.9x 14.6x 10.01 0.70x Minera Alamos Inc. MAI RS 245 446.1 0.55 1.10 ↑ Nizami 0.01u (0.00)u 0.04u n/a 12.9x 0.00u (0.01)u 0.05u - 10.3x 1.08 0.51x 0.00x 0	•										-									-		
Minera Alamos Inc. MAI RS 245 446.1 0.55 1.10 ↑ Nizami 0.01u 0.00ju 0.04u n/a 12.9x 0.00u 0.01ju 0.05u 0.01ju 0.05u 1.58u 7.9x 7.0x 12.10 0.91x 0.91x 0.05teke mise en valeur AbraSilver Resource Corp ABRA RS 46 12.94 0.36 0.70 □ DeMarco 0.00ju 0.01ju																						
Wesdome Corp. WDO RS 1,533 139,7 10.97 15.50 ↑ DeMarco 0.48u 1.01u 1.00u 10.8x 10.9x 0.80u 1.39u 1.56u 7.9x 7.0x 12.10 0.91x rociditiste demise en valeur AbraSilver Resource Corp ABRA RS 46 129,4 0.36 0.70 DeMarco (0.00)u (0.01)u	-								↑										15.9x			
Afreksource Corp ABRA RS 46 129.4 0.36 0.70 DeMarco (0.00)u (0.01)u (0									↑										-			
AbraSilver Resource Corp ABRA RS 46 129.4 0.36 0.70 DeMarco (0.00)u (0.01)u (0.01)u (0.00)u (0.01)u (0.01)u (0.01)u 0.01)u (0.01)u 0.01)u (0.01)u 0.01)u 0.01)u 0.01)u 0.01)u	·	WDO	RS		1,533	139.7	10.97	15.50	↑	DeMarco	0.48u	1.01u	1.00u	10.8x	10.9x	0.80u	1.39u	1.56u	7.9x	7.0x	12.10	0.91x
Artemis Gold Inc. ARTG RS 892 141.5 6.30 11.50 ↑ DeMarco (0.05)u (0.19)u (0.18)u - - (0.09)u (0.17)u (0.18)u - - (0.09)u (0.17)u (0.18)u - - - 11.52 11.52x																						
Barsele Minerals Corp. BME BR ER GR	·													-	-				-	-		
Bluestone Resources Inc. BSR ER					892		6.30		↑	DeMarco	(0.05)u		(0.18)u	-	-		(0.17)u	(0.18)u	-	-	11.52	11.52x
Falco Resources Ltd. FPC FR FR FR FR FR FR FR FR FR F	·				-	-	-	-		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Gold Standard Ventures Corp. GSV RS 193 358.0 0.54 1.40					-	-	-	-		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Integra Resources Corp. ITR RS 159 62.1 2.56 6.50 Nizami (0.54)u (0.69)u (0.45)u n/a n/a (0.50)u (0.65)u (0.43)u 6.49 0.39x Liberty Gold Corp LGD RS 263 265.5 0.99 1.80 Nizami (0.54)u (0.09)u (0.08)u n/a n/a n/a (0.05)u (0.07)u (0.07)u 1.83 0.54x MAG Silver Corp MAG RS 1,843 97.9 18.82 30.00 ↓ DeMarco (0.07)u 0.86u 0.00u 21.8x - (0.06)u 0.65u 1.97u 28.8x 9.5x 20.11 0.94x Marathon Gold Corp. MOZ RS 632 212.1 2.98 4.50 ↑ DeMarco (0.01)u (0.04)u (0.04)u (0.04)u (0.01)u (0.01)u 0.03u (0.09)u (0.08)u n/a n/a n/a n/a (0.05)u (0.07)u 0.07)u 1.83 0.54x Marathon Gold Corp. MOZ RS 632 212.1 2.98 4.50 ↑ DeMarco (0.01)u (0.04)u (0.04)u (0.04)u (0.01)u (0.01)u 0.01)u 4.35 0.68x Osisko Development ODV RS 577 128.3 4.50 9.50 DeMarco (0.16)u (0.63)u (0.62)u 0.98u - 4.6x (0.04)u - 1.07u - 4.2x 9.58 0.47x Osisko Mining OSK RS 1,417 356.1 3.98 5.25 ↑ DeMarco (0.03)u (0.03)u (0.03)u (0.02)u (0.02)u (0.02)u 5.17 0.77x Pure Gold Mining Inc. PGM ER					193	358.0	0.54	1 40	•	- Nizami	(0.04)	(0.03)	(0.03)	n/a	n/a	(0.03)	(0.02)	(0.02)	-	-	1 42	0.38v
Liberty Gold Corp LGD RS 263 265.5 0.99 1.80 Nizami 0.03u (0.09)u (0.08)u n/a n/a (0.05)u (0.07)u (0.07)u 1.83 0.54x MAG Silver Corp MAG RS 1,843 97.9 18.82 30.00 ↓ DeMarco (0.07)u 0.86u 0.00u 21.8x - (0.06)u 0.65u 1.97u 28.8x 9.5x 20.11 0.94x Marathon Gold Corp. MOZ RS 632 212.1 2.98 4.50 ↑ DeMarco (0.01)u (0.04)u (0.04)u (0.04)u (0.01)u (0.01)u (0.01)u 4.35 0.68x O3 Mining Inc. OIII RS 133 68.0 1.96 4.25 DeMarco (0.06)u (0.63)u (0.62)u (0.01)u (0.01)u (0.01)u 5.46 0.36x Osisko Development ODV RS 577 128.3 4.50 9.50 DeMarco 0.98u - 4.6x (0.04)u - 1.07u - 4.2x 9.58 0.47x Osisko Mining OSK RS 1,417 356.1 3.98 5.25 ↑ DeMarco (0.03)u (0.03)u (0.03)u (0.02)u (0.02)u (0.02)u 5.17 0.77x Pure Gold Mining Inc. PGM ER									Т										_	_		0.30x
MAG Silver Corp MAG RS 1,843 97.9 18.82 30.00 ↓ DeMarco (0.07)u 0.86u 0.00u 21.8x - (0.06)u 0.65u 1.97u 28.8x 9.5x 20.11 0.94x Marathon Gold Corp. MOZ RS 632 212.1 2.98 4.50 ↑ DeMarco (0.01)u (0.04)u - - (0.01)u (0.01)u (0.01)u - - 4.35 0.68x 03 Mining Inc. OIII RS 133 68.0 1.96 4.25 DeMarco (0.16)u (0.63)u (0.62)u - - (0.16)u (0.63)u (0.62)u - - (0.16)u (0.63)u (0.62)u - - - 4.6x (0.04)u - 1.07u - 4.25 9.58 0.47x Osisko Development OSK RS 1,417 356.1 3.98 5.25 ↑ DeMarco (0.03)u (0.03)u (0.03)u - -											. ,		. ,		n/a			, ,	-	-		
O3 Mining Inc. OIII RS 133 68.0 1.96 4.25 DeMarco (0.16)u (0.63)u (0.62)u (0.16)u (0.63)u (0.62)u 5.46 0.36x Osisko Development ODV RS 577 128.3 4.50 9.50 DeMarco 0.98u - 4.6x (0.04)u - 1.07u - 4.2x 9.58 0.47x Osisko Mining OSK RS 1,417 356.1 3.98 5.25 ↑ DeMarco (0.03)u (0.03)u (0.03)u (0.02)u (0.02)u (0.02)u 5.17 0.77x Pure Gold Mining Inc. PGM ER									\downarrow						-				28.8x	9.5x		0.94x
Osisko Development ODV RS 577 128.3 4.50 9.50 DeMarco - - 0.98u - 4.6x (0.04)u - 1.07u - 4.2x 9.58 0.47x Osisko Mining OSK RS 1,417 356.1 3.98 5.25 ↑ DeMarco (0.03)u (0.03)u - - (0.02)u (0.02)u - - - 5.17 0.77x Pure Gold Mining Inc. PGM ER -		MOZ					2.98	4.50			(0.01)u	(0.04)u		-	-	(0.01)u	(0.01)u	(0.01)u	-	-		0.68x
Osisko Mining OSK RS 1,417 356.1 3.98 5.25 ↑ DeMarco (0.03)u (0.03)u (0.02)u (0.02)u (0.02)u 5.17 0.77x Pure Gold Mining Inc. PGM ER	· ·										(0.16)u	(0.63)u	. ,	-	-	, ,	(0.63)u	, ,	-	-		
Pure Gold Mining Inc. PGM ER	· ·										-	-		-	4.6x	, ,	-		-	4.2x		0.47x
· · · · · · · · · · · · · · · · · · ·	Osisko Mining				1,417	356.1	3.98	5.25	↑	DeMarco	(0.03)u	(0.03)u	(0.03)u	-	-	(0.02)u	(0.02)u	(0.02)u	-	-	5.17	0.77x
Sabina Gold and Silver Corp. SBB RS 506 356.2 1.42 3.25 Puri 0.00u 0.00u (0.01)u 0.00u 0.00u (0.01)u 3.18 0.45x	•				-	-	-	-		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Sabina Gold and Silver Corp.	SBB	RS		506	356.2	1.42	3.25		Puri	0.00u	0.00u	(0.01)u	-	-	0.00u	0.00u	(0.01)u	-	-	3.18	0.45x

Pétrole et gaz

Movennes sociétés et services pétroliers



Dan Pavne Analyste 403 290-5441

Adjoints: Baltej Sidhu: 403 290-5627 Nick Stevenson: 403 441-0928

Grandes capitalisations



Travis Wood Analyste 403 290-5102

Adjoints:

Logan Fisher: 403 441-0933 James Harwood, CPA: 403 290-5445

Sélections

- > Cenovus
- Tourmaline

Perspectives dans le secteur du pétrole brut :

En 2021, le WTI était en moyenne de US\$67.75/b (+60% pendant l'année), sa meilleure année depuis 2009. La remontée des prix des matières premières était attribuable à plusieurs facteurs, notamment les programmes mondiaux de vaccination de masse, l'effort coordonné des pays de l'OPEP+ pour restreindre leur production et les dépenses en immobilisations limitées des sociétés d'exploration et de production. De ce fait, le groupe des sociétés d'exploration et de production a dégagé des rendements exceptionnels, comme en témoigne l'indice composé S&P/TSX, dont les gains ont dépassé les hausses des prix des matières premières; son rendement s'est établi à 80% en 2021. Le mois dernier, le pétrole brut a terminé en force le mois de décembre malgré la recrudescence des cas de COVID-19 (Omicron) et les ponctions coordonnées futures dans les réserves stratégiques de pétrole (RSP). Pour 2022, nous restons constructifs sur les caractéristiques fondamentales du pétrole brut, car l'OPEP+ s'en tient à son programme de gestion de l'offre (avec une prochaine réunion prévue le 2 février 2022) et la reprise de la demande devrait se poursuivre, ce qui entraînera selon toute probabilité un marché extrêmement étriqué. Compte tenu des perspectives constructives que nous entretenons pour cette matière première, nous avons relevé nos prévisions de prix du WTI pour 2022 de US\$65.00/b à US\$70.00/b. Pour 2023, nous avons relevé notre prix du WTI de US\$60.00/b à US\$65.00/b, mais avons maintenu inchangée notre prévision pour 2024 et au-delà à US\$60.00/b.

Perspectives dans le secteur du gaz naturel:

L'année 2021 a aussi été un bon cru pour le gaz naturel, le NYMEX et l'AECO montant de près de 40% et 70% depuis le début de l'année, respectivement. Les prix ont inscrit un pic au mois d'octobre, atteignant en moyenne US\$5.57/MBTU et CA\$5.02/GJ avant que la demande liée aux conditions météorologiques ne fasse baisser les prix. Les fluctuations des prix en 2021 étaient principalement attribuables à la viqueur des exportations (exportations de GNL d'environ 10 Gpi³/j) et aux dépenses en immobilisations limitées, qui ont entraîné un sous-approvisionnement du marché américain (environ 1.8 Gpi³/j dans les États-Unis contigus) pendant l'année. En décembre, le NYMEX affichait une moyenne

d'environ US\$3.90/MBTU, contrastant nettement avec la movenne de novembre de US\$5.10/MBTU (baisse d'environ 25%). Les prix du gaz AECO ont eux aussi baissé en décembre, mais dans une moindre mesure que ceux du NYMEX, et étaient en moyenne d'environ CA\$3.90/GJ, car la demande liée aux conditions météorologiques s'est accélérée en fin de mois. Pour 2022, nous nous attendons à ce que des caractéristiques fondamentales semblables continuent de s'imposer compte tenu des dépenses en immobilisations limitées des producteurs et de la croissance qui se profile en 2022 pour les exportations de GNL (environ 12.5 Gpi³/i). Pour le NYMEX, nous avons réduit nos prévisions pour 2022 de US\$3.90/kpi³ à US\$3.75/kpi³ et relevé celles pour 2023 et 2024 et au-delà à US\$3.50/kpi³ (auparavant US\$3.05/kpi³) et US\$3.20/kpi³ (auparavant US\$3.05/kpi³), respectivement. Pour le gaz AECO, nous maintenons notre prévision pour 2022 à CA\$3.50/kpi³ et relevons nos prévisions pour 2023 et 2024 et au-delà à CA\$3.20/kpi³ (auparavant CA\$2.50/kpi³) et CA\$2.95/kpi³ (auparavant CA\$2.50/kpi³), respectivement.

Nous ne nous attendons pas à des changements notables dans les stratégies d'affaires des sociétés canadiennes d'exploration et de production en 2022. Cependant, nous attendons une plus grande transparence quant aux stratégies de rémunération des actionnaires parmi les titres que nous couvrons, car les bilans continuent de s'améliorer et le remboursement des dettes n'est plus la priorité. Nous pensons que CVE et TOU (voir ci-dessous) sont bien positionnées pour augmenter la rémunération de leurs actionnaires.

Premiers choix:

Cenovus Energy Inc. (CVE: TSX; NYSE)

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

Pétrole et gaz

■ 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 rev-

enus 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.

				Actions		Cap.		٧	/E/FTCD				F	TPA dilué	s			12 n	nois	
		Cote du		e.c.	Cours	bours.	Rend.		est.	est.	Dette n			est.	est.	C/F			urs	
	Symb.	titre	▲ Analyste	(M)	1/6	(M)	(%)	2018A	2019E	2020E	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2019E	2020E	Cible	Rend.	
Grandes sociétés/Intégrées																_				_
Canadian Natural Resources	CNQ	RS	Wood	1176.2	\$58.20	\$68,455	4%	8.9x	5.8x	4.7x	1.1x	0.4x	\$4.40	\$11.49	\$12.94	5.0x	4.5x	\$76.00	35%	•
Cenovus Energy	CVE	RS	Wood	2007.9	\$17.24	\$34,616	1%	28.3x	5.0x	4.2x	1.0x	0.2x	\$0.12	\$3.97	\$4.07	4.3x	4.2x	\$25.00	46%	•
Ovintiv Inc (US\$)	OVV	RS	Wood	261.1	\$38.04	\$9,933	1%	4.4x	3.9x	3.6x	1.4x	0.9x	\$7.42	\$13.14	\$13.15	2.9x	2.9x	\$52.00	38%	•
Imperial Oil	IMO	RM	Wood	695.8	\$48.10	\$33,469	2%	20.7x	6.9x	5.3x	0.4x	-0.3x	\$1.20	\$7.17	\$8.44	6.5x	5.7x	\$58.00	23%	•
Suncor Energy Grandes cap./Cap. Moyennes	SU	RM	Wood	1394.1	\$33.85	\$47,189	5%	10.1x	5.1x	4.4x	1.0x	0.6x	\$2.66	\$7.24	\$8.54	4.6x	3.9x	\$45.00	38%	1
Advantage Oil & Gas	AAV	RS	Payne	195.7	\$7.32	\$1,433	0%	5.1x	6.6x	3.8x	0.7x	0.0x	\$0.56	\$1.15	\$1.87	6.3x	3.9x	\$10.00	37%	
ARC Resources Ltd.	ARX	RS	Wood	711.7	\$11.98	\$8,526	3%	3.9x	4.1x	3.0x	0.7x	0.1x	\$1.89	\$3.79	\$4.06	3.6x	3.0x	\$20.00	70%	
Baytex Energy	BTE	RM	Payne	573.8	\$4.18	\$2,398	0%	5.4x	4.6x	3.5x	2.0x	1.1x	\$0.56	\$1.27	\$1.56	3.3x	2.7x	\$5.00	20%	
Birchcliff Energy	BIR	RS	Payne	277.5	\$6.31	\$1,751	1%	6.0x	4.0x	3.5x	0.9x	0.3x	\$0.69	\$1.95	\$2.03	3.2x	3.1x	\$10.00	59%	
Crescent Point Energy Corp.	CPG	RS	Wood	583.0	\$7.63	\$4,448	2%	3.9x	4.1x	2.7x	1.4x	0.5x	\$1.65	\$2.59	\$3.32	3.0x	2.3x	\$13.50	79%	
Enerplus Corporation	ERF	RS	Wood	255.1	\$14.17	\$3,615	1%	3.5x	4.6x	3.2x	0.9x	0.2x	\$1.61	\$3.60	\$4.64	3.9x	3.1x	\$19.00	35%	
Freehold Royalties	FRU	RS	Wood	150.7	\$12.12	\$1,826	6%	7.8x	10.3x	7.1x	0.6x	-0.1x	\$0.61	\$1.35	\$1.65	9.9x	7.3x	\$17.00	46%	
Headwater Exploration	HWX	RS	Payne	233.0	\$5.60	\$1,305	0%	25.1x	11.0x	5.6x	-0.8x	-0.9x	\$0.06	\$0.52	\$0.87	10.9x	6.4x	\$7.75	38%	
Kelt Exploration	KEL	RS	Payne	191.6	\$5.01	\$960	0%	4.9x	6.2x	3.9x	0.1x	-0.1x	\$0.31	\$0.82	\$1.26	6.1x	4.0x	\$7.00	40%	
MEG Energy	MEG	RM	Wood	311.0	\$12.87	\$4,002	0%	7.7x	6.4x	3.8x	3.1x	1.2x	\$0.92	\$2.45	\$4.05	5.2x	3.2x	\$18.50	44%	
NuVista Energy	NVA	RM	Payne	238.4	\$7.12	\$1,697	0%	4.2x	6.4x	3.5x	1.7x	0.5x	\$0.70	\$1.22	\$2.23	5.8x	3.2x	\$9.00	26%	
Paramount Resources	POU	RS	Payne	146.8	\$24.85	\$3,647	3%	6.1x	7.1x	4.2x	0.9x	0.2x	\$1.12	\$3.76	\$6.17	6.6x	4.0x	\$30.00	24%	
Peyto Exploration & Development	PEY	RS	Wood	167.1	\$9.71	\$1,622	6%	5.9x	5.3x	3.4x	2.4x	1.3x	\$1.29	\$2.67	\$4.11	3.6x	2.4x	\$14.00	50%	
PrairieSky Royalty	PSK	RM		238.9	\$14.28	\$3,412	3%	15.4x	16.1x	11.8x	2.5x	1.2x	\$0.64	\$1.11	\$1.35	13.7x	10.6x	\$18.50	32%	
Spartan Delta	SDE	RS	Payne	170.2	\$6.47	\$1,101	0%	6.9x	5.3x	2.4x	1.6x	0.4x	\$0.67	\$2.16	\$3.09	0.0x	0.0x	\$10.00	55%	
Tamarack Valley Energy	TVE	RS	Payne	439.4	\$4.13	\$1,815	2%	3.6x	6.6x	3.3x	1.5x	0.4x	\$0.55	\$0.86	\$1.37	4.8x	3.0x	\$5.50	36%	
Topaz Energy	TPZ	RS	Payne	140.1	\$18.01	\$2,523	5%	14.7x	14.7x	10.4x	1.3x	0.5x	\$0.98	\$1.49	\$1.80	12.1x	10.0x	\$24.00	39%	
Tourmaline Oil	TOU	RS	Payne	337.3	\$42.20	\$14,233	2%	4.9x	5.4x	3.8x	0.5x	-0.2x	\$4.36	\$8.85	\$10.36	4.8x	4.1x	\$57.50	38%	
Vermilion Energy Inc.	VET	RS	Wood	162.0	\$17.50	\$2,835	1%	5.6x	4.7x	2.6x	1.9x	0.8x	\$3.18	\$5.46	\$9.14	3.2x	1.9x	\$30.00	73%	
Whitecap Resources Petites capitalisations	WCP	RS	Wood	631.0	\$7.95	\$5,017	3%	4.8x	5.3x	3.2x	1.2x	0.3x	\$1.07	\$1.88	\$2.66	4.3x	3.0x	\$14.00	79%	
Crew Energy	CR	RM	Payne	165.3	\$2.95	\$488	0%	6.5x	5.4x	3.2x	2.8x	1.2x	\$0.27	\$0.84	\$1.29	3.5x	2.3x	\$4.00	36%	
Pipestone Energy	PIPE	RM	Payne	282.3	\$4.09	\$1,155	0%	6.8x	7.3x	3.4x	1.1x	0.1x	\$0.15	\$0.60	\$1.23	6.8x	3.3x	\$4.50	10%	
Surge Energy	SGY	RM	Payne	87.1	\$5.06	\$441	0%	6.1x	5.7x	2.1x	2.7x	0.7x	\$0.18	\$1.79	\$2.90	2.8x	1.7x	\$9.00	78%	
Yangarra Resources	YGR	RM	Payne	90.9	\$1.73	\$157	0%	4.5x	3.4x	2.1x	2.1x	1.1x	\$0.53	\$1.01	\$1.53	1.7x	1.1x	\$2.50	45%	

^{*}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.	Actions	Prix de		BAIIA (M)		VE/BAIIA			Dett	te nette /	BAIIA	12 mois	cours	45
	Cote du		bours.	e.c.	l'action												
Symb.	titre	▲ Analyste	(M)	(M)	1/6	2020	2021e	2022e	2020	2021e	2022e	2020	2021e	2022e	Cible	Rend.	Δ
NESR	RS	Payne	US\$898.81	91.3	US\$9.85	US\$213.2	US\$209.2	US\$254.9	5.5x	5.8x	4.4x	1.5x	1.7x	1.0x	US\$17.50	78%	
PD	RS	Payne	\$ 678.50	13.3	\$51.00	\$ 285.2	\$ 243.5	\$ 308.9	6.7x	8.8x	5.2x	4.7x	4.4x	3.0x	\$65.00	27%	
TCW	RM	Pavne	\$ 710.78	233.8	\$3.04	\$ 30.6	\$ 102.4	\$ 157.9	7.5x	6.8x	4.0x	1.3x	-0.3x	-0.4x	\$4.00	32%	
	NESR PD	Symb. titre NESR RS PD RS	Symb. titre Δ Analyste NESR RS Payne PD RS Payne	Cote du Symb. titre Δ Analyste Δ Analyste (M) NESR RS Payne US\$898.81 PD RS Payne 678.50	Cote du bours. e.c. Symb. titre Δ Analyste (M) (M) NESR RS Payne US\$898.81 91.3 PD RS Payne \$ 678.50 13.3	Cote du bours. e.c. l'action Symb. titre Δ Analyste (M) (M) 1/6 NESR RS Payne US\$898.81 91.3 US\$9.85 PD RS Payne \$ 678.50 13.3 \$51.00	Cote du bours. e.c. l'action Symb. titre Δ Analyste (M) (M) 1/6 2020 NESR RS Payne US\$898.81 91.3 US\$9.85 US\$213.2 PD RS Payne \$ 678.50 13.3 \$51.00 \$ 285.2	Cote du bours. e.c. l'action Symb. titre Δ Analyste (M) (M) 1/6 2020 2021e NESR RS Payne US\$898.81 91.3 US\$9.85 US\$213.2 US\$209.2 PD RS Payne 678.50 13.3 \$51.00 \$ 285.2 \$ 243.5	Cote du bours. e.c. l'action Symb. titre Δ Analyste (M) (M) 1/6 2020 2021e 2022e NESR RS Payne US\$898.81 91.3 US\$9.85 US\$213.2 US\$209.2 US\$254.9 PD RS Payne \$ 678.50 13.3 \$51.00 \$ 285.2 \$ 243.5 \$ 308.9	Cote du bours. e.c. l'action Symb. titre Δ Analyste (M) (M) 1/6 2020 2021e 2022e 2020 NESR RS Payne US\$898.81 91.3 US\$9.85 US\$213.2 US\$209.2 US\$254.9 5.5x PD RS Payne 678.50 13.3 \$51.00 \$285.2 \$243.5 \$308.9 6.7x	Cote du bours. e.c. l'action Symb. titre Δ Analyste (M) (M) 1/6 2020 2021e 2022e 2020 2021e NESR RS Payne US\$898.81 91.3 US\$9.85 US\$213.2 US\$209.2 US\$254.9 5.5x 5.8x PD RS Payne 678.50 13.3 \$51.00 \$ 285.2 \$ 243.5 \$ 308.9 6.7x 8.8x	Cote du bours. e.c. l'action Symb. titre Δ Analyste (M) (M) 1/6 2020 2021e 2022e 2020 2021e 2020 2022e NESR RS Payne US\$898.81 91.3 US\$9.85 US\$213.2 US\$209.2 US\$254.9 5.5x 5.8x 4.4x PD RS Payne \$ 678.50 13.3 \$51.00 \$ 285.2 \$ 243.5 \$ 308.9 6.7x 8.8x 5.2x	Cote du bours. e.c. l'action Symb. titre Δ Analyste (M) (M) 1/6 2020 2021e 2022e 2020 NESR RS Payne US\$898.81 91.3 US\$9.85 US\$213.2 US\$209.2 US\$254.9 5.5x 5.8x 4.4x 1.5x PD RS Payne \$ 678.50 13.3 \$51.00 \$ 285.2 \$ 243.5 \$ 308.9 6.7x 8.8x 5.2x 4.7x	Cote du bours. e.c. l'action Symb. titre Δ Analyste (M) (M) 1/6 2020 2021e 2022e 2020 2021e 2022e 2020 2021e 2022e 2020 2021e 2020 2021e NESR RS Payne US\$898.81 91.3 US\$9.85 US\$213.2 US\$209.2 US\$254.9 5.5x 5.8x 4.4x 1.5x 1.7x PD RS Payne \$ 678.50 13.3 \$51.00 \$ 285.2 \$ 243.5 \$ 308.9 6.7x 8.8x 5.2x 4.7x 4.4x	Cote du bours. e.c. l'action Symb. titre Δ Analyste (M) (M) 1/6 2020 2021e 2022e 2020e 2021e 2022e 2020e 2021e 2022e 2020e 2021e 2022e 2020e 2022e 2020e 2021e 2022e 2022e 2022e 2022e 2022e 2022e	Cote du bours. e.c. l'action Symb. titre Δ Analyste (M) (M) 1/6 2020 2021e 2022e 2020 2021e 2022e 2020 2021e 2022e Cible NESR RS Payne US\$898.81 91.3 US\$9.85 US\$213.2 US\$209.2 US\$254.9 5.5x 5.8x 4.4x 1.5x 1.7x 1.0x US\$17.50 PD RS Payne \$ 678.50 13.3 \$51.00 \$ 285.2 \$ 243.5 \$ 308.9 6.7x 8.8x 5.2x 4.7x 4.4x 3.0x \$65.00	Cote du bours. e.c. l'action Symb. titre Δ Analyste (M) (M) 1/6 2020 2021e 2022e 2021e 2022e 2020 2021e 2022e 2020 2021e 2022e 2020 2021e 2022e Cible Rend. NESR RS Payne US\$898.81 91.3 US\$9.85 US\$213.2 US\$209.2 US\$254.9 5.5x 5.8x 4.4x 1.5x 1.7x 1.0x US\$17.50 78% PD RS Payne \$ 678.50 13.3 \$51.00 \$ 285.2 \$ 243.5 \$ 308.9 6.7x 8.8x 5.2x 4.7x 4.4x 3.0x \$65.00 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

Pipelines, services publics et infrastructures



Patrick Kenny, CFA Analyste 403 290-5451

Adjoints:

William Duforest: 403 441-0952 7ach Warnock: 403 355-6643

Sélections

- AltaGas
- Capital Power
- Secure Energy
- Tidewater Midstream
- › Kevera

Aperçu

Alors que l'année 2021 touchait à sa fin. 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 réalignement des modèles d'affaires à long terme pour les conformer aux politiques d'énergie durable - sans empiéter sur la croissance et l'augmentation des valorisations.

Mise à jour sur les produits de base

Alors que la nouvelle souche de COVID-19 apparue récemment, le variant Omicron, a introduit une nouvelle couche d'incertitude sur les marchés, les prix des produits de base ont rebondi fin décembre, le contexte fondamental favorable se maintenant. Suivant la tendance de la fin novembre, le WTI a démarré le mois lentement avant de se redresser vers la fin du mois, pour atteindre une moyenne d'environ US\$72 le baril, soit une baisse d'environ 8% par rapport aux niveaux de novembre (environ US\$78.50 le baril), mais une hausse d'environ 80% par rapport au prix moyen de 2020, soit US\$40 le baril. En ce qui concerne le gaz, sur NYMEX, les prix ont accusé une baisse constante en décembre après avoir atteint des sommets le mois précédent, ce qui a conduit à une moyenne de US\$3.86 le kpi³, soit environ 25% de moins

que la moyenne de novembre, soit US\$5.12 le kpi³. Pendant ce temps, le prix à l'AECO a rebondi un peu plus, mais a finalement penché dans la même direction, le prix moyen s'établissant à \$3.96 le kpi³, soit environ 12% de moins que le prix moyen de novembre, soit \$4.50 le kpi³. En ce qui concerne les perspectives de commercialisation, alors que le prix différentiel du pétrole lourd WCS a connu une certaine expansion au cours des mois précédents, nous avons commencé à voir une nouvelle contraction au cours du mois dernier, le prix moyen s'établissant à environ US\$16.00 le baril, contre un prix moyen d'environ US\$19.00 le baril en novembre.

Mise à jour sur les sociétés pipelinières et le secteur intermédiaire

Du côté de la Ligne 5, la Maison-Blanche ne prévoit pas de faire fermer la Ligne 5 d'ENB, mais reste déterminée à engager des négociations constructives autour de l'invocation par le Canada de l'Accord concernant les pipelines de transit de 1977. Rappelons que le gouvernement fédéral du Canada a 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. Plus récemment, ENB a officiellement déposé une demande de renvoi de l'action en justice d'AG au Michiaan devant un tribunal fédéral américain, citant les auestions d'ordre fédéral soulevées par l'affaire ainsi que la récente décision de la juge Neff de renvoyer l'action similaire de la gouverneure devant un tribunal fédéral. Rappelons que la gouverneure Whitmer a ouvert la voie à l'action en justice de la procureure générale Nessel contre ENB (déposée en juin 2019) en retirant sa propre action, qui devait être entendue par un tribunal fédéral à la suite de la décision de la juge Neff. 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).

Entre-temps, ENB a tenu sa journée des investisseurs en décembre, au cours de laquelle la société a discuté de sa stratégie en matière de transition énergétique et de la récente décision de la REC relativement à la proposition de contrat du réseau principal. Souvenez-vous que la REC a rejeté les parties de la demande consacrées à la tarification et aux contrats, faisant valoir que l'élimination de 90% des volumes non engagés pour des périodes allant jusqu'à 20 ans pourrait avoir des conséquences trop négatives pour les producteurs de pétrole de l'Ouest ca-

nadien. Par conséquent, la société cherche maintenant à se rapprocher des expéditeurs pour tenter de négocier un arrangement - une extension de l'accord de tarification concurrentiel (Competitive Tolling Settlement - CTS 2.0) ou un nouveau cadre de tarification qui garantisse les tarifs et offre une optimisation, une expansion des capacités et une rétribution pour les risques d'exploitation, d'intégrité et financiers.

Par ailleurs, AltaGas a également tenu sa journée des investisseurs, au cours de laquelle la société a réaffirmé sa volonté d'améliorer la logistique grâce à l'utilisation possible de trains blocs et à des économies de coûts dans ses terminaux d'exportation de la côte ouest (le RIPET et Ferndale). Dans le cadre de sa stratégie d'exportation, la société étudie également des possibilités de développement à grande échelle afin de tirer parti de la transition énergétique, notamment en augmentant le nombre de barils de butane et en ajoutant des exportations d'ammoniac à l'offre sur le marché asiatique. Dans l'ensemble. la direction cherche à doubler le débit d'exportation annualisé d'environ 100 000 b/j à long terme (2026+), tout en améliorant le profil des contrats d'achat ferme.

Mise à jour sur l'électricité

En ce qui concerne l'électricité, CPX continue de faire avancer sa stratégie de transition, en annonçant la possibilité d'ajouter un projet de CSC de 3.0 Mt/a à Genesee 1&2, ce qui ferait de cette installation la plus grande (et la plus efficace) des centrales électriques au gaz à captage de carbone du monde d'ici 2026 (DIF attendue fin 2022/début 2023). À la suite de cette annonce, la société a également indiqué qu'elle avait affiné l'estimation du coût de son projet de modernisation de Genesee à environ \$1.2 milliard, qui comprendra désormais 210 MW de stockage par batterie, ce qui permettra de résoudre le problème de la limite de l'éventualité la plus grave. En outre, alors que la société reste à l'affût de nouvelles occasions dans le domaine de la production d'énergie renouvelable, la direction a fait remarquer qu'elle continuait de voir une valeur énorme dans le gaz naturel, étant donné son faible profil d'émissions par rapport aux autres combustibles fossiles, sans oublier sa grande fiabilité.

Entre-temps, TransAlta a récemment annoncé deux CAE à long terme pour la totalité de la production de ses projets éoliens de 300 MW White Rock East et White Rock West, aui devraient être situés en Oklahoma, Ain-

Pipelines, services publics et infrastructures

si, la société prévoit maintenant d'aller de l'avant avec la construction du projet collectif de US\$460 à US\$470 millions, qui comprend 51 turbines et dont la DDI ciblée est le S2 2023.

Mise à jour sur la transition énergétique

En cette fin d'année, la transition énergétique a continué de s'accélérer, les stratégies étant mises en œuvre et les nouveaux proiets dévoilés. Dans l'ensemble. les sociétés que nous couvrons restent prêtes à tirer parti du passage à une économie plus propre, car elles explorent plusieurs pistes, notamment l'hydrogène et le CSC, qui semble actuellement être la solution de décarbonisation la plus rapide et la plus efficace qui soit. Il convient de noter que Capital Power et Enbridge ont conclu un protocole d'entente en vue d'explorer conjointement la mise au point de solutions de CSC près de la centrale Genesee de CPX. Grâce au projet de captage du carbone de CPX à Genesee et au protocole d'entente, ENB a demandé à aménager un centre de carbone à accès libre à Wabamun, en Alberta, dans le cadre du processus de demande de propositions de projets complets du gouvernement de l'Alberta. Ensemble, les sociétés prévoient d'évaluer un projet de CSC dans le cadre duquel ENB fournirait des services de transport et de stockage, tandis que CPX se concentrerait sur le captage du CO2.

Par ailleurs, dans le cadre de sa stratégie de transition énergétique, TA a annoncé que, par suite de la conversion au gaz d'une troisième centrale au charbon (unité 3 de Keephills) comme prévu, elle avait complètement éliminé l'alimentation au charbon au Canada, Rappelons que TA a investi environ \$295 millions dans son programme de conversion du charbon au gaz, qui visait Sundance 6, Keephills 2 et 3 et Sheerness 1 et 2, ainsi que dans une nouvelle infrastructure de livraison du gaz à l'appui des volumes accrus.

Titres favoris

Dans l'ensemble, compte tenu de nos estimations pour 2022, nous prévoyons une croissance des FPER par action d'environ 9% en 2021e, les dividendes devant croître d'environ 3% en moyenne. Nous sélectionnons nos titres de prédilection en fonction d'une approche à trois volets, soit: 1) un rendement à deux chiffres des flux de trésorerie disponibles (FPER); 2) un bilan sain; et 3) un fort potentiel d'éléments catalyseurs.

			Parts		Сар.	Distrib	utions p	ar part	Rende	ment	FTP	A distr. Di	lués			Dette/	12 m	iois	
		Cote du	e.c.	Cours	bours.	est.	est.	est.	des d	istr.	est.	est.	est.	C/FT	distr.	Enc. distr. 22e	Cou	ırs	Rendement
	Symb.	titre	(M)	01-06	(M)	2020	2021e	2022e	2021e	2022e	2020	2021e	2022e	2021e	2022e	_ E110. di5ti. 220	Cible	Rend.	∆ combiné
Pipelines et divers																			
AltaGas	ALA	RS	279.7	\$26.47	\$7,403	\$0.96	\$1.00	\$1.06	3.8%	4.0%	\$2.08	\$2.80	\$2.96	9.5x	8.9x	5.6x	29.00	9.6%	13.3%
Enbridge Inc.	ENB	RS	2022.5	\$50.91	\$102,965	\$3.24	\$3.34	\$3.44	6.6%	6.8%	\$4.67	\$4.85	\$5.42	10.5x	9.4x	4.8x	54.00	6.1%	12.6%
Gibson Energy	GEI	RM	149.3	\$23.25	\$3,471	\$1.36	\$1.40	\$1.40	6.0%	6.0%	\$2.01	\$1.99	\$2.15	11.7x	10.8x	3.3x	24.00	3.2%	9.3%
Keyera	KEY	RS	221.0	\$28.53	\$6,306	\$1.92	\$1.92	\$1.92	6.7%	6.7%	\$3.26	\$3.01	\$2.88	9.5x	9.9x	3.6x	36.00	26.2%	32.9%
Pembina Pipelines	PPL	RM	550.0	\$39.28	\$21,604	\$2.52	\$2.52	\$2.52	6.4%	6.4%	\$3.91	\$3.94	\$4.05	10.0x	9.7x	4.0x	41.00	4.4%	10.8%
Secure Energy	SES	RS	308.1	\$5.52	\$1,701	\$0.03	\$0.03	\$0.03	0.5%	0.5%	\$0.53	\$0.74	\$0.95	7.5x	5.8x	2.0x	6.50	17.8%	18.3%
Superior Plus	SPB	RM	176.0	\$12.88	\$2,267	\$0.72	\$0.72	\$0.72	5.6%	5.6%	\$1.37	\$1.23	\$1.53	10.5x	8.4x	4.1x	15.00	16.5%	22.0%
Tidewater Midstream	TWM	RS	340.3	\$1.32	\$449	\$0.04	\$0.04	\$0.04	3.0%	3.0%	\$0.14	\$0.24	\$0.23	5.6x	5.7x	3.8x	1.75	32.6%	35.6%
Tidewater Renewables	LCFS	RM	34.6	\$15.00	\$520	\$0.00	\$0.00	\$0.00	0.0%	0.0%	\$0.00	\$0.46	\$0.55	n.m.	27.0x	3.0x	17.00	13.3%	13.3%
TC Energy Corp.	TRP	RM	979.0	\$60.63	\$59,357	\$3.24	\$3.48	\$3.62	5.7%	6.0%	\$6.13	\$5.51	\$5.58	11.0x	10.9x	5.3x	65.00	7.2%	12.9%
Producteurs d'électricité et s	ervices p	ublics																	
ATCO Ltd.	ACO	RM	114.7	\$40.84	\$4,682	\$1.74	\$1.79	\$1.81	4.4%	4.4%	\$2.08	\$2.44	\$2.41	16.7x	17.0x	4.6x	46.00	12.6%	17.0%
Brookfield Infrastructure (1)	BIP	RS	514.0	\$58.65	\$30,147	\$1.94	\$2.04	\$2.16	3.5%	3.7%	\$2.53	\$2.92	\$3.15	20.1x	18.6x	6.5x	65.00	10.8%	14.3%
Canadian Utilities	CU	RM	273.1	\$35.75	\$9,762	\$1.74	\$1.76	\$1.78	4.9%	5.0%	\$2.69	\$2.88	\$3.03	12.4x	11.8x	5.3x	37.00	3.5%	8.4%
Capital Power	CPX	RS	114.1	\$39.12	\$4,464	\$1.99	\$2.12	\$2.24	5.4%	5.7%	\$4.96	\$5.67	\$5.30	6.9x	7.4x	3.2x	46.00	17.6%	23.0%
Emera Inc.	EMA	RM	259.6	\$61.51	\$15,965	\$2.48	\$2.58	\$2.68	4.2%	4.4%	\$1.99	\$2.55	\$4.28	24.1x	14.4x	6.7x	59.00	-4.1%	↑ 0.1%
Fortis Inc.	FTS	RM	474.6	\$59.44	\$28,211	\$1.94	\$2.05	\$2.17	3.4%	3.7%	\$3.92	\$3.87	\$4.51	15.4x	13.2x	6.2x	59.00	-0.7%	2.7%
Hydro One Ltd.	Н	RM	596.9	\$32.18	\$19,209	\$1.01	\$1.07	\$1.12	3.3%	3.5%	\$1.76	\$1.86	\$1.97	17.3x	16.3x	5.4x	32.00	-0.6%	2.8%
TransAlta	TA	RM	271.0	\$13.71	\$3,716	\$0.17	\$0.18	\$0.20	1.3%	1.5%	\$1.30	\$2.00	\$1.45	6.9x	9.5x	3.0x	14.00	2.1%	3.4%

Source: Rapports des sociétés, Estimations FBN, Refinitiv

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

Produits industriels



Maxim Sytchev Analyste 416 869-6517

Adjoints:

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

Sélections

-) IBI Group
- > WSP Global
- > ATS Automation

Tiraillement entre ratios et croissance des BPA; réflexions sur le positionnement

Positionnement pour 2022 : miser sur la qualité dans un contexte d'incertitude

Dans le secteur des sociétés d'ingénierie, nous continuons à apprécier WSP et IBI. Colliers est notre titre de choix pour le rebond du secteur de l'immobilier commercial. Le secteur de la construction connaîtra

probablement un S1 2022E plus difficile, car les retards causés par la COVID auront forcément un impact négatif sur la productivité et, peut-être, sur les marges (nous apprécions toutefois NOA à ces niveaux, car le rebond du WTI et le repositionnement de l'exposition de la société produisent des résultats concrets). Dans le secteur des équipements, TIH et FTT offrent toutes deux des perspectives de hausse (tandis que nous conservons un point de vue négatif à propos de RBA en raison de la pénurie d'équipements et donc de la faiblesse de la dynamique de la VTB). Stelco et AutoCanada offrent des perspectives de hausse, à condition que leurs principaux « produits de base » (bobines de tôle laminée à chaud et voitures d'occasion, respectivement) bénéficient de prix supérieurs sur une longue période. ATA reste dans notre panier de valeurs incontournables, car dans un monde où la main-d'œuvre est limitée et où les soins de santé sont primordiaux, l'exposition à un intégrateur de premier ordre qui maintient son chiffre d'affaires est thématiquement attrayante. SJ est un bon choix pour 2022, notamment en raison de la surenchère des prix du bois d'œuvre.

Thèmes macroéconomiques pour 2022

1) Dans notre univers de couverture, les ratios ont augmenté dans l'ensemble (le rendement médian s'élevant à +41 % contre +22% pour le TSX en 2021), les titres de

grande qualité se situant bien au-dessus de leur médiane sur cina ans, mais compte tenu des taux d'inflation attendus et des taux d'intérêt à long terme encore faibles (d'où la compression du CMPC), nous pensons au'une croissance des BPA de 8% pour 2022 et 2023 compte tenu de ratios stables devrait générer des rendements positifs cette année pour les sociétés de notre univers de couverture. 2) Notre travail empirique sur la courbe des taux (dans un contexte d'aplatissement) suggère que les titres industriels et le marché se sont toujours bien comportés dans des circonstances similaires à celles d'aujourd'hui. 3) Au Canada, nous sommes toujours en dessous des niveaux du PIB d'avant 2019, et pour une économie cycliquement biaisée, alimentée par les produits de base et l'immigration, il y a encore un potentiel de hausse. 4) Enfin, les dépenses publiques dans le secteur de la construction aux États-Unis devraient augmenter au cours des deux prochaines années (de 5.6% et 8.6% respectivement), ce qui stimulera la croissance des sociétés d'ingénierie de notre univers de couverture. Selon nous, le plan pour les infrastructures du président Biden portera la plupart de ses fruits pour les sociétés de notre univers de couverture en 2023 et ajoutera 11% aux revenus annualisés actuels.

			12 mois			Cap.	Dernier		BPA dilué					BAIIA (M)					Dette nette/
		Cote du	Δ Cours	Δ	Cours	bours.	exerc.	(A)	est.	est.	C/B		(A)	est.	est.		VE/BAIIA	Div.	BAIIA
	Symb.	titre	cible		1/6	(M)	déclaré	Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	1Dern. Ex	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	%	Ex1
Aecon Group	ARE	RS	\$21.00	V	\$16.86	\$1,017	12 - 2020	\$0.95	\$1.31	\$1.41	11.9x	11.0x	\$248	\$255	\$263	6.1x	5.9x	4.2%	1.6x
Bird Construction Inc.	BDT	RS	\$12.00		\$9.59	\$511	12 - 2020	\$0.96	\$0.93	\$0.99	10.3x	9.7x	\$100	\$106	\$110	4.6x	4.5x	4.1%	trésorie nette; n.s.
Finning International Inc.	FTT	RS	\$46.00	1	\$32.35	\$5,202	12 - 2020	\$1.14	\$1.95	\$2.27	16.6x	14.2x	\$636	\$806	\$898	7.8x	7.0x	2.8%	1.3x
IBI Group Inc.	IBG	RS	\$20.00	1	\$13.33	\$417	12 - 2020	\$0.48	\$0.72	\$0.84	15.9x	14.7x	\$47	\$15	\$40	9.9x	9.3x	0.0%	0.6x
North American Construction Group Ltd.	NOA	RS	\$27.00		\$19.12	\$544	12 - 2020	\$1.74	\$2.05	\$2.26	8.5x	8.2x	\$175	\$8	R	4.1x	4.0x	0.8%	2.0x
Ritchie Bros. Auctioneers	RBA	RM	US\$68.00		US\$60.78	\$6,715	12 - 2020	US\$1.59	US\$1.72	US\$2.05	38.6x	35.3x	US\$352	US\$182	US\$204	17.9x	16.6x	0.0%	3.7x
SNC-Lavalin	SNC	RS	\$44.00	1	\$33.19	\$5,395	12 - 2020	-\$0.67	\$1.54	\$1.88	12.2x	10.2x	\$93	\$10	\$819	8.8x	7.9x	0.3%	2.4x
Stantec Inc.	STN	RM	\$80.00	↑	\$70.51	\$7,832	12 - 2020	\$2.13	\$2.32	\$2.90	24.3x	22.5x	\$435	\$22	\$364	15.9x	14.9x	0.9%	2.3x
Toromont Industries Ltd.	TIH	RS	\$126.00	1	\$112.47	\$9,302	12 - 2020	\$3.09	\$3.88	\$4.41	22.4x	29.0x	\$539	\$288	\$339	13.5x	13.0x	0.0%	-0.1x
WSP Global	WSP	RS	\$209.00	1	\$180.07	\$21,149	12 - 2020	\$3.34	\$4.87	\$5.26	34.2x	28.8x	\$1,041	\$1,176	\$1,380	19.0x	16.2x	0.8%	0.0x
AutoCanada	ACQ	RS	\$59.00	\downarrow	\$40.48	\$1,113	12 - 2020	\$0.44	\$3.79	\$4.04	10.7x	10.0x	\$83	\$186	\$218	6.8x	5.8x	0.0%	0.3x
Stelco	STLC	RS	\$53.00	\downarrow	\$36.19	\$2,798	12 - 2020	-\$0.60	\$6.89	\$4.23	5.3x	8.5x	\$63	\$838	\$567	3.0x	4.4x	3.3%	-0.2x
ATS Automation	ATA	RS	\$64.00	1	\$50.24	\$4,633	12 - 2020	\$1.07	\$2.05	\$2.21	24.5x	22.7x	\$181	\$337	\$355	16.0x	15.2x	0.0%	2.6x
ABC Technologies	ABCT	RM	\$9.00		\$6.83	\$359	12 - 2020	NM	-\$0.22	-\$1.19	-24.4x	-4.6x	\$133	\$36	\$163	17.6x	3.9x	2.2%	9.6x
Colliers International	CIGI	RS	US\$170.00		US\$142.32	\$6,263	12 - 2020	US\$4.18	US\$5.75	US\$6.19	24.8x	23.0x	US\$361	US\$518	US\$577	14.8x	13.3x	0.2%	0.4x
Stella-Jones	SJ	RS	\$57.00	1	\$40.84	\$2,642	12 - 2020	\$3.12	\$3.50	\$3.39	11.7x	12.1x	\$343	\$361	\$354	8.8x	9.0x	1.8%	1.5x
Médiane										•	14.0x	13.1x	•		•	9.3x	8.4x	0.8%	

Santé, biotechnologie et situations spéciales



Analyste 416 869-8047 Adjoints: Eduardo Garcia Hubner 416 869-7476 Stephen Kwai

Endri Leno

416 869-7571

Sélections

- Dialogue Technologies de la Santé
- > DRI Healthcare Trust
- → H₂O Innovation
- Thérapeutique Knight.

Points saillants de décembre 2021

Nous avons commencé à couvrir DRI Healthcare Trust (TSX: DHT.U (USD) / DHT.UN (CAD)) en lui attribuant la cote Rendement supérieur et un cours cible de US\$10.00, que nous avons établi en fonction des FTA.

DRI Healthcare Trust, par l'intermédiaire de son gestionnaire externe DRI Capital Inc., acquiert des redevances basées sur les revenus tirés de produits pharmaceutiques nécessaires sur le plan médical. Elle vise à déployer entre US\$650 millions et US\$750 millions de 2021 à 2026 (environ US\$110 millions ont été déployés et/ou sont en voie de déploiement en 2021-2022) en vue de l'acquisition de redevances pharmaceutiques.

Nous avons une opinion positive au sujet de DRI Healthcare, en raison de facteurs favorables touchant la fiducie en particulier et le secteur en général. En ce qui concerne les facteurs favorables touchant la fiducie, mentionnons : 1) l'expérience du gestionnaire externe (DRI Capital) (environ 20 ans) et ses solides antécédents (TRI d'environ 19% sur les fonds privés détenant des redevances pharmaceutiques); et 2) une structure de fiducie efficace sur le plan des coûts et de la fiscalité qui dégage des marges élevées (marge du BAIIA d'environ 92% en ce qui concerne les revenus de redevances) et des flux de trésorerie robustes (ratio de conversion du BAIIA en flux de trésorerie d'environ 88%). En ce qui concerne les facteurs favorables touchant le secteur, mentionnons : 1) l'augmentation prévue des ventes mondiales de produits pharmaceutiques; 2) l'augmentation de la R&D biopharmaceutique, qui mène au développement de nouveaux produits; 3) l'augmentation des approbations de nouveaux médicaments et des accords de redevances pharmaceutiques (en nombre et en valeur, dans le cas de ceux-ci); et 4) la croissance continue prévue des redevances pharmaceutiques en raison du nombre croissant de petites sociétés biopharmaceutiques participant à la création et au processus d'approbation de produits pharmaceutiques.

Nous sommes à l'aise avec les risques, y compris les suivants : 1) le réapprovisionnement du portefeuille de redevances actuellement en déclin (nous pensons que DRI peut y parvenir compte tenu des solides antécédents de la direction, de son expérience et de sa capacité à générer des transactions); 2) les préoccupations des investisseurs potentiels concernant la structure de

gestion externe et les frais connexes (nous estimons que les frais de DRI sont généralement conformes à ceux de ses pairs du secteur des redevances pharmaceutiques); et 3) la réforme pharmaceutique aux États-Unis, qui, dans sa forme actuelle, n'aura qu'un impact minime sur DHT (impact éventuel sur un produit lorsqu'il arrivera au terme de son contrat de redevances).

À notre avis, compte tenu du cours actuel des parts, soit US\$5.46, le marché 1) n'accorde pas de crédit à DHT pour son portefeuille actuel, (abstraction faite de la baisse des redevances), dont la VAN s'établit, selon nos estimations, à environ US\$7.36 par part, et 2) ne tient pas compte de la croissance, dont la VAN s'établit, selon nos estimations, à environ US\$2.60 par part. Ainsi, en plus des multiples facteurs favorables, nous estimons que les parts sont fondamentalement sousévaluées, ce qui nous amène à leur attribuer la cote Rendement supérieur. Notre cours cible de US\$10.00 est basé sur un ratio VE/BAIIA d'environ 5x pour 2023e. alors que les parts se négocient actuellement selon un ratio d'environ 2.5x, ce qui représente une décote considérable (environ 75%) par rapport aux pairs.

Santé, biotechnologie et situations spéciales

			Capitalisation	Actions		Dernier			FTDPAD					BAIIA (M)				Dette	Dette nette/	Cours
		Cote du	boursière	e.c.	Cours	quartier	Rendement	(A)	est.	est.	C/F	TDA	(A)	est.	est.	VE/E	BAIIA	Nette	BAIIA	cible
	Symb.	titre Δ	(M)	(M)	1/6	déclaré	actuel	Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	(M)	Ex1	12 mois
Santé et biotechnologie																				
Akumin	AKU.u	RM	148.68	89.0	1.67u	3/2021	0.0%	(0.52)u	0.05u	0.20u	33.4	8.4	42.1u	81.3u	184.0u	16.7	8.0	1,125.5u	6.1	2.00u
Andlauer Healthcare Group	AND	RM	2,215.96	41.5	53.37	3/2021	0.4%	0.81	1.21	1.47	44.2	36.3	78.9	109.4	136.2	22.1	17.8	204.6	1.5	49.00
Dialogue Health Technologies	CARE	RS	447.23	65.8	6.80	3/2021	0.0%	-	(0.35)	(0.17)	nmf	nmf	(16.9)	(19.2)	(5.6)	nmf	nmf	-	-	14.00
DRI Healthcare Trust	DHT.UT	OP	219.0u	40.1	5.46u	3/2021	5.5%	-	0.82	0.78	6.6	7.0	104.7	98.4	82.2	2.0	2.5	13.3u	0.2	10.00u
IMV Inc.	IMV	RM	135.54	82.1	1.65	3/2021	0.0%	(0.49)	(0.36)	(0.52)	nmf	nmf	(27.3)	(29.9)	(42.9)	nmf	nmf	-	-	2.50
Jamieson Wellness	JWEL	RS	1,558.42	40.3	38.63	3/2021	1.6%	1.17	1.31	1.35	29.5	28.6	88.0	99.2	105.8	17.5	16.4	165.2	1.6	42.75
Knight Therapeutics	GUD	RS	649.75	123.1	5.28	3/2021	0.0%	0.09	0.27	0.36	19.3	14.8	16.8	45.1	60.1	11.8	8.8	-	-	8.00
Medical Facilities Corp.	DR	RS	285.24	31.1	9.17	3/2021	3.5%	0.96u	0.94u	0.96u	7.9	8.0	57.3u	61.8u	56.3u	5.8	6.4	87.1u	2.0	11.50
Theratechnologies	TH	RM	350.01	95.1	3.68	3/f2021	0.0%	(0.15)u	(0.13)u	0.05u	nmf	61.4	(7.1)u	(8.3)u	8.8u	nmf	30.8	-	-	3.75
Situations spéciales																				
H₂O Innovation	HEO	RS	265.86	96.3	2.76	1/f2022	0.0%	0.08	0.10	0.13	28.8	21.1	14.6	18.0	21.0	15.6	13.4	15.8	8.0	3.25
K-Bro Linen	KBL	RM	359.82	10.6	33.91	3/2021	3.5%	2.49	2.29	2.70	14.8	12.6	43.8	44.6	51.5	10.0	8.7	88.1	1.7	45.00
Rogers Sugar	RSI	RM	619.01	103.7	5.97	4/f2021	6.0%	0.33	0.42	0.47	14.1	12.7	91.0	102.1	106.3	9.5	9.1	330.9	3.1	5.25
Chemtrade Logistics Income Fund	CHE.UN	RS	758.60	103.9	7.30	3/2021	8.2%	0.52	0.65	0.98	11.3	7.5	265.3	257.8	320.0	8.3	6.1	1,189.0	3.7	10.00

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

Source: Rapports des sociétés, FBN, Refinitiv

u = dollars US

Services financiers diversifiés



Jaeme Gloyn, CFA Analyste 416 869-8042

Adiointe:

Julia Gul: 416 869-7495

Sélections

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

Inclusion de Definity Financial Corp. (TSX: DFY) dans notre univers de couverture

Accaparement de parts de marché et accroissement du RCP??? Définit[y]vement!

Definity, septième assureur IARD en importance au Canada, offre des solutions d'assurance automobile, de biens et de la responsabilité civile ainsi que des produits d'assurance spécialisés. Pour commencer, nous lui attribuons un cours cible de \$36 et la cote Rendement supérieur.

L'histoire de DFY se caractérise par l'accaparement de parts de marché et une capacité d'accroissement du RCP sous-estimée. DFY vise à devenir l'un des cinq premiers joueurs en importance dans le secteur, comme l'indiquent ses objectifs financiers : i) croissance endogène des primes souscrites brutes de 10% par an, ii) maintien d'un ratio combiné se situant autour de 95% et iii) obtention d'un RCP se situant autour de 10% (pour atteindre 13% ou un peu plus au fil du temps).

Nous pensons que DFY réussira à mettre en œuvre sa stratégie d'expansion de ses activités d'assurance des particuliers (en particulier Sonnet, qui est la plateforme numérique directe de DFY), à accroître sa présence dans le secteur de l'assurance des entreprises, à optimiser sa structure du capital et à rechercher activement des occasions de fusion et d'acquisition lui permettant d'accaparer des parts de marché et d'accroître son RCP. Nous avons une opinion favorable au sujet de la direction et du contexte actuel du secteur, ce qui augmente notre confiance dans la réussite de sa stratégie.

			Cap.	Actions		Dernier		BPA dilué					VCPA					Cours
		Cote du	bours.	e.c.	Cours	exercice	dernier	est.	est.	(C/B	dernier	est.	est.	C/V	С	Div.	cible
	Symb.	titre 🔬	(Md)	(M)	1/6	déclaré	exerc.	FE1	FE2	FE1	FE2	trimest.	FE1	FE2	FE1	FE2	%	12 mois △
Financement hypothécaire																		
Equitable Group	EQB	RS	2.48	34.0	73.00	12/2020	6.31	8.16	8.64	8.9	8.4	52.90	55.10	63.68	1.3	1.1	1.0%	98.00
First National Financial	FN	RM	2.57	60.0	42.86	12/2020	3.95	3.17	3.75	13.5	11.4	9.11	8.00	9.27	5.4	4.6	5.5%	52.00
Home Capital Group	HCG	RS	1.95	49.9	39.12	12/2020	3.55	4.94	5.59	7.9	7.0	36.40	36.00	39.49	1.1	1.0		62.00
Timbercreek Financial	TF	R	0.78	81.3	9.56	12/2020	0.67	0.68	0.73	14.0	13.1	8.44	8.46	8.49	1.1	1.1	7.2%	10.00
Financement spécialisé																		
ECN Capital	ECN	RS	1.31	243.3	5.39	12/2020	US 0.31	US 0.30	US 0.28	14.4	15.3	US 2.83	US 3.19	US 3.08	1.3	1.4	2.2%	6.50
Element Fleet Management	EFN	RS	5.46	416.4	13.11	12/2020	0.85	0.82	0.87	16.0	15.0	7.24	7.23	7.33	1.8	1.8	2.4%	19.00
goeasy	GSY	RS	2.81	16.5	170.57	12/2020	7.57	10.16	11.45	16.8	14.9	48.94	50.75	58.85	3.4	2.9	1.5%	220.00
Brookfield Business Partners	BBU	RS	US 6.75	US 147.6	US 45.77	12/2020	-US 1.13	US 4.67	US 4.03	9.8	11.4	US 28.48	US 30.06	US 38.71	1.5	1.2	0.5%	US 63.00
Power Corporation of Canada	POW	RM	28.42	676.5	42.02	12/2020	3.00	4.76	4.55	8.8	9.2	34.07	34.62	37.35	1.2	1.1	4.7%	47.00
Entreprises de RH																		
LifeWorks Inc.	LWRK	RM	1.8	69.7	25.70	12/2020	0.80	-0.17	0.78	#N/A	32.8	8.60	8.72	9.14	2.9	2.8	3.0%	32.00
Bourses des valeurs																		
TMX Group	Χ	RM	7.00	56.0	124.91	12/2020	5.88	7.00	6.90	17.8	18.1	65.61	66.25	69.00	1.9	1.8	2.5%	154.00
Assurance																		
Definity Financial Corp.	DFY	RS	3.4	115.9	29.48	12/2020	#N/A	#N/A	1.52	#N/A	19.4	20.14	20.14	21.18	1.5	1.4	2.4%	36.00
Intact Financial Corp.	IFC	RS	29.32	176.1	166.52	12/2020	9.92	11.37	10.33	14.6	16.1	79.21	79.85	85.98	2.1	1.9	2.2%	215.00
Trisura Group Ltd.	TSU	RS	1.89	41.1	45.94	12/2020	0.92	1.52	1.59	30.2	28.9	8.49	8.85	10.40	5.2	4.4		62.00
Fairfax Financial Holdings	FFH	RS	16.32	25.9	630.74	12/2020	US 6.29	US 129.30	US 57.56	3.8	8.6	US 561.88	US 620.09	US 673.18	8.0	0.7	2.0%	825.00
Gestion d'actifs																		
Fiera Capital Corp.	FSZ	RM	1.10	104.0	10.55	12/2020	1.38	1.40	1.42	7.6	7.4	3.90	3.92	4.02	2.7	2.6	8.2%	12.00
IGM Financial Inc.	IGM	RS	11.18	238.9	46.80	12/2020	3.20	3.98	4.38	11.8	10.7	26.37	26.82	28.97	1.7	1.6	4.8%	59.00

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

Services industriels diversifiés



Michael Storry-Robertson, CFA Analyste 416 507-8007

Sélections

- > Shawcor Ltd.
- Mullen Group Ltd.

SCL obtient le feu vert pour le projet de GNL Scarborough; le plan d'affaires 2022 de MTL renforce les perspectives

Shawcor a annoncé avoir recu un ordre d'exécution officiel de la part de son partenaire Saipem S.p.A (MI: SPM, NR) concernant les travaux de revêtement de pipeline pour le projet de GNL Scarborough au large de l'Australie occidentale.

L'ordre d'exécution fait suite à l'annonce que Woodside Petroleum (ASX: WPL, NR) a faite le 22 novembre, suivant laquelle elle approuvait la mise en valeur de la ressource gazière Scarborough (un grand champ de gaz sec dans le bassin de Carnavon, à environ 375 km au large de la péninsule de Burrup, en Australie occidentale), ainsi que l'expansion de son installation d'exportation Pluto. Shawcor fait remarquer que la ressource gazière Scarborough sera reliée par un pipeline d'environ 430 km à un deuxième circuit de GNL que l'on proiette de construire à l'installation terrestre existante de GNL Pluto. Shawcor avait précédemment souligné que le projet de GNL Scarborough était un grand projet d'intérêt (défini comme l'attribution d'un contrat de revêtement de pipeline dont la portée totale dépasse les C\$100 millions). Le contrat comprend des services de revêtement interne, de traitement anticorrosion et de lestage par béton; les travaux devraient commencer au T4 2022 et se poursuivre jusqu'en 2024 (et seront exécutés à l'usine de SCL située à Kabil, en Indonésie). Woodside estime que la ressource Scarborough contient 11,1 Tpi3 de gaz naturel sec et souligne que le réservoir ne contient qu'environ 0.1% de dioxyde de carbone, ce qui, combiné à l'échelle et à l'efficacité accrues de l'installation de GNL Pluto, fera de ce projet l'une des sources d'intensité carbonique les plus faibles au monde aux fins de livraison en Asie du Nord. Nous ne modifions pas nos estimations à l'heure actuelle (la majeure partie des revenus attendus du projet se situant en dehors de notre période de prévision actuelle pour 2022), mais, selon nous, cette annonce appuie notre thèse positive et nos prévisions d'augmentation des niveaux d'activité pétrolière et gazière extracôtière à partir de la fin de l'année prochaine. Nous maintenons notre cote Rendement supérieur et notre cours cible de \$8.50 en raison d'un ratio VE/BAIIA 2022e inchangé de 7.0x (une décote de 100 pb par rapport au ratio VE/BAIIA moven sur un an historique de SCL).

Les prévisions de Mullen pour 2022 sont largement conformes aux prévisions des analystes.

Pour 2022, Mullen prévoit un chiffre d'affaires compris entre \$1.6 et \$1.7 milliard, et un bénéfice d'exploitation avant amortissements de l'ordre de \$260 millions. Bien que ces chiffres soient légèrement inférieurs aux prévisions des analystes (chiffre d'affaires de \$1.76 milliard et BAIIA de \$268.7 millions), nous notons que les prévisions de MTL ne tiennent pas compte de l'incidence de toute acquisition susceptible d'être conclue à l'avenir. Compte tenu de la nature acquisitive de MTL, nous considérons que les prévisions sont à peu près conformes aux attentes des analystes. Mullen a annoncé en même temps une augmentation de 25% du dividende mensuel, qui passe de \$0.04 à \$0.05 par action (ce qui correspond aux niveaux existant avant la pandémie). Malgré l'augmentation du dividende, nous notons que nos prévisions continuent d'impliquer ce que nous considérons comme un ratio de distribution durable (ratio inférieur à 50%). Le dividende de \$0.60 par action (sur une base annuelle) implique un rendement intéressant de 5.0% compte tenu du cours de clôture. MTL a également souligné son intention de renouveler l'offre publique de rachat en avril 2022. Nous apportons peu de changements à nos prévisions sur la base du plan d'affaires, considérant les prévisions mises à jour comme largement conformes à nos attentes précédentes. Nous maintenons notre cours cible de \$16.50, motivé par un ratio VE/BAIIA 2022e de 8.0x (ce qui représente une décote par rapport à son ratio VE/BAIIA moyen sur un an postérieur à 2014, soit 8.6x, et correspond à peu près à la moyenne actuelle des cours des sociétés faisant partie du groupe de référence). Nous continuons à considérer Mullen comme un choix de premier ordre et réitérons notre cote Rendement supérieur.

Analyse sectorielle Services industriels diversifiés

			Cap.	Actions			BAIIA (M)			VE/BAIIA		Dette nette	12 mois	cours
		Cote du	bours.	e.c.	Cours							BAIIA		
	Symb.	titre	Δ (M)	(M)	1/6	2020	2021e	2022e	2020	2021e	2022e	2021e	Target	Return Δ
Ag Growth International Inc.	AFN	RS	621.58	18.8	33.09	149.3	170.9	191.1	9.4	8.6	7.5	4.4	46.00	41%
CES Energy Solutions Corp.	CEU	RS	525.04	254.9	2.06	83.3	150.6	169.0	9.8	5.9	6.0	2.4	2.85	41%
Enerflex Ltd.	EFX	RM	725.63	89.8	8.08	191.3	131.5	167.3	5.6	7.9	6.4	2.4	10.75	34%
good natured Products Inc.	GDNP	RS	163.12	217.5	0.75	-1.5	-1.2	4.7	21.3	11.3	8.0	-29.2	1.25	68%
Green Impact Partners Inc.	GIP	RS	121.80	20.3	6.00		3.3	6.3		31.4	27.1	-6.0	9.00	50%
Mullen Group Ltd.	MTL	RS	1086.82	95.3	11.40	191.5	218.7	265.0	7.7	7.7	6.1	2.7	16.50	50%
Pason Systems Corp.	PSI	RM	984.86	82.4	11.95	39.5	74.1	101.0	21.3	11.3	8.0	-2.0	12.25	4%
Shawcor Ltd.	SCL	RS	354.51	70.5	5.03	43.8	97.8	120.3	14.7	6.2	5.0	2.6	8.50	69%

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

Situations spéciales



Zachary Evershed, CFA Analyste 514 412-0021

Adjoints:

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

Sélections

- GDI Integrated Facility Services
- Dexterra Group Inc.
- Hardwoods Distribution

Début d'année marquée par la plus grande acquisition jamais réalisée par GDI

Le 4 janvier 2022, GDI a annoncé l'acquisition d'IH Services, Inc. (« IH »), entreprise de services de nettoyage et d'entretien établie à Greenville, en Caroline du Sud, dont le chiffre d'affaires annuel a totalisé US\$200 millions pour la période de 12 mois close le 30 août 2021. Nous considérons IH comme une valeur ajoutée au portefeuille de GDI, car elle offrira des possibilités de synergies productrices de revenus et une plateforme substantielle dans le Sud-Est. Avant l'acquisition. GDI brillait par son absence dans le sud-est des États-Unis, entre le Texas et le New Jersey. IH est l'un des plus grands fournisseurs de services de gestion d'installations du sud-est des États-Unis sur les marchés des installations de fabrication et de distribution, des installations industrielles et des établissements de santé (sa présence étant moindre sur les marchés des installations commerciales et des établissements d'enseignement); elle emploie près de 8 000 personnes dans 29 États et offre des services de nettoyage et d'entretien, de sécurité, de dotation en personnel, de lutte contre les organismes nuisibles, de peinture, de nettoyage de vitres, de nettoyage de machines et d'eau en bouteille. L'équipe de direction d'IH restera en place après l'opération et deviendra l'équipe de direction régionale du sud-est des États-Unis de GDI.

Supposition d'un prix en fonction du BAIIA normalisé

Bien que le prix d'achat n'ait pas été divulgué, nous estimons que la valeur de l'opération se situe entre \$90 et \$140 millions en supposant des marges de BAIIA ajusté de 6% à 7% et un ratio de 6x à 8x, soit la fourchette habituelle retenue par GDI pour les grandes acquisitions. Comme les revenus du secteur Propreté et services associés aux États-Unis n'ont pas été trop touchés par la pandémie, nous pensons que le chiffre d'affaires annualisé d'IH, soit US\$200 millions, constitue probablement une bonne estimation des revenus annualisés à venir. De plus, étant donné que GDI a historiquement fait preuve de mesure en matière d'affectation du capital, nous soupconnons que le prix était basé sur des maraes normalisées tenant compte des vents favorables soufflant sur la rentabilité pendant la pandémie. En outre, la conclusion de l'opération elle-même peut indiquer que les attentes des vendeurs commencent à se rapprocher des niveaux disciplinés que GDI est prête à payer, après les multiples élevés que nous avons vus pendant la pandémie.

L'acquisition la plus importante à ce jour, mais le bilan reste sain

Compte tenu de l'acquisition d'IH, nous voyons le ratio dette nette/BAllA de GDI augmenter à environ 2.3x et estimons qu'il peut supporter un BAllA ajusté supplémentaire de \$50 millions ou plus (par rapport aux revenus annualisés actuellement estimés, y compris IH, d'environ \$145 millions) grâce à des fusions et acquisitions, tout en restant dans la zone de confort de la direction, soit un ratio d'endettement se situant entre 3x et 4x.

Rendement supérieur, cours cible de \$70.50

Notre cours cible de \$70.50 est basé sur un ratio VE/ BAllA de 12.25x pour 2023e, établi en fonction d'un ratio de base de 10x et d'une prime pour fusions et acquisitions de 2.25x, ce qui correspond à un chiffre d'affaires annualisé supplémentaire de \$200 millions par suite d'acquisitions. L'ajout d'IH (et de son équipe de direction) devrait également élargir la réserve de fusions et d'acquisitions, car nous pensons qu'IH est très appréciée dans le secteur et par ses pairs de l'association sectorielle, soit le groupe National Service Alliance, dont les 450 membres représentent eux-mêmes un chiffre d'affaires totalisant plus de US\$4.8 milliards. Nous attribuons à GDI la cote Rendement supérieur et restons confiants dans sa capacité de croître de manière endogène et par le biais de son programme éprouvé de fusions et d'acquisitions.

Situations spéciales

				Cap.	Actions		Dernier	ВР	A dilué					BAIIA (M)					Dette nette/	12 mois	
		Cote du		bours.	e.c.	Cours	exerc.	(A)	est.	est.	C/E	3	(A)	est.	est.	VE/E	BAIIA	Div.	BAIIA	Cours	
	Symb.	titre	Δ	(M)	(M)	1/6	déclaré	Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	%	Ex2	cible	Δ
Alaris Equity Partners Income Trust	AD	RS		845.3	45.0	18.77	12/2020	0.51	2.55	1.67	7.4	11.2	85.6	129.6	126.6	9.1	9.3	7.0%	3.3	27.00	
Boyd Group Services Inc.	BYD	RM		4,219.3	21.5	196.50	12/2020	1.97	1.18	2.75	137.7	59.0	220.0	216.3	289.9	20.2	15.2	0.3%	3.5	240.00	
Cascades	CAS	RS		1,449.3	103.2	14.05	12/2020	1.95	0.31	1.28	45.9	10.9	675.0	435.5	530.4	6.4	5.4	3.4%	3.3	19.50	↑
Dexterra Group Inc.	DXT	RS		542.7	65.1	8.33	12/2020	1.24	0.39	0.57	21.1	14.7	52.2	80.3	90.4	7.7	6.4	4.2%	1.0	12.50	
Doman Building Materials	DBM	RS		708.2	86.7	8.17	12/2020	0.78	1.34	0.81	6.1	10.1	143.0	228.8	197.7	6.1	6.9	6.9%	3.5	12.00	
GDI Integrated Facility Services	GDI	RS		1,280.2	23.0	55.60	12/2020	2.11	2.05	1.95	27.1	28.5	104.9	134.1	147.3	11.8	10.3	0.0%	1.3	70.50	↑
Hardwoods Distribution	HDI	RS		1,030.5	23.9	43.06	12/2020	1.53	4.32	4.07	8.0	8.5	72.7	188.6	206.8	6.8	5.6	1.1%	1.8	75.50	1
Intertape Polymer Group Inc.	ITP	RS		1,569.6	60.6	25.91	12/2020	1.51	2.01	2.16	10.3	9.6	211.2	250.8	272.0	7.1	6.3	3.3%	2.2	40.50	
KP Tissue	KPT	RM		101.8	9.9	10.33	12/2020	0.53	(0.04)	0.48	nmf	21.6	197.8	155.0	223.5	8.2	7.5	7.0%	4.3	10.50	
Neighbourly Pharmacy Inc.	NBLY	RM		1,330.3	34.4	38.65	03/2021	(19.88)	(7.42)	0.48	nmf	81.3	35.1	51.6	75.8	27.6	20.1	0.5%	0.9	35.00	
Park Lawn Corporation	PLC	RS		1,264.1	31.4	40.21	12/2020	1.16	1.53	1.55	26.3	25.9	79.9	98.0	104.8	14.8	14.5	1.1%	1.3	44.50	
Richelieu Hardware	RCH	RS	1	2,455.5	56.5	43.43	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		1,177.7	64.6	18.22	12/2020	0.56	0.63	1.05	28.9	17.4	59.8	100.9	132.9	15.4	11.4	2.7%	2.7	24.50	
Uni-Sélect	UNS	RS		1,045.9	43.0	24.30	12/2020	(0.17)	0.88	1.02	22.2	19.0	89.3	136.7	150.6	9.0	7.8	0.0%	2.1	27.50	

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

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

Technologie



Richard Tse Analyste 416 869-6690

Adjoints:

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



John Shao Analyste 416 869-7938

Adjoints:

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

Sélections

- > Altus
-) CGI
- Docebo
- Kinaxis
- Liahtspeed
- Magnet Forensics
- Nuvei
- OpenText
- > Shopify
- > TELUS International

Mauvais départ

Comme vous le savez, le début d'année a été difficile pour les actions du secteur de la technologie, qui souffrent de la menace grandissante du resserrement des politiques monétaires (hausse des taux d'intérêt) et du contexte inflationniste. L'indice S&P de la technologie a clôturé l'année dernière (2021) en hausse de 35.8%, contre un gain de 28.8% pour l'indice S&P. Au Canada, l'indice TSX de la technologie a terminé l'année sur une croissance de 20.8%, livrant une performance inférieure à celle du TSX, en hausse

- de 21.1%. Il est devenu clair que le contexte macroéconomique a fait évoluer les mentalités d'une prédilection pour la dynamique des titres à une préférence pour la valeur, ce qui n'est pas de bon augure pour les titres à valorisation élevée (de croissance) et relativement plafonnée, selon les paramètres de valorisation traditionnels, dans le contexte actuel d'évolution du sentiment du marché. Cette révision des valorisations se manifeste alors même que les paramètres fondamentaux et thèmes sous-jacents n'ont pas changé. Et, selon nous, il faut reconnaître que cela allongera les délais de réalisation des rendements potentiels de nombreux titres à forte croissance (valorisation), ce qui explique pourquoi nous avons régulièrement insisté, dans de précédentes éditions de Vision, sur le fait que les investisseurs doivent adopter une vision à long terme sur ces titres plutôt que d'aller sans cesse de l'un à l'autre au gré de l'évolution du sentiment sur le marché. Dans ce contexte, à court terme, nous pensons que les titres traditionnels dont la valorisation sous-jacente fluctue en fonction des paramètres traditionnels devraient se démarquer, notamment CGI et OpenText, qui présentent une rentabilité et des flux de trésorerie sous-jacents. Cela dit, nous pensons que des replis peuvent constituer des occasions d'achat pour des titres prisés à forte croissance sur un horizon à plus long terme. Parmi ceux-ci, on continue de trouver Docebo, Kinaxis, Lightspeed, Magnet Forensics, Nuvei, Shopify et Telus International. Nous incluons aussi Altus en tant que titre de la catégorie des situations spéciales dans le groupe ci-dessus. Voici de brefs commentaires sur certains de ces titres :
- › Kinaxis devrait grandement tirer parti de la demande accrue de solutions pour les chaînes d'approvisionnement. D'un point de vue sectoriel, les occasions d'affaires se multiplient, 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 richesse de la plateforme logicielle de Kinaxis, les conversions en produits de ses projets ont traîné en longueur. 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. Nous pensons que cette tendance positive se poursuivra.

- Nuvei reste une société en croissance dans le secteur du traitement des paiements, avec un intérêt différencié pour les marchés à la croissance exponentielle. Nuvei accepte des paiements sur 204 marchés mondiaux et propose plus de 500 méthodes de paiement alternatives (MPA) dans près de 150 devises. Selon nous, cette portée ainsi que le fait que Nuvei se concentre sur des segments à forte croissance tels que les jeux réglementés en ligne contribuent globalement à la croissance démesurée de la société. Pour l'avenir, nous pensons que la société saura alimenter sa croissance exceptionnelle grâce aux changements structurels du secteur des paiements (p. ex. casinos sans espèces).
- Magnet Forensics. Selon nous, Magnet Forensics est un chef de fil émergent sur le marché de la criminalistique numérique, qui présente une suite d'offres concurrentielles à destination du secteur public et des entreprises. La qualité de son modèle d'affaires est confirmée par ses résultats financiers, qui dénotent une rentabilité et une croissance solides. Si vous suivez nos recherches, vous devez être familier avec la « Règle des 40 », un rapide test de qualité des titres des entreprises de logiciel-service. En application de cette règle, la somme de la croissance du chiffre d'affaires de MAGT et de sa marge BAIIA est d'environ 60%, ce qui est nettement supérieur au seuil de 40% compte tenu de la solide croissance du CA de la société et de sa marge élevée. Au-delà de ses résultats financiers solides, soulignons aussi que MAGT effectue sa transition vers un modèle de licences temporaires et de PMU modulable, ce qui pourrait faire fluctuer le titre à l'avenir.
- Shopify reste selon nous la principale plateforme technologique pour le commerce électronique. Pour les investisseurs, nous continuons d'entrevoir de nombreuses perspectives de croissance, à savoir : 1) expansion internationale, 2) augmentation du taux d'adoption de nouveaux services; 3) 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.

Analyse sectorielle Technologie

			Сар.	Actions		Dernier		BPA dilué					BAIIA (M)						Cours
		Cote du	bours.	e.c.	Cours	exercice	(A)	est.	est.	C/E	3	(A)	est.	est.	VE/E	BAIIA	Valeur	Ratio	cible
	Symb.	titre Δ	(M)	(M)	1/6	déclaré	Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	compt.	d'endet.	12 mois A
Altus Group Limited	AIF	RS	2,943	44.6	65.99	2020	1.66	1.79	2.31	36.9	28.6	98.9	107.7	150.9	27.4	19.5	9.3u	37%	80.00 个
Blackline Safety Corp.*	BLN	RS	384	60.0	6.40	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	26,855	249.5	107.62	2020	4.68	5.36	5.93	20.1	18.1	2426.3	2437.7	2598.7	11.9	11.1	26.5	33%	135.00
Constellation Software Inc.	CSU	RM	45,055	21.2	2,126.08	2020	36.06u	46.77u	55.63u	36.2	30.4	1,237.0u	1,513.1u	1,561.8u	23.9	23.1	62.4u	44%	2100.00
Docebo Inc.	DCBO	RS	2,302	32.8	70.15	2020	(0.13u)	(0.26u)	0.03u	NMF	NMF	(2.2u)	(5.8u)	1.9u	NMF	NMF	193.8u	0%	100.00u
D2L Inc.	DTOL	RS	888	60.6	14.67	2021	0.11u	(0.14u)	(0.30u)	NMF	NMF	6.0u	(4.2u)	(12.9u)	NMF	NMF	1.3u	0%	20.00
E Automotive Inc.	EINC	RS	891u	55.2	16.15u	2020	(1.77u)	(0.25u)	(0.36u)	NMF	NMF	(4.1u)	(6.3u)	(13.1u)	NMF	NMF	0.8u	26%	24.00
Farmers Edge Inc.	FDGE	RM	132	41.9	3.15	2020	(2.02u)	(1.11u)	(1.17u)	NMF	NMF	(45.9u)	(31.1u)	(38.1u)	NMF	NMF	3.4u	1%	5.00
Kinaxis Inc.	KXS	RS	4,419u	28.1	157.05u	2020	1.11u	0.53u	1.46u	NMF	NMF	53.7u	34.6u	63.3u	95.1	52.0	10.6u	0%	225.00u
Lightspeed Commerce Inc.	LSPD	RS	5,109u	139.7	36.56u	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	1,111	40.0	27.76	2020	0.32	0.23	0.22	NMF	NMF	15.4	13.7	13.1	56.8	59.6	2.1u	2%	55.00
mdf commerce inc.	MDF	RM	172	33.6	5.11	2021	(0.30u)	(0.31u)	(0.02u)	NMF	NMF	5.1u	(2.6u)	8.8u	NMF	23.9	6.6u	19%	8.00u
Nuvei Corporation	NVEI	RS	12,321u	147.5	83.56u	2020	0.14u	1.68u	2.12u	49.7	39.4	163.0u	314.4u	414.9u	30.6	23.2	10.7u	24%	160.00u
Open Text Corporation	OTEX	RS	12,998	274.0	47.44	2020	3.39	3.50	3.52	13.6	13.5	1315.2	1292.6	1341.2	11.6	11.2	15.0	47%	60.00
Pivotree Inc.*	PVT	RS	122	26.6	4.60	2020	(0.09)	(0.31)	(0.24)	NMF	NMF	5.6	(4.6)	(3.4)	NMF	NMF	2.7	0%	9.00
Q4 Inc.	QFOR	RS	322	42.7	7.55	2020	(0.33u)	(0.72u)	(0.70u)	NMF	NMF	(6.7u)	(17.8u)	(25.8u)	NMF	NMF	1.8u	22%	15.00
Real Matters Inc.	REAL	RM	579u	85.0	6.81u	2020	0.56u	0.46u	0.36u	11.7	15.2	72.2u	57.5u	43.1u	6.6	8.9	1.9u	0%	10.00u
Shopify Inc.	SHOP	RS	140,668u	127.5	1,102.91	2020	4.01u	6.67u	6.47u	NMF	NMF	454.5u	755.5u	768.2u	NMF	NMF	80.4u	9%	2000.00
Softchoice Corp*	SFTC	RM	1,347	63.9	21.08	2020	0.65	0.55	0.96	38.1	22.0	65.5	66.4	95.4	21.3	14.8	0.78	62%	32.00
Tecsys Inc*	TCS	RS	638	14.5	43.84	2021	0.49	0.23	0.68	NMF	NMF	16.2	11.2	19.1	55.4	32.6	4.61	13%	65.00u
Telus International	TIXT	RS	7,866	268.0	29.35	2020	0.71	0.96	1.27	NMF	NMF	391.2	532.7	655.2	16.7	13.6	6.03	42%	50.00
Thinkific Labs Inc.	THNC	RS	433	76.7	7.08u	2020	(0.01)u	(0.27)u	(0.32)u	NMF	NMF	(0.39)u	(19.97)u	(24.29)u	NMF	NMF	1.81u	0.00	20.00u

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

u = dollars US

Technologies propres et développement durable



Rupert Merer, p. ENG. CFA Analyste 416 869-8008

Adjoints:

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

Sélections

- Innergex
- Boralex
- Northland Power

Points saillants des sociétés

Les titres des sociétés d'infrastructures publiques dédiées à la production d'énergies renouvelables que nous couvrons se sont bien tenus ces dix dernières années, profitant d'une croissance accrue, de politiques gouvernementales favorables, de taux d'intérêt faibles et de la pénurie d'investissements verts. Cependant, 2021 n'a pas été une année facile, les rendements des actions enregistrant une baisse de 20% suite à la hausse des taux d'intérêt, aux mesures de stimulation limitées aux États-Unis et au retour en grâce de la production basée sur le nucléaire, le gaz naturel et le charbon. Cependant, nous pensons que le secteur de l'énergie renouvelable devrait connaître une croissance régulière, car il s'agit de la forme d'énergie la moins coûteuse (qui n'a désormais plus besoin de subventions) et on compte aujourd'hui 44 pays (plus l'Union européenne), représentant 70% des émissions dans le monde, qui se sont engagés sur la voie de la carboneutralité. Nos titres favoris sont INE, BLX et NPI.

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

INE compte parmi les plus importants PÉI d'énergie renouvelable du Canada, avec une capacité installée nette de 3,101 MW; la société a le projet de faire croître ses capacités d'environ 1,800 MW d'ici la fin de 2025. Les activités d'INE sont diversifiées dans différentes catégories d'énergies renouvelables (hydroélectricité environ 30%, éolien environ 51% et solaire environ 19%) et différentes régions (Canada environ 47%, États-Unis environ 38%, Chili environ 8% et France environ 7%). Comme elle l'a mentionné lors de sa journée des investisseurs de septembre 2021. la stratégie de croissance d'INE jusqu'en 2025 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 Llaima SpA; la centrale Licán 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 un TCAC d'environ 15% de ses FTD normalisés par action d'ici 2025. Récemment, le projet éolien Griffin Trail de 226 MW est entré en service dans le nord du Texas, de même que le projet solaire Hillcrest de 200 MW dans l'Ohio. En outre. INE explore des possibilités d'investissements sur de nouveaux marchés, à savoir les systèmes de stockage en batterie et les systèmes d'hydrogène vert. Notre cours cible, qui comprend \$4 par action au titre de la plus-value, est fondé sur des FTA à long terme établis par l'application d'un taux d'actualisation de 5.5% sur les actifs en exploitation.

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

BLX est un producteur d'énergie renouvelable qui possède des actifs éoliens, solaires et hydroélectriques aux États-Unis, en France et au Canada. Sa capacité nette installée totalise environ 2.462 MW. couverte à 99% par des contrats de vente d'énergie indexés sur l'inflation, à prix fixe ou en obligation d'achat, d'une échéance moyenne de 13 ans. En juin 2021, BLX a présenté son programme stratégique de 2020 à 2025 ainsi qu'une feuille de route jusqu'en 2030. Le 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 2025 pour doubler ses capacités à 4.4 GW (comparativement à 2.2 GW en 2020), suivis d'autres investissements pour atteindre 10 GW à 12 GW d'ici 2030. 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 T3 2021, BLX a soumissionné pour sept projets d'énergie solaire en réponse aux derniers appels d'offres de New York, pour un total de 800 MW; les adjudications sont attendues au cours des prochains mois. En outre, elle pourrait bientôt soumissionner pour des projets d'énergie renouvelable au Québec et remporter des capacités en France après avoir soumissionné pour plusieurs projets en décembre de l'année dernière. 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 au titre de la plus-value, est fondé sur des FTA à long terme établis par l'application d'un coût des capitaux propres de 5.5% sur les flux de trésorerie d'exploitation.

Technologies propres et développement durable

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

NPI, chef de file mondial dans le développement de parcs éoliens en mer, est propriétaire de centrales électriques aux énergies renouvelables et de centrales thermiques d'une capacité 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. Avec sa plateforme de projets éoliens en mer, NPI attire de grands partenaires tels que RWE en Allemagne, PKN Orlen en Pologne et Tokyo Gas au Japon, ce qui pourrait faire monter les rendements. 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 2021. Les fonds restants seront utilisés pour le développement de projets éoliens en mer de 4 GW à 5 GW. NPI a récemment formé une coentreprise avec son

partenaire Nordsee One pour développer un ensemble de trois parcs éoliens en mer, à savoir Nordsee Two (433 MW), Nordsee Three (420 MW) et Delta Nordsee (480 MW). NPI contrôlera 49% de la coentreprise ainsi formée. Après la dernière mise aux enchères par l'État allemand en septembre, NPI et son partenaire ont exercé leur droit de préemption pour le projet éolien en mer Nordsee Two sans subventions, avec pour projet de vendre l'électricité à un acquéreur du secteur de l'entreprise. Les projets Nordsee Three et Delta Nodsee devraient être les deux prochains mis aux enchères, en 2023, et NPI et RWE peuvent exercer des droits de préemption pour les deux. De plus, NPI a récemment remporté le droit de construire deux projets d'énergie solaire en Colombie, d'une capacité totale combinée de 130 MW (entrée en service prévue en 2023). 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 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. Notre cours cible, qui comprend \$9 par action au titre de la plus-value, est fondé sur des FTA à long terme établis par l'application d'un coût des capitaux propres de 5.5% sur les flux de trésorerie d'exploitation.

			Сар.	Actions		Dernier		BPA dilué				Ven	tes par actio	on					Cours
		Cote du	bours.	e.c.	Cours	exercice	(A)	est.	est.	C	/B	(A)	est.	est.	C	/V	Valeur	Ratio	cible
	Symb.	titre	Δ (M)	(M)	1-6	déclaré	Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	compt.	d'endet.	12 mois Δ
Technologie énergétique																			
5N Plus	VNP	RS	192.7	82	2.36	12/2020	0.06u	0.07u	0.18u	27.2	10.1	2.14u	2.46u	3.05u	0.7	0.6	1.37u	0.20	4.75
Anaergia Inc.	ANRG	RM	1101.9	62	17.89	12/2020	0.00	0.00	0.00	na	na	3.05	2.60	4.83	6.9	3.7	10.70	0.47	25.00
Algonquin Power	AQN	RS	9458.9	672	14.08u	12/2020	0.65u	0.71u	0.74u	19.7	18.9	2.98u	3.70u	4.06u	3.8	3.5	10.70u	0.47	15.50u ↓
Altius Renewable Royalties Corp	ARR	RS	306.7	29	10.61	12/2020	(0.15)u	(0.10)u	0.00u	nmf	nmf	0.01u	0.02u	0.12u	nmf	68.7	0.43u	0.00	13.00
Ballard Power Systems	BLDP	RS	3538.7u	298	11.89u	12/2020	(0.20)u	(0.32)u	(0.27)u	nmf	nmf	0.42u	0.33u	0.47u	36.1	25.6	4.58u	0.01	26.00u
Boralex	BLX	RS	3300.7	103	31.91	12/2020	0.56	0.39	0.48	nmf	65.9	6.44	6.76	6.89	4.7	4.6	12.00	0.65	41.00
Brookfield Renewable	BEP	RM	21578.6u	646	33.42u	12/2020	0.00u	0.00u	0.00u	na	na	3.36u	3.72u	3.96u	9.0	8.4	24.27u	0.35	38.00u ↓
DIRTT Environmental Solutions	DRT	RM	192.0u	85	2.25u	12/2020	(0.13)u	(0.54)u	(0.16)u	nmf	nmf	2.03u	1.72u	2.33u	1.3	1.0	0.96u	0.23	3.25u
GFL Environmental Inc.	GFL	RS	16375.9	362	45.23	12/2020	(2.76)	(1.47)	(0.19)	nmf	nmf	11.64	14.99	17.08	3.0	2.6	14.98	0.54	55.00
Innergex	INE	RS	3388.1	194	17.47	12/2020	(0.23)	(0.65)	0.70	nmf	25.1	3.60	4.20	4.04	4.2	4.3	6.13	0.86	23.00
The Lion Electric Company	LEV	RS	1884.2u	199	9.46u	12/2020	(3.64)u	(0.45)u	(0.20)u	nmf	nmf	0.77u	0.22u	1.51u	43.0	6.3	1.67u	0.02	17.00u
Loop Energy Inc	LPEN	RS	139.0	35	3.92	12/2020	(0.50)	(0.77)	(0.77)	nmf	nmf	0.03	0.05	0.40	nmf	9.9	2.32	0.01	12.00
NanoXplore	GRA	RS	948.3	158	6.00	06/2021	(0.08)	0.00	0.18	nmf	34.3	0.46	0.66	0.96	9.1	6.3	0.62	0.20	10.00
Next Hydrogen Solutions Inc.	NXH	RM	76.3	24	3.12	12/2020	(0.77)	(1.33)	(0.97)	nmf	nmf	0.00	0.01	0.28	nmf	11.0	1.69	0.01	7.00
Northland Power	NPI	RS	8134.7	226	36.00	12/2020	1.78	0.64	0.83	56.6	43.5	10.25	9.23	9.16	3.9	3.9	13.05	0.68	44.00
TransAlta Renewables	RNW	RM	4875.4	267	18.26	12/2020	0.35	0.56	0.72	32.4	25.4	1.64	1.71	1.77	10.7	10.3	7.66	0.18	19.00
Xebec Adsorption	XBC	RM	354.2	154	2.30	12/2020	(0.33)	(0.17)	0.01	nmf	nmf	0.59	0.81	1.36	2.8	1.7	2.04	0.17	4.50

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

u = dollars US

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.

Télécommunications et médias



Adam Shine, CFA Analyste 514 879-2302

Adjoints: Ahmed Abdullah: 514 879-2564 Luc Troiani, CFA: 416 869-6585

Sélections

- Cineplex
- Rogers
- Transcontinental

Cineplex

La dynamique de reprise temporairement bouleversée par le dernier variant:

CGX a renoué avec un BAII après loyers ajusté positif au T3 pour la première fois depuis le début de la pandémie, avec ce qui s'annonçait comme une dynamique plus vigoureuse au T4 pour clôturer 2021, avant de nombreuses sorties attendues en 2022. L'apparition du variant Omicron a d'abord entraîné de nouvelles restrictions de capacités au Canada à la fin du mois de décembre, avant que certaines provinces décident de fermer de nouveau les cinémas, ce qui pourrait durer au moins jusqu'à la fin du mois de janvier. Les résultats meilleurs que prévu du dernier Spider-Man témoignent de la volonté des spectateurs de retrouver les salles obscures, mais l'évolution de la COVID pourrait maintenir les personnes plus âgées à l'écart un peu plus longtemps. D'après The Hollywood Reporter, les recettes du box-office nord-américain ont totalisé US\$4.5 milliards en 2021, ce qui représente une hausse de 101% par rapport aux recettes de 2020, mais une baisse de 62% par rapport au niveau d'avant la pandémie (2019) de US\$11.9 milliards. Le 30 décembre, CGX a amendé une quatrième fois sa convention de crédit, suspendant la vérification de ses clauses restrictives pour une durée prolongée, soit six mois encore. La vérification des clauses restrictives devait reprendre au T4 2021, mais l'échéance a été repoussée au T2 2022, avec un ratio d'endettement total de moins de 3.75 et un ratio de dette nette consolidée sur le BAIIA consolidé inférieur à 2.75. Les premières vérifications seront basées sur l'annualisation du BAIIA après loyers ajusté du T2 2022. Ces ratios se contracteront de 25 pb sur les trois trimestres suivants et seront respectivement de 3.0 et 2.0 au début de 2023. Nous attendons de voir à quoi ressembleront les résultats du T4 2021 à la mi-février, mais on est en droit de penser que ce dernier amendement a surtout pour but de préserver le T1 2022 à un moment où le gouvernement réinstaure de nouvelles restrictions. Nous surveillerons l'attitude des studios vis-à-vis des sorties prévues pour le début de 2022, à savoir s'ils décideront de retarder les sorties ou de sortir les titres sur des plateformes de diffusion en continu. Omicron nuira certainement aux résultats du box-office en ce début d'année, mais nous pensons aussi que le circuit de CGX sera pleinement opérationnel le moment venu auand l'activité des salles de cinéma reprendra. Le 14

décembre, la Cour supérieure de justice de l'Ontario a statué que Cineworld avait violé le contrat d'acquisition de CGX et a ordonné le versement de \$1.24 milliard de dommages et intérêts à CGX à titre de réparation. Cineworld fera appel de la décision. Après 2022, nous devrions savoir plus précisément quand Cineworld sera contrainte de verser des dommages et intérêts à CGX, mais il est difficile de prédire quand exactement la société très endettée le fera effectivement. Notre cours cible est basé sur notre estimation de la VAN 2022E et correspond à un ratio VE/BAIIA implicite de 9.2 et 7.5 d'après nos estimations pour 2022E et 2023E.

Télécommunications et médias

			Сар.	Actions		Dernier	В	PA dilué					BAIIA (M\$)						Cours
		Cote du	bours.	e.c.	Cours	exercice	(A)	est.	est.	C	B	(A)	est.	est.	VE/B	AllA	Valeur	Ratio	cible
	Symb.	titre Δ	(M)	(M)	1/6	déclaré	Dernier Ex	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	Dernier Ex	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	compt.	d'endet.	12 mois Δ
Radiodiffusion et divertissement																			
Cineplex Inc.	CGX	RS	824	63.3	13.01	12/2020	(9.85)	(3.30)	0.99	-3.9	13.1	-182.8	-61.8	210.1	NM	6.6	-3.15	1.39	19.00
Corus Entertainment Inc.	CJR.b	RS	981	208.4	4.71	08/2021	0.88	0.85	0.88	5.6	5.4	524.6	519.2	517.5	4.6	4.2	5.06	0.58	8.00
WildBrain Ltd.	WILD	RS	556	172.0	3.23	06/2021	(0.07)	(0.03)	0.17	-127.2	19.2	83.1	91.7	106.5	11.0	9.0	0.32	0.88	5.00
Spin Master Corp.	TOY	RS	4,604	102.3	45.00	12/2020	0.51	1.88	2.01	18.8	17.6	180.6	370.2	386.3	8.8	7.9	9.99	-0.54	61.00
Stingray Group Inc.	RAY.a	RS	500	71.1	7.04	03/2021	0.85	0.85	0.95	8.2	7.4	114.3	109.4	120.0	7.8	6.8	3.93	0.60	8.50
TVA Group Inc.	TVA.b	RM	123	43.2	2.85	12/2020	0.86	0.84	0.77	3.4	3.7	85.3	84.1	78.3	1.9	1.9	8.39	0.12	3.25
Impression et édition																			
Thomson Reuters Corp.	TRI	RM	70,549	490.4	143.85	12/2020	1.85	2.04	2.80	55.5	40.4	1975.0	1995.4	2320.0	29.1	24.9	28.94	0.15	162.00
Transcontinental Inc.	TCL.a	RS	1,680	87.0	19.30	10/2021	2.37	2.46	2.57	7.8	7.5	454.9	463.5	470.6	5.4	5.0	20.04	0.34	28.00
Publicité et marketing																			
VerticalScope Holdings Inc.	FORA	RS	631	21.6	29.27	12/2020	(0.01)	(0.18)	0.65	NM	45.0	26.6	28.5	28.5	13.9	11.2	4.21	-0.24	36.00
Yellow Pages Ltd.	Υ	RM	396	27.7	14.30	12/2020	2.28	1.96	1.94	7.3	7.4	129.4	102.5	91.2	3.1	3.2	NM	-0.38	15.00
Télécommunications																			
BCE Inc.	BCE	RS	60,008	908.8	66.03	12/2020	3.02	3.16	3.33	20.9	19.8	9607.0	9901.6	10262.2	9.3	9.0	21.08	0.39	70.00
Cogeco Communications Inc.	CCA	RS	4,719	47.2	99.90	08/2021	8.43	7.89	8.29	12.7	12.1	1205.7	1375.4	1425.0	6.2	5.9	56.91	0.51	141.00
Quebecor Inc.	QBR.b	RS	6,881	242.7	28.35	12/2020	2.33	2.61	2.93	10.9	9.7	1952.6	2007.5	2070.0	6.6	6.2	5.17	0.87	40.00
Rogers Communications Inc.	RCI.b	RS	30,917	504.9	61.23	12/2020	3.40	3.46	4.23	17.7	14.5	5857.0	5880.2	8906.5	8.6	8.0	20.84	0.45	69.00
Shaw Communications	SJR.b	RS	18,894	496.7	38.04	08/2021	1.60	1.54	1.61	24.7	23.6	2500.0	2534.0	2579.5	9.7	9.3	12.12	0.48	40.50
Telus Corp.	T	RS	40,558	1361.0	29.80	12/2020	0.95	0.96	1.06	31.1	28.0	5493.7	5867.0	6402.2	10.4	9.6	11.71	0.56	34.00

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.

Transport et produits industriels



Cameron Doerksen, CFA Analyste 514 879-2579

Adjoint: Alex Hutton 416 869-8281

Sélections

- CAE
- > TFI International
-) Héroux-Devtek

NFI Group

Une valorisation plus intéressante entraîne une réévaluation du titre à Rendement supérieur.

Nous avons récemment revalorisé le titre NFI Group, faisant passer sa cote de Rendement moyen à Rendement supérieur (avec un cours cible de CA\$26.00). NFI restera confrontée à des perturbations le long des chaînes d'approvisionnement aui nuiront à la production d'autobus jusqu'à un stade avancé de 2022, mais nous pensons que l'action reflète maintenant largement ces difficultés, qui finiront par s'estomper. Voici quelques faits saillants positifs pour la société:

Le récent financement dissipe les craintes liées au bilan.

À la fin du T3, les liquidités de NFI se situaient confortablement à \$320 millions, et la récente émission de CA\$450 millions d'actions et de débentures convertibles réduit encore le risque lié au bilan. Le ratio d'endettement devait dépasser 5.0 d'ici la fin de l'année 2021, mais nous estimons maintenant qu'il tombera à 3.4 d'ici la fin de 2022 et à 2.1 d'ici la fin de 2023. Comme le bilan n'est maintenant plus source d'inquiétude et que la société jouit d'une meilleure flexibilité vis-à-vis de ses clauses restrictives, la direction peut concentrer son temps et ses efforts sur les perturbations le long des chaînes d'approvisionnement et l'accélération de la construction d'autobus.

Une accélération des dépôts de soumissions devrait entraîner une accumulation des nouvelles commandes d'autobus.

Au T3, les soumissions actives de NFI étaient en hausse de 10.9% a/a, si bien que l'attribution de contrats devrait s'intensifier en 2022. En effet, au T3, NFI avait pour un total de 6,307 unités en soumission, un niveau inégalé depuis le T2 2017. Nous nous attendons à ce que l'arrivée de nouveaux contrats dans le carnet de commandes fasse monter le cours de l'action de NFI.

De fortes hausses des financements gouvernementaux pour les achats d'autobus.

Les financements des gouvernements destinés à l'achat de véhicules de transport public et d'autobus à zéro émission sont très importants sur les marchés principaux de NFI. La loi sur les infrastructures récemment adoptée aux États-Unis finance des achats d'autobus pour les cina prochaines années, avec une augmentation des financements de 172%, de \$808 millions en 2021 à \$3.2 milliards pour l'exercice 2026. Le programme qui finance les subventions destinées aux sociétés de transport public pour couvrir leurs achats d'autobus à zéro émission a crû lui aussi de 1,270%, à \$5.63 milliards, à investir d'ici 2026. Selon nous, ces perspectives de financements disponibles à long terme seront un élément essentiel dans les décisions des sociétés de transport en commun pour leurs achats de nouveaux autobus.

Un chef de file sur le marché des autobus à zéro émission.

NFI est également bien positionnée pour tirer profit de la transition vers les autobus entièrement électriques. NFI est sans conteste un chef de file sur le marché des autobus à zéro émission en Amérique du Nord et au Royaume-Uni, ayant livré 330 unités entre le début de 2021 et la fin du T3. Nous avons aussi dénombré 249 commandes fermes annoncées d'autobus à zéro émission pour NFI en Amérique du Nord en 2021, contre 189 pour tous ses autres principaux concurrents combinés en Amérique du Nord. Au Royaume-Uni, NFI remporte aussi un important succès, ayant enregistré 471 commandes fermes d'autobus à zéro émission en 2021.

L'action est intéressante pour ceux qui croient que NFI peut atteindre ses objectifs de 2025.

La direction de NFI compte toujours atteindre son objectif de BAIIA de \$400 à \$450 millions en 2025. Nous pensons aussi que cette prévision est réaliste. À supposer que NFI atteigne la borne inférieure de cette fourchette et que nous appliquions un ratio VE/BAIIA raisonnable de 8.0, notre valorisation à long terme sergit d'environ \$40.00.

Nous valorisons l'action en appliquant un ratio VE/BAIIA de 8.0 à notre prévision de BAIIA pour 2023, que nous considérons comme une année plus « normalisée » pour la société.

Transport et produits industriels

			Actions	5	Сар.	Dernier		BPA					FTDPAD					Cours	
		Cote du	e.c.	Cours	bours.	exercice	(A)	est.	est.	С	/B	(A)	est.	est.	C	/FT	Ratio	cible	
	Symb.	titre 🛭 🕹	(M)	1-6	(M)	déclaré	Dernier Ex	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	Denier Ex	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	d'endet.	12 mois	Δ
Air Canada	AC	RM	358	22.18	7,940	12/2020	-16.47	-10.41	-1.17	NA	NA	(10.84)	(8.73)	2.26	NA	9.8x	99%	30.00	
Bombardier Inc.	BBD.b	RS	2403	1.66	3,988	12/2020	-u0.47	-u0.19	-u0.04	NA	NA	-u1.32	-u0.32	u0.04	NA	31.8x	na	2.50	
BRP Inc.	DOO	RS	83	107.78	8,961	01/2021	5.35	9.40	9.83	11.5x	11.0x	6.77	(1.95)	9.10	NA	11.8x	111%	128.00	Ψ
CAE Inc.	CAE	RS	319	32.16	10,249	03/2021	0.47	0.81	1.40	39.5x	22.9x	0.81	0.17	1.21	NA	26.5x	38%	44.00	
Canadian National Rail	CNR	RM	710	161.86	114,985	12/2020	5.31	5.86	6.95	27.6x	23.3x	4.63	4.08	6.14	39.7x	26.4x	40%	170.00	1
Canadian Pacific Rail	CP	RM	667	89.4	59,612	12/2020	3.53	3.87	4.19	23.1x	21.3x	1.66	3.78	3.25	23.6x	27.5x	54%	98.00	1
Cargojet Inc.	CJT	RM	18	158.81	2,782	12/2020	-5.63	5.62	6.68	28.3x	23.8x	9.41	0.94	0.67	NA	NA	31%	201.00	
Chorus Aviation Inc.	CHR	RM	178	3.42	608	12/2020	0.40	0.35	0.44	9.9x	7.7x	(1.50)	0.58	(0.49)	5.9x	NA	72%	4.85	
Exchange Income Corporation	EIF	RS	39	43.34	1,691	12/2020	1.31	1.89	2.67	22.9x	16.3x	3.42	0.75	2.48	57.4x	17.5x	60%	51.00	
Héroux-Devtek Inc.	HRX	RS	37	17.43	638	03/2021	0.80	0.88	1.04	19.7x	16.8x	0.88	1.86	1.88	9.4x	9.3x	27%	23.00	
NFI Group Inc.	NFI	RM 1	77	20.6	1,588	12/2020	-u0.75	u0.01	u0.52	na	31.1x	u0.69	-u0.35	u0.76	NA	21.2x	59%	26.00	Ψ
Taiga Motors Corp.	TAIG	RS	31	6.5	203	12/2020	NA	-5.57	-1.25	NA	NA	NA	(2.45)	(3.74)	NA	NA	na	16.00	
Transat A.T. Inc.	TRZ	RI	38	4.14	156	10/2020	-11.83	-4.94	-0.68	NA	NA	(2.85)	(13.88)	0.50	NA	NA	NA	3.50	
TFI International Inc.	TFII	RS	93	130.19	12,105	12/2020	u3.30	u4.96	u6.42	20.6x	15.9x	u5.16	u6.72	u7.83	15.2x	13.1x	50%	160.00	

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

Source: Rapports des sociétés, Refinitiv, FBN

u = dollars US

SU

SPB

SGY

TAIG

TKO TRP TECKb TCS

TIXT

TFII

LEV

TH

THNC

TWM

LCFS TF

TPZ

TXG

TIH

TOU TA RNW

TRZ

TV TCW

TCN TMQ TEPM

TSU

VSN VET

FORA

WDO

WPM WCP WILD

WSP

XBC YRI

YGR

TNT.un TVA.b UNS

TCL.a

50

52

50

68

46

66

68

64

66 52

56

50

53 50

64

68

50

48

56

60

48

66

53

48

Liste alphabétique des sociétés

April	5N Plus	VNP	64	Cascades	CAS	60	GDI Integrated Facility Services	GDI	60	National Energy Services Reunited	NESR	50	Suncor Energy
Accompany Commonwess Co													
Accompany Application Ap													
Approximation	·												
Act Control													
Agronominement APM 58 Commontonium Common Com	9			Chartwell Retirement Residences			Gold Standard Ventures Corp			, , , , , , , , , , , , , , , , , , , ,			
April Apri						55	· · · · · · · · · · · · · · · · · · ·						
Advance													
Author										NorthWest H.P. REIT	NWHun		
Marie California (*
Application Application				Cineplex Inc.									
Aground Agro				•						0,7			
A		AON			CIGI			HRun			OGC	48	TELInternational Inc.
Anti-Department Anti-Depar		ALO	48	Cominar REIT	CUF.un	44	H2O Innovation	HEO	55		OTEX	62	The Lion Electric Company
Actional Control AL AL 22 Congress Measurement for Cultin	Allied Properties REIT	AP.un	44	Constellation Software Inc.	CSU	62		HDI	60		ODV	48	Theratechnologies
Management Man	AltaGas	ALA	52	Copper Mountain Mining	CMMC	46	Headwater Exploration	HWX	50	Osisko Gold Royalties Ltd	OR	48	Thinkific Labs Inc.
Manufaction American American American Color American Co	AltaGas Canada Inc.	ACI	52	Corus Entertainment Inc.	CJR.b	66	Héroux-Devtek Inc.	HRX	68	Osisko Mining	OSK	48	Thomson Reuters Corp.
American Information Information September American September Amer	Altius Renewable Royalties Corp	ARR	64	Couche Tard	ATD.b	42	Home Capital Group	HCG	56	Ovintiv Inc (US\$)	OVV	50	Tidewater Midstream
Annew Processor Services AFR Services AFR Services Company Annew Processor AFR Services Company AFR Services Company AFR Services Company AFR Services AFR Services Company AFR Services Comp	Altus Group Limited	AIF	62	Crescent Point Energy Corp.	CPG	50	Hudbay Minerals	HBM	46	Pan American Silver	PAAS	48	Tidewater Renewables
Modern Northeam Group Modern Mode	American Hotel Income Properties	HOT.un	44	Crew Energy	CR	50	Hydro One Ltd.	Н	52	Paramount Resources	POU	50	Timbercreek Financial
AFF-Communication	Anaergia Inc.	ANRG	64	Crombie REIT	CRR.un	44	iA Groupe Financier	IAG	40	Park Lawn Corporation	PLC	60	TMX Group
Aground Coult Inc.	Andlauer Healthcare Group	AND	55	CT REIT	CRT.un	44	IAMGOLD Corp	IMG		Parkland Fuel Corporation	PKI		Topaz Energy
America APTI	ARC Resources Ltd.	ARX	50	D2L Inc.	DTOL	62	IBI Group Inc.	IBG	53	Pason Systems Corp.	PSI	58	Torex Gold Resources Inc
Answerl A. Lun	Argonaut Gold Inc.	AR	48	Definity Financial Corp.	DFY	56	IGM Financial Inc.	IGM	56	Pembina Pipelines	PPL	52	Toromont Industries Ltd.
AFC Market AFC September Description Descripti	Artemis Gold Inc.	ARTG	48	Dexterra Group Inc.	DXT	60	Imperial Oil	IMO		Pet Valu	PET		Tourmaline Oil
Affaire Affa	Artis REIT	AX.un	44	Dialogue Health Technologies	CARE	55	IMV Inc.	IMV	55	Peyto Exploration & Development	PEY	50	TransAlta
Author AMITO AMI	ATCO Ltd.	ACO	52	DIRTT Environmental Solutions	DRT	64	Innergex	INE	64	Pipestone Energy	PIPE	50	TransAlta Renewables
Autonotion Properties RTT APR- APR- APR- APR- APR- APR- PositisSky Posynty PSK 50 Through Mining Autonotion Properties RTT APR-													
Automation Propenties RET	AuRico Metals Inc	AMI.TO		Dollarama	DOL		Intact Financial Corp.	IFC		Power Corporation of Canada	POW		Transcontinental Inc.
Agricult Agricult	AutoCanada		53	Doman Building Materials	DBM		Integra Resources Corp.	ITR		PrairieSky Royalty			
Book Biolinal Power Systems BLP 64 Durishe Prefection Medical DBM As Investigue Food Part Food Part													
Boling Rower Systems BLD 64 Curilee Recous Metalds DPM 48 Royal Royal Rodge Complement of Power Systems Royal Complement of Power Systems Royal Complement Power Systems Power Systems Royal Complement Power Systems Royal Complement Power Systems Power S	,												
Bonque Canodienne de l'Ouest CWB 40 E. Automothe Inc. EINC 62 Jameson Welfress JME 55 O. Ainc. GÖR 62 Tissura Group Ltd.													
Bongue Laventreme													
Bongue Louremêmene B	•												
Bonque Nationale NA 40 Bement Fleet Management EN 50 K-Bit Linen KEL 50 RoCan REIT RoCan REIT 60 Un's-Select Bonque Scotia RY 40 Emert Inc. EMP 52 Kingeria KEP 50 RoCan REIT ROCA	•												
Bonque Roycle du Canada RY 40 Emed inc. EMA 52 Kell Explosition KEL 50 RoCan REIT RELIN 44 Vereiren Inc. Bonque Foothor-Dominion TD 40 Enbridge Inc. EMB 52 Killam Aportment REIT KiMpun 44 Rogers Communications inc. RCL 66 Vertico/Scope Holdings Inc. Bongue Foothor-Dominion RCL 67 Regers Sugra RSL 65 Vertico/Scope Holdings Inc. RSL 75													
Banque Scotia BNS 40 Empire Company EMPa 42 Keyeria KEY 52 Ritche Bris-Auctioneers RBA 53 Averallon Energy Inc.													
Bornick Gold ABK	. ,	141											
Barrick Gold													
Borber Referrey							•						
Boylew Energy													
BCE C													
Birchalff Energy BIR 50 Equinox Gold Corp EQX 48 KP Tissue KPT 60 Sandstorm Gold Ltd SSL 48 WSP Global													
Bird Construction Inc. BDT 53 Equitable Group EOB 56 Lassonde LAS 42 Saputo SAP 42 Xabee Adsorption Blackline Safety Corp. BLN 62 RES REIT ERE										·			
Blackline Safety Corp. BLN 62 PRES REIT ERE.un 44 Liberty Gold Corp LGD 48 Savaria Corporation SIS 60 Yamana Gold Inc Blustone Resources Inc. BSR 48 Ero Copper ERO 46 LifeWorks Inc. LWRK 55 Secure Energy SES 52 Yamana Gold Inc Bornalmote REIT BBL 44 Exchange Income Corporation EIF 68 Lightspeed Commerce Inc. LSPD 62 Show Communications SJRb 66 Yellow Pages It.d. Bornalmote Reit BBD 68 Extendicare EXE 44 Liftium Americas LAC 46 Show Communications SJRb 66 Yellow Pages It.d. Borolex BIL 45 Foilfrak Financial Holdings FIF 56 Lobblaw L 42 Shreit International S 46 Brookfield Business Partners BBU 56 Formers Edge Inc. FDGE 62 Lundin Molning LUN 46 Signa Liftium SGM 46 Brookfield Renewable BEP 64 Filo Milning FIL 46 MAG Silver Corp MAG 48 Silate Office REIT SOTL 44 BRP Inc. DOO 68 Financière Manuvie MFC 40 Magret Forensics Inc. MAGT 62 Sileep Country Canada ZZZ 42 BRREIT HOM.un 44 Financière Sun Life SIF 40 Marathon Gold Corp. MCZ 48 Shart-Centre REIT SRLun 44 BTB REIT BTB.un 44 Financière Manuvie FIT 53 MAV Beauty Brands MAV 42 Shine-Centre REIT SRLun 44 BTB REIT BTB.un 44 Financière Sun Life FT FT 53 MAV Beauty Brands MAV 42 Shine-Centre REIT SRLun 44 BTB REIT CARL CARL SIF													
Bustone Resources Inc. BSR 48 Eva Copper ERO 46 LifeWarks Inc. LWRK 56 Secure Energy SES 52 Yangarra Resources Boardwalk REIT BELIN 44 Exchange Income Corporation EIF 68 Lightspeed Commerce Inc. LSPD 62 Shaw Communications SJR.b 66 Yellow Pages Ltd. Borolace BBDb 68 Extendicare EVE 44 Lithium Americas LAC 46 Shawcor Ltd. SCL S8 Scale Commerce Inc. Borolace Borolace BIJ Society State State Shawcor Ltd. Shawcor Ltd. Society Scale Shawcor Ltd. Society Scale Shawcor Ltd. Shawcor Ltd.													
Bornbardier	, ·												
Bombardier Inc.													
Boralex													·
Boyd Group Services Inc. BYD 60 Falco Resources Ltd. FPC 48 Loop Energy Inc. LPEN 64 Shopify Inc. SHOP 62 Brookfield Business Partners BBU 56 Farmers Edge Inc. FDGE 62 Lundin Mining LUN 46 Sienna Seniot Living SIA 44 Brookfield Infrastructure (1) BIP 52 Fier Capital Corp. FSZ 56 Lundin Mining LUN 46 Sienna Seniot Living SIA 44 Brookfield Renewable BEP 64 Fill Mining FIL 46 MAG Silver Corp MAG 48 Slate Office REIT SOT.un 44 BRP Inc. DOO 68 Financière Manuvie MFC 40 Magnet Forensics Inc. MAGT 62 Sleep Country Conada ZZZ 42 BRR REIT HOM un 44 Financière Win Life SLF 40 Magnet Forensics Inc. MACT 48 SmrCentres REIT SNC 53 CAB Inc. CAE 68													
Brookfield Business Partners BBU 56 Farmers Edge Inc. FDGE 62 Lundin Gold Inc. LUG 48 Siena Senior Living SiA 44 Brookfield Infrostructure (1) BIP 52 Fiera Capital Corp. FSZ 56 Lundin Mining LUN 46 Sigma Lithium SoML 46 Brookfield Renewable BEP 64 File Mining FIL 46 MAG Silver Corp MAG 48 Slate Office REIT SOT. BRP Inc. DOO 68 Financière Manuvie MFC 40 Magnet Forensics Inc. MAGT 62 Sleep Country Canada ZTZ 42 BSR REIT BIB.UN 44 Financière Sun Life SLF 40 Marathon Gold Corp. MOZ 48 SmartCentres REIT SRU, BTB REIT BIB.UN 44 Financière Sun Life SLF 40 Marathon Gold Corp. MOZ 48 SmartCentres REIT SRU, BTB REIT BIB.UN 44 Financière Sun Life SLF 40 Marathon Gold Corp. MOZ 48 SmartCentres REIT SRU, BTB REIT CAE Inc. CAE 68 First Capital REIT FCR 44 Maverix Metals Inc CAE 68 First Agiestic Silver Corp FR 48 mdf commerce inc. MMF 48 Softchoice Corp STC 62 Canadian Natural Resources CNQ 50 First National Financial FN 56 Medical Facilities Corp. DR 55 Spin Master Corp. TOY 66 Canadian Tire CTC.a 42 Flagship Communities REIT MHCUTO 44 Metro MRE 50 SSR Mining Inc Canadian Utilities CU 52 Foran Mining FOM.V 46 Minera Alamos Inc. MAI 48 Stella-Jones STR State Chen. STN 53 Capital Power CPX 52 Fortuna Silver Mines Inc FIN 48 MTY Food Group MTL 42 Stigray Group Inc. RAY a 66 Capstone Mining CS 46 Franco-Nevada Corp FNV 48 Mullen Group Ltd. MTL 58 StorageVault Canada SILV 44													
Brookfield Renewable BEP 64 Filo Mining Fil. 46 MAG Silver Corp MAG 48 Slate Office REIT SOT.un 44 BRP Inc. DOO 68 Financière Manuvie MFC 40 Magnet Forensics Inc. MAGT 62 Sleep Country Canada ZZZ 42 BSR REIT HOM.un 44 Financière Sun Life SLF 40 Maratthon Gold Corp. MOZ 48 Smart Centres REIT SRU.un 44 BTB REIT BTB.un 44 Finning International Inc. FTT 53 MAV Beauty Brands MAV 42 SNC-Lavalin SNC 53 CAE Inc. CAE 68 First Capital REIT FCR 44 Maverix Metals Inc MMX 48 Softchoice Corp SFTC 62 Canadian Natural Resources CNQ 50 First National Financial FN 56 Medical Facilities Corp. DR 55 Spin Master Corp. TOY 66 Canadian Pacific Rail CP 68 First Quantum Minerals FM 46 MEG Energy MEG 50 SSR Mining Inc SSR M 48 Canadian Utilities CU 52 Foran Mining FOM.V 46 Minera Alamos Inc. MAI 48 Stelico STIL 53 CAP REIT CAP LIN 44 Fortis Inc. FVI 48 MTY Food Group MTY 42 Stingray Group Inc. RAY.a 66 Capstone Mining CS 46 Franco-Nevada Corp FNV 48 Mullen Group Ltd. MTL 58 Storage/out Canadia SVII.V 44 SILVEN Canadian Canadian Canadian Canadian Canadian Control Canadian	Brookfield Business Partners	BBU	56	Farmers Edge Inc.		62		LUG	48	Sienna Senior Living	SIA	44	
Brookfield Renewable BEP 64 Filo Mining FIL 46 MAG Silver Corp MAG 48 State Office REIT SOT.un 44 BRP Inc. DOO 68 Financière Manuvie MFC 40 Magnet Forensics Inc. MAG 62 Sleep Country Canada 2ZZ 42 BSR REIT HOM.un 44 Financière Sun Life SLF 40 Maron Month Gold Corp. MOZ 48 Smart Centres REIT SRU.un 44 BTB REIT BTB.un 44 Finning International Inc. FTT 53 MAV Beauty Brands MAV 42 SNC-Lavalin SNC 53 CAE Inc. CAE 68 First Capital REIT FCR 44 Maverix Metals Inc MMY 48 Soft-holice Corp SFTC 62 Canadian Natural Resources CNQ 50 First National Financial FN 56 Medical Facilities Corp. DR 55 Spin Master Corp. TOY 66 Canadian Patriar Resources CNQ 68	Brookfield Infrastructure (1)	BIP	52	Fiera Capital Corp.	FSZ	56	Lundin Mining	LUN	46	Sigma Lithium	SGML	46	
BSR REIT HOM.un 44 Financière Sun Life SLF 40 Marathon Gold Corp. MOZ 48 SmartCentres REIT SRU.un 44 BTB REIT BTB.un 44 Finangi International Inc. FTT 53 MAV Beauty Brands MAV 42 SNC-Lavalonin SNC 53 CAE Inc. CAE 68 First Capital REIT FCR 44 Maverix Metals Inc MMX 48 Softchoice Corp SFTC 62 Canadian Natural Resources CNQ 50 First Mojestic Silver Corp FR 48 mdicon Incommerce inc. MPF 62 Sportan Delta SDE 50 Canadian Natural Resources CNQ 50 First Auditional Financial FN 56 Medical Facilities Corp. DR 55 Spin Master Corp. TOY 66 Canadian Tire CTC.a 42 Flagship Communities REIT MH-CuTO 44 Metro MRU 42 Stantee Inc. STN 53 Canadian Utilities CU 52<	Brookfield Renewable	BEP			FIL		MAG Silver Corp	MAG			SOT.un		
BTB REIT BTB un 44 Finning International Inc. FTT 53 MAV Beauty Brands MAV 42 SNC-Lavalin SNC 53 CAE Inc. CAE 68 First Capital REIT FCR 44 Moverix Metals Inc MMX 48 Soft-choice Corp SFTC 62 Canadian National Rail CNR 68 First Matistic Silver Corp FR 48 md row merce inc. MPF 62 Sportan Delta 5D 50 Canadian Natural Resources CNQ 50 First National Financial FN 56 Medical Facilities Corp. DR 55 Spin Master Corp. TOY 66 Canadian Pacific Rail CP 68 First Quantum Minerals FM 46 MEG Energy MEG 50 SSR Mining Inc SSRM 48 Canadian Utilities CU 52 Foram Mining FOMV 46 Minera Alamos Inc. MAI 48 Stelco STLC 53 CAP REIT CARun 44 Fortuna Silv	BRP Inc.	DOO	68	Financière Manuvie	MFC	40	Magnet Forensics Inc.	MAGT	62	Sleep Country Canada	ZZZ	42	
CAE Inc. CAE 68 First Capital REIT FCR 44 Maverix Metals Inc MMX 48 Softchoice Corp SFTC 62 Canadian National Rail CNR 68 First Madioal Scillver Corp FR 48 mdf commerce inc. MDF 62 Sport Master Corp. SDE 50 Canadian Natural Resources CNQ 50 First National Financial FN 56 Medical Facilities Corp. DR 55 Spin Master Corp. TOY 66 Canadian Tire CP 68 First Quantum Minerals FM 46 MEG Energy MEG Forergy MEG 50 SSR Mining Inc SSRM 48 Canadian Tire CTC.a 42 Flagship Communities REIT MHCu.TO 44 Metro MRU 42 Stantec Inc. STN 53 Canadian Utilities CU 52 Foran Mining FOM 46 Minera Alamsalne. MAI 48 Stella-Jones SJ 53 Captal Power CPX 52 Fo	BSR REIT	HOM.un	44	Financière Sun Life	SLF	40	Marathon Gold Corp.	MOZ	48	SmartCentres REIT	SRU.un	44	
Canadian National Rail CNR 68 First Majestic Silver Corp FR 48 mdf commerce inc. MDF 62 Spartan Delta SDE 50 Canadian Natural Resources CNQ 50 First National Financial FN 56 Medical Facilities Corp. DR 55 Spin Master Corp. TOY 66 Canadian Patrial Rail CP 68 First Quantum Minerals FN 46 MEG Energy MEG 50 SSR Mining Inc SSR 48 Canadian Tire CTC.a 42 Flagship Communities REIT MHCuTO 44 Metro MRU 42 Stantec Inc. STN 53 Canadian Utilities CU 52 Foran Mining FOM.V 46 Minera Alamos Inc. MAI 48 Stello-Jones SILC 53 CAP REIT CARun 44 Fortis Inc. FTS 52 Minto Apartment REIT MILun 44 Stella-Jones SLD 53 Capital Power CPX 52 Fortuna Silver Mines Inc FN 48 MIYE Food Group MTL 58 Storage Vault Canadia SVIV 44 Capstone Mining CS 46 Franco-Nevada Corp FNV 48 Mullen Group Ltd. MTL 58 Storage Vault Canadia SVIV 44	BTB REIT	BTB.un	44	Finning International Inc.	FTT	53	MAV Beauty Brands	MAV	42	SNC-Lavalin	SNC	53	
Canadian Natural Resources CNQ 50 First National Financial FN 56 Medical Facilities Corp. DR 55 Spin Master Corp. TOY 66 Canadian Pacific Rail CP 68 First Quantum Minerals FM 40 MEG Energy MEG 50 SSR Mining Inc SSRM 48 Canadian Tire CTC.a 42 Elagship Communities REIT MHCuTO 44 Metor MRIU 42 Stantec Inc. STN 53 Canadian Utilities CU 52 Fora Mining FOM.V 46 Minera Alamos Inc. MAI 48 Stellon STLC 53 CAP REIT CARUN 44 Fortis Inc. FTS 52 Minto Apartment REIT MLIN 44 Stellar-Jones SJ 53 Capstone Mining CS 46 Franco-Nevada Corp FNV 48 MIllen Group Ltd. MTL 58 Stingray Group Inc. RAY.a 66	CAE Inc.	CAE	68	First Capital REIT	FCR	44	Maverix Metals Inc	MMX	48	Softchoice Corp	SFTC	62	
Canadian Pacific Rail CP 68 First Quantum Minerals FM 46 MEG Energy MEG 50 SSR Mining Inc SSRM 48 Canadian Tire CTC.a 42 Flagship Communities REIT MHCuTO 44 Metro MRU 42 Stantec Inc. STN 53 Canadian Utilities CU 52 Foran Mining FOMV 46 Minera Alamos Inc. MAI 48 Steloo STLC 53 CAP REIT CARun 44 Fortis Inc. FTS 52 Minto Apartment REIT MI.n 44 Stella-Jones SJ 53 Captal Power CPX 52 Fortuna Silver Mines Inc FVI 48 MTY Food Group MTY 42 Stingray Group Inc. RAYa 66 Capstone Mining CS 46 Franco-Nevada Corp FNV 48 Mullen Group Ltd. MTL 58 StorageVault Canada SVI.V 44	Canadian National Rail	CNR	68	First Majestic Silver Corp	FR	48	mdf commerce inc.	MDF	62	Spartan Delta	SDE	50	
Canadian Tire CTC.a 42 Flagship Communities REIT MHCu.TO 44 Metro MRU 42 Stantecinc. STN 53 Canadian Utilities CU 52 Foran Mining FOMV 46 Minera Alamos Inc. MAI 48 Stello- STLC 53 CAP REIT CARun 44 Fortis Inc. FTS 52 Minto Apartment REIT MILn 44 Stellar-Jones SJ 53 Capital Power CPX 52 Fortuna Silkre Mines Inc. FVI 48 MTV Food Group MTL 58 StorageVault Canada SVI.V 44 Capstone Mining CS 46 Franco-Nevada Corp FNV 48 Mullen Group Ltd. MTL 58 StorageVault Canada SVI.V 44			50	First National Financial			Medical Facilities Corp.			Spin Master Corp.			
Canadian Utilities CU 52 Fora Milning FOM.V 46 Minera Alamos Inc. MAI 48 Stellor STLC 53 CAP REIT CARun 44 Fortis Inc. FTS 52 Minto Apartment REIT MLIn 44 Stellor-Jones SJ 53 Capital Power CPX 52 Fortuna Silver Mines Inc. FVI 48 MTY Food Group MTY 42 Stingray Group Inc. RAY.a 66 Capstone Mining CS 46 Franco-Nevada Corp FINV 48 Mullen Group Ltd. MTL 58 StorageVault Canada SVII.V 44	Canadian Pacific Rail	CP	68	First Quantum Minerals	FM	46	MEG Energy	MEG		SSR Mining Inc	SSRM		
CAP REIT CARun 44 Fortis Inc. FTS 52 Minto Apartment REIT Ml.un 44 Stella-Jones SJ 53 Capital Power CPX 52 Fortuna Silver Mines Inc FVI 48 MTY Food Group MTY 42 Stingray Group Inc. RAY.a 66 Capstone Mining CS 46 Franco-Nevada Corp FNV 48 Mullen Group Ltd. MTL 58 StorageVault Canada SVI.V 44													
Capital Power CPX 52 Fortuna Silver Mines Inc FVI 48 MTY Food Group MTY 42 Stingray Group Inc. RAY.a 66 Capstone Mining CS 46 Franco-Nevada Corp FNV 48 Mullen Group Ltd. MTL 58 StorageVault Canada SVI.V 44													
Capstone Mining CS 46 Franco-Nevada Corp FNV 48 Mullen Group Ltd. MTL 58 StorageVault Canada SVI.V 44													
Cargojet Inc. CJT 68 Freehold Royalties FRU 50 NanoXplore GRA 64 Summit Industrial SMU.un 44													
	Cargojet Inc.	CJT	68	Freehold Royalties	FRU	50	NanoXplore	GRA	64	Summit Industrial	SMU.un	44	

Succursales

Ancaster • 911. Golf Links Road, Suite 201, Ancaster, ON, L9K 1H9 • 905-648-3813

Baie-Comeau · 600, Boul, Laflèche, bureau 340-B, Baie-Comeau, QC, G5C 2X8 · 418-296-8838

Barrie · 126 Collier Street, Barrie, ON, L4M 1H4 · 705-719-1190

Beauce • 11333, 1ière 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. JOK 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

Calaary • 239 8th Ave., SW, Suite 100, Calaary, 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, TOJ 0Y0 • (403) 823-6859

Drummondville · 595, boulevard Saint-Joseph, Bureau 200, Drummondville, QC, J2C 2B6 · 819-477-5024

Duncan • 2763 Beverly Street, Suite 206, Duncan, BC, V9L 6X2 • 250-715-3050

Edmonton • 10175 - 101 Street NW. Suite 1800, Edmonton, AB, T5J 0H3 • 780-412-6600

Edmonton-North • TD Tower, 10088 – 102 Avenue, Suite No. 1701, Edmonton, AB, T5J 2Z1 • 780-421-4455

FrederictonNB • 551 King Street, Fredericton, NB, E3B 4Z9 • 506-450-1740

Gatineau • 920. St-Joseph. Bureau 100. Hull-Gatineau. QC. J8Z 1S9 • 819-770-5337

Granby • 201-975 rue Principale, Granby, QC, J2G 2Z5 • 450-378-0442

Halifax · Purdy's Wharf Tower II, 1969 Upper Water Street, Suite 1601, Halifax, NS, B3J 3R7 · 902-496-7700

Halifax-Sprina Garden • 400-5657 Sprina Garden Road, Parklane Terraces, Halifax, NS, B3J 3R4 • 902-425-1283

Joliette • 40. rue Gauthier Sud. Bureau 3500. Joliette. QC. J6E 4.14 • 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

Mississauaa · 350. Burnhamthoroe road West, Suite 603, Mississauaa, 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, 2e étage, Mont-Tremblant, QC, J8E 3J9 • 450-569-3440

Montréal International • 1. Place Ville-Marie, Bureau 1700, Montréal, QC, H3B 2C1 • 514-879-5576

Montréal L'Acadie • 9001, boulevard de l'Acadie, Bureau 802, Montréal, QC, H4N 3H5 • 514-389-5506

North Bay • 680 Cassells Street, Suite 101, North Bay, ON, P1B 4A2 • 705-476-6360

Oakville · 305 Church Street, Oakville, ON, L6J 7T2 · 905-849-3558

Oshawa · 575 Thornton Road North, Oshawa, ON, L1J 8L5 · 905-433-0210

Ottawa • 50 O'Connor Street, Suite 1602, Ottawa, ON, K1P 6L2 • 613-236-0103

Outremont • 1160, boulevard Laurier Ouest, App. 1, Outremont, QC, H2V 2L5 • 514-276-3532

Owen Sound • 1717 2nd Ave. E., Suite 202, Owen Sound, ON, N4K 6V4. • 519-372-1277

Peterborough • 201 George Street North, suite 401, Peterborough, ON, K9J 3G7 • 705-740-1110

Plessisville • 1719, rue St-Calixte, Plessisville, QC, G6L 1R2 • 819-362-6000

Kirkland • 16,766 Route Transcanadienne, bureau 503, Kirkland, QC, H9H 4M7 • 514-426-2522

PVM Montréal • 1. Place Ville-Marie, Bureau 1700, Montréal, QC, H3B 2C1 • 514-879-5200

Québec · 500, Grande-Allée Est, Bureau 400, Québec, Qc, G1R 2J7 · 418-649-2525

Québec - Sainte-Fov · 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

Rouvn-Noranda • 104. 8e rue. Rouvn-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 Collèae, 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, 3e 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

Yorkton • 89 Broadway Street West, Yorkton, SK, S3N 0L9 • 306-782-6450

Winnipea · 1000-400 St. Mary Avenue, Winnipea, Manitoba, R3C 4K5 · 204-925-2250

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 éparanants
- Securities Investor Protection Corporation

Bureaux corporatifs

Montréal Financière Banque Nationalel

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 a jour ou de communiquer tout fait nouveau concernant les suiets 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 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

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 affliée distribuant le présent rapport foit 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

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 rapports attestent que leurs rapports attestent que leurs rapports attestent que leurs rapports attestent que leurs rapports rapports attestent que leurs rapports rappor

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 affliées peuvent appliauer toute stratégie de négociation décrite dans les présentes pour leur propre compte ou sur une base discrétionnaire pour le compte de certains dients: elles peuvent, à mesure que les conditions du marché chanaent, 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 preneurs fermes 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 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 connexes en question, que ce soit à titre de contrepartistes 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 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 ou s'y fier. 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 codre d'un contrat ou d'un engagement quelconque et il ne sert pas ni ne servira de base ou de fondement pour de tels

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 analystes de recherche avec une société visée, les apparitions publiques des analystes de recherche et la négociation de valeurs mobilières détenues dans le compte d'un analyste de recherche.

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

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

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

Ce document peut contenir des informations au sujet de produits de placement dont l'offre au public de Hong Kong n'est pas autorisée par la SFC et ces informations seront uniquement mises à la disposition de personnes qui sont des investisseurs professionnels (au sens de « Professionnel Investors », tel que defini par la Securities and Futures O'dinance 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 manketing et n'est pas destiné à une distribution publique. Veuillez noter que ni ce document n'est pas un focument n'est pas un document de manketing et n'est pas destiné à une distribution publique. Veuillez noter que ni ce document n'est pas un focument n'est pas un document n'est pas un document n'est pas un document n'est pas un focument n'est pas un focument n'est pas un document n'est pas un focument n' ne sont visés par une autorisation de vente de la SFC. Prière de vous reporter au prospectus du produit pour des renseignements plus détaillés.

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

Aucune autre entité au sein du groupe de la Banque Nationale du Canada, y compris la Banque Nationale du Canada et Financière Banque Nationale inc., n'est titulaire d'un permis de la SFC. 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.

