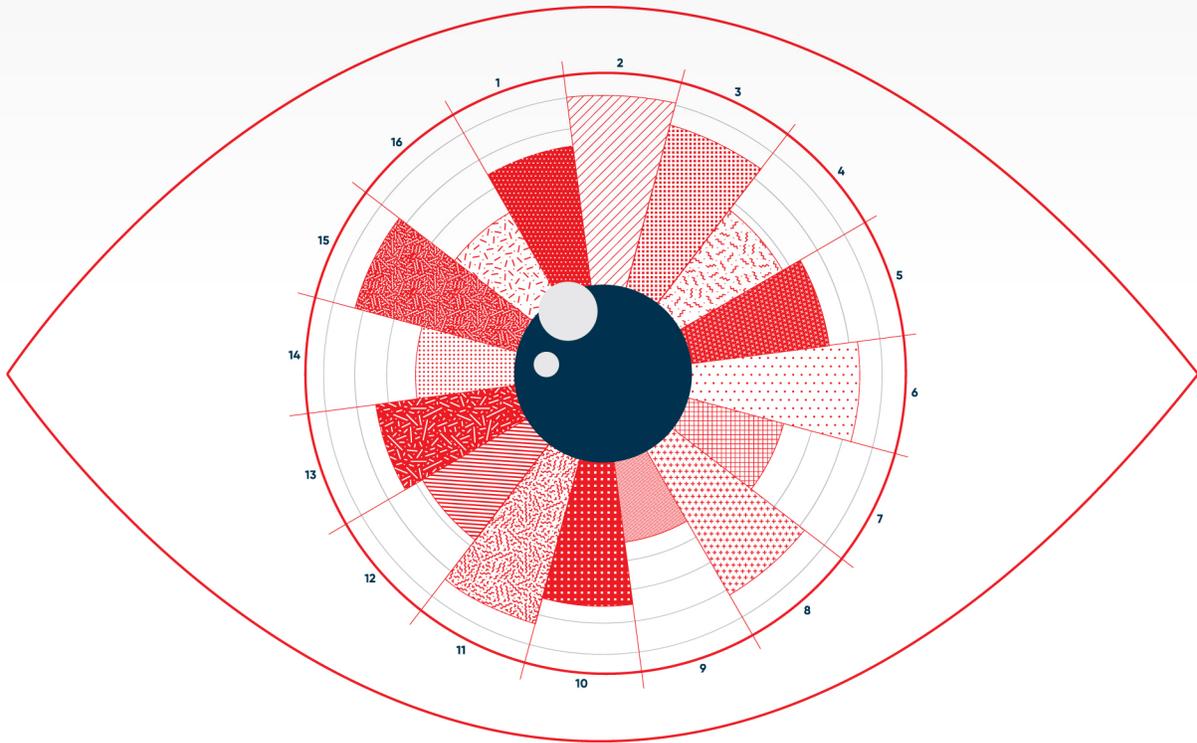


Vision



Mensuel économique
et financier

Décembre 2020

Études financières

Économie et Stratégie

Bureau Montréal

Stéfane Marion 514 879-3781
Économiste et stratège en chef

Matthieu Arseneau 514 879-2252
Chef économiste adjoint

Kyle Dahms 514 879-3195
Économiste

Alexandra Ducharme 514 412-1865
Économiste stagiaire

Angelo Katsoras 514 879-6458
Analyste géopolitique

Daren King 514 412-2967
Économiste

Jocelyn Paquet 514 412-3693
Économiste

Paul-André Pinsonnault 514 879-3795
Économiste principal, Revenu fixe

Marc Pinsonneault 514 879-2589
Économiste principal

Bureau Toronto

Warren Lovely 416 869-8598
Stratège principal Taux d'intérêt

Taylor Schleich 416 869-6480
Associé Stratégie taux d'intérêt

Analyse technique

Dennis Mark 416 869-7427

Banques et assurances

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

Distribution et produits de consommation

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

FNB et produits financiers

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

Immobilier

Matt Kornack 416 507-8104
Adjoint: Hussam Maqbool 416 507-8108
Adjoint: Ahmed Shethwala 416 507-8102

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

Métaux et minerais

Don DeMarco 416 869-7572
Adjoint: Harmen Puri 416 869-8045

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

Michael Parkin 416 869-6766
Adjoint: James Duncan 416 869-8511
Adjoint: Jonathan Egilo 416 507-8177

John Sclodnick 416 869-8044
Adjoint: Rabi Nizami 416 869-7925

Pétrole et gaz

› Moyennes sociétés et services pétroliers

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

› Grandes capitalisations

Travis Wood 403 290-5102
Adjoint: Logan Fisher 403 441-0933
Adjoint: Andrew Nguyen 403 290-5445

Pipelines, services publics et infrastructures

Patrick Kenny 403 290-5451
Adjointe: Amber Brown 403 290-5624
Adjoint: Zach Warnock 403 355-6643

Produits industriels

Maxim Sytchev 416 869-6517
Adjointe: Alizeh Haider 416 869-7937
Adjoint: Troy Sun 416 869-6754

Santé et biotechnologie

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

Services financiers diversifiés

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

Services industriels diversifiés

Greg Colman 416 869-6775
Adjoint: Michael Storry-Robertson 416 507-8007

Situations spéciales

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

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

Technologie

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

Technologies propres et développement durable

Rupert Merer 416 869-8008
Adjoint: Hassaan Khan 416 869-7538
Adjoint: Adnan Waheed 416 869-6763

Télécommunications et médias

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

Transport et produits industriels

Cameron Doerksen 514 879-2579
Adjoint: Albert Matousek 514 390-7825

Administration

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

Tanya Bouchard 416 869-7934
Analyste superviseure

Publications

Vanda Bright 416 869-7141
Directrice

Wayne Chau 416 869-7140
Associé publications

Renseignements

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

Table des matières

Points saillants	04
L'économie	06
Taux d'intérêt et marché obligataire	18
Marché boursier et stratégie de portefeuille	24
Analyse technique	31
Analyse sectorielle	38
› Liste de sélections FBN	39
› Glossaire des tableaux des analystes	40
› Recommandations des analystes	41
› Liste alphabétique des sociétés	71

Points saillants



Stéphane Marion

Économiste et stratège en chef
514 879-3781

Économie

- Le 9 novembre dernier, Pfizer/BioNTech a rendu publics les résultats préliminaires des essais cliniques de phase trois de son vaccin contre la COVID-19. Selon le partenariat, le prototype démontrait une efficacité de plus de 90% pour prévenir les infections au nouveau coronavirus. Des annonces similaires ont ensuite été faites par le groupe Moderna ainsi que par le partenariat formé d'AstraZeneca et de l'université d'Oxford. Sans surprise, ces nouvelles ont été très bien accueillies sur les marchés internationaux. L'arrivée prochaine de vaccins a certes contribué à raviver l'optimisme, mais force est d'admettre que le positivisme était déjà bien installé même avant l'annonce de Pfizer/BioNTech. Et pour cause. Les mesures de stimulation budgétaires adoptées par nombre de pays pour atténuer les effets de la crise, jumelées à des politiques monétaires extrêmement accommodantes, avaient déjà permis un rebond spectaculaire de la croissance au troisième trimestre de l'année. Malgré une diminution des incertitudes à moyen et long terme, les perspectives plus immédiates demeurent préoccupantes. Le nombre de nouveaux cas de COVID-19 reste à des niveaux très élevés aux États-Unis et en Europe, ce qui pèsera très certainement sur la croissance d'ici à ce que des vaccins deviennent plus largement disponibles. Des inquiétudes demeurent aussi en ce qui a trait à la prolongation du soutien budgétaire dans certaines économies développées. Considérant l'arrivée plus rapide que prévu de vaccins contre la COVID-19, nous avons décidé de relever notre prévision de croissance mondiale pour 2021 de 5.2% à 5.4%. Nos attentes pour une contraction de 3.9% en 2020 restent inchangées.
- Malgré une situation épidémiologique fort préoccupante, il semble enfin y avoir une lueur au bout du tunnel pour l'économie américaine. D'abord, les États-Unis devraient être parmi les premiers pays à recevoir des doses de vaccin, ce qui devrait leur permettre d'atteindre assez rapidement un niveau d'immunité compatible avec une reprise plus complète des activités économiques. D'ici là, cependant, la vigueur de la reprise restera dépendante de l'aide budgétaire de Washington. Les nouvelles de ce côté sont également encourageantes. Après des mois de tergiversations, une proposition budgétaire a finalement été avancée par un groupe de sénateurs des deux partis. L'entente prévoit une injection de US\$908 milliards. Cependant, même dans le meilleur scénario, les nouvelles mesures pourraient ne pas être entérinées avant l'investiture de Joe Biden le 20 janvier. Il faudra donc vraisemblablement attendre la fin du T1 2021 au moins avant de voir les effets positifs associés à l'arrivée du vaccin et à une possible aide en provenance de Washington. D'ici là, nous restons très prudents quant aux perspectives de croissance à court terme étant donné la flambée de cas de COVID chez nos voisins du sud. Tout compte fait, nous nous attendons à ce que la croissance s'établisse à environ 4.9% en rythme annualisé au T4, mettant le point final à une année au cours de laquelle le PIB réel

pourrait s'être contracté de 3.5% dans l'ensemble. La croissance devrait ralentir significativement au T1 avant de s'accélérer progressivement au cours de l'année. Nous prévoyons désormais une expansion de 3.8% en 2021 (3.2% préalablement).

- Les données des comptes économiques pour le troisième trimestre divulguées par Statistique Canada du début de septembre étaient attendues avec impatience. À première vue, le rebond du produit intérieur brut réel de 40.5% en rythme annuel était décevant dans la mesure où les données mensuelles par secteur laissaient anticiper un rebond plus solide. Mais, cette croissance trimestrielle record reste nettement supérieure aux prévisions d'il y a à peine quelques mois. En d'autres termes, la reprise a été impressionnante, le manque à gagner au T3 pour revenir au niveau d'activité du T4 2019 étant comparable à celui des autres pays du G7. Le moment de la réception des doses de vaccin demeure certes incertain, mais le gouvernement estime que les commandes passées à Moderna et Pfizer/BioNTech permettraient de vacciner 3 millions de Canadiens d'ici le mois de mars. À titre d'illustration, ce nombre est presque suffisant pour vacciner l'ensemble du personnel dans le secteur de la santé et des établissements de soins de longue durée (1,7 million) ainsi que les personnes de plus de 80 ans (1,7 million). Sécuriser le système de santé et protéger le groupe d'âge qui représente plus de 70% des décès constituerait déjà un progrès majeur. Il n'en demeure pas moins que d'ici là, il y a un risque que le virus provoque d'autres fermetures régionales et sectorielles qui pourraient freiner la croissance économique des prochains mois. Le quatrième trimestre n'est pas à risque en raison du solide point de départ en septembre. L'explosion des cas de COVID-19 des dernières semaines pourrait freiner la reprise dans les prochains mois en raison de mesures sanitaires plus strictes, mais nous avons la conviction que les ingrédients sont en place pour une relance durable par la suite. Le vaccin permet d'espérer que les secteurs en difficulté prennent du mieux en deuxième moitié d'année. Quant à lui, l'Énoncé économique de l'automne du gouvernement fédéral a démontré une ferme volonté de soutenir vigoureusement l'économie même au-delà du vaccin. Tout bien compté, nous maintenons notre scénario de croissance presque inchangé ce mois-ci, le PIB affichant un recul de 5.6% cette année et rebondissant de 4.3% l'an prochain.

Taux d'intérêt et devise

- Comme nos collègues du groupe Économie et Stratégie l'ont maintes fois souligné, le revenu des ménages ne concorde pas avec la situation sous-jacente de l'emploi ni avec aucune statistique économique plus ésotérique. Les salaires et traitements ont été dopés par les programmes de remplacement du revenu extraordinaires des gouvernements, ce qui est crucial, dotant les ménages de ce que nous considérons comme un revenu et une épargne suffisants pour les soutenir jusqu'au déploiement généralisé d'un vaccin... après quoi l'esprit animal latent profondément enfoui dans la poitrine des consommateurs nouvellement immunisés pourrait prendre le relais.
- Les tensions inflationnistes semblent destinées à monter, l'équilibre des risques penchant du côté d'une hausse dans notre estimation, ce qui est crucial pour les marchés obligataires. Alors que notre prévision de reprise économique croise une tendance à la hausse du taux de chômage non inflationniste (reflet d'une destruction des capacités de production), il pourrait bien en découler un retour plus précoce que prévu au taux d'inflation de base de 2% aux États-Unis, du moins par rapport au dernier sommaire des projections de la Fed.

Points saillants

- › Qu'implique cette description générale pour le Canada? À première vue, il y a des raisons de douter que l'ampleur des ajustements à la hausse des taux d'intérêts canadiens, comparativement à ceux au sud de la frontière, seront comme par le passé significativement moindre dans un contexte d'un réajustement à la hausse de la structure des taux en Amérique du Nord. Pour être clairs, nous ne voulons pas laisser entendre que les taux canadiens augmenteront plus vite et que les écarts entre taux longs et courts augmenteront plus rapidement au Canada que ce à quoi nous assisterons pour les obligations du Trésor américain. Nous pensons plutôt qu'en termes de rendements totaux générés par les obligations gouvernementales, une surperformance significative du marché canadien sera plus compliquée à réaliser, alors que la courbe canadienne n'est pas à l'abri des pressions haussières qui se dessine à l'horizon.
- › Pour ceux qui s'inquiéteraient de l'apparent désir d'une réduction progressive des achats d'obligations de la BdC dans le cadre de son programme d'assouplissement quantitatif (AQ), songez que malgré la baisse récente des achats hebdomadaires de la Banque, son programme d'AQ demeure beaucoup plus important en terme relatif que celui administré par la Fed aux États-Unis. Cela restera sans doute encore le cas quand la BdC fera éventuellement connaître son prochain ajustement de l'AQ. Pour nous, celui-ci consistera en un ralentissement de \$4 milliards à \$3 milliards par semaine, probablement au début de l'an prochain. À moins d'un tel changement, la part des titres en circulation détenue par la BdC risque de se rapprocher toujours plus des niveaux jugés problématiques par le gouverneur de la Banque lui-même.
- › Le huard continue de prendre de la vigueur, dynamisé par de meilleures perspectives de croissance de l'économie mondiale et une meilleure tenue des prix des matières premières, ce qui améliorera les termes de l'échange pour le Canada. En outre, Ottawa a promis des mesures de stimulation budgétaires supplémentaires pour combattre le virus de la COVID et assurer une expansion économique durable et soutenable. Bien que les tergiversations de l'OPEP+ concernant les quotas de production de pétrole puissent ajouter une dose de volatilité à court terme aux prix du brut, nous gardons confiance dans notre cible pour 2021 de \$CA1.25 par 1 USD.

Répartition des actifs et marché boursier

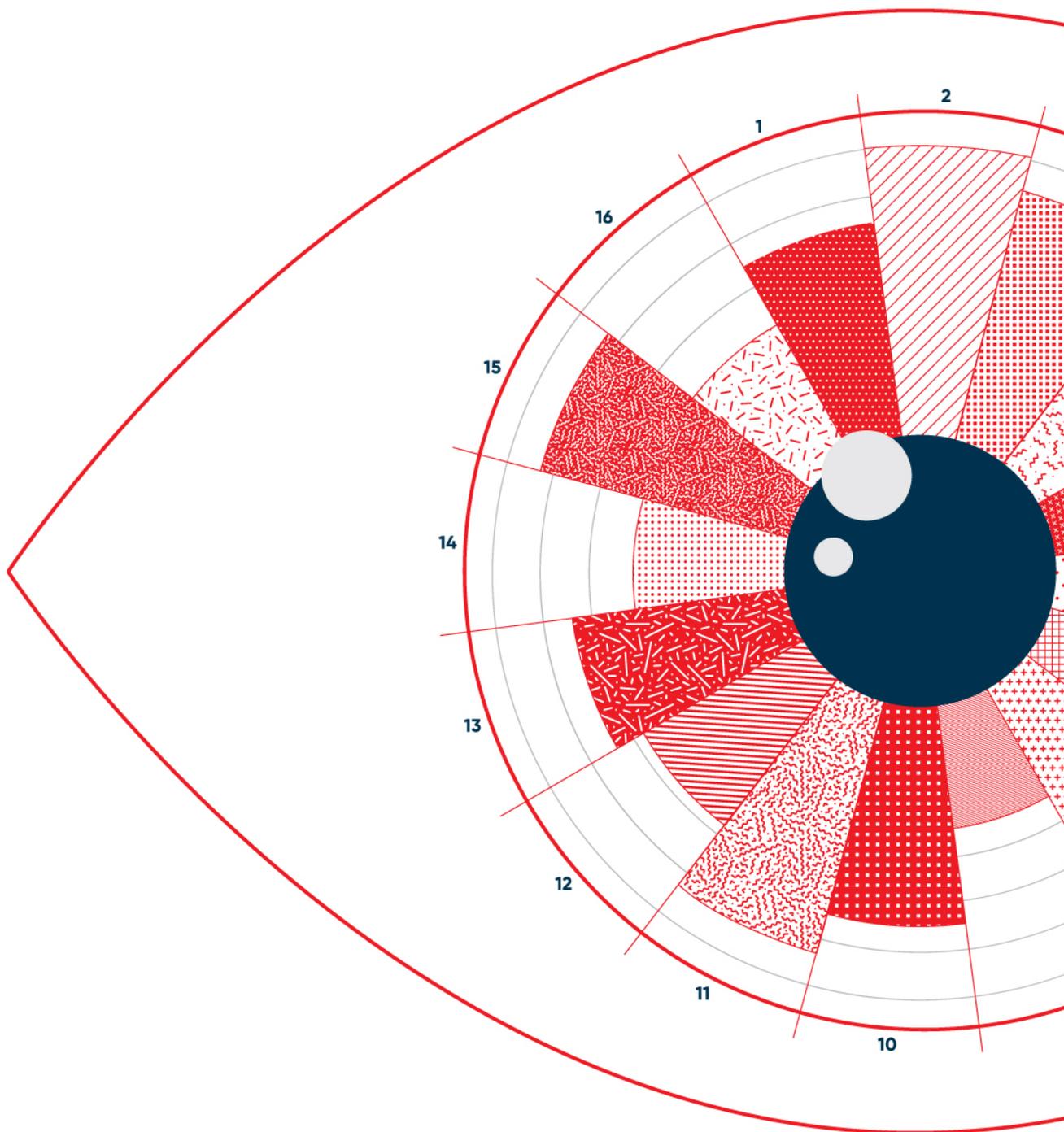
- › Les actions mondiales ont enregistré leur meilleur mois de tous les temps en novembre. L'indice MSCI Monde (tous pays) a bondi de 11.3% pour atteindre un nouveau record. L'enthousiasme des investisseurs est nourri par les bonnes nouvelles concernant les vaccins et les perspectives d'une aide budgétaire adoptée par les deux partis du Congrès aux États-Unis qui pourrait atteindre les US\$900 milliards.
- › Les sociétés cotées en bourse ont fait état d'une forte amélioration des bénéfices par action ces derniers mois avec une saine dose de révisions à la hausse pour l'année à venir. Au cours du seul dernier mois, les BPA ont été révisés de 1% à l'échelle mondiale, entraînés par une hausse de 1.6% des marchés émergents.
- › Au moment de rédiger ces notes, l'indice S&P/TSX est en hausse de 8.7% au T4, performance qui a poussé le rendement depuis le début de l'année en zone positive (+2.7%) pour la première fois depuis que la pandémie a commencé. L'énergie et les banques, deux secteurs poids lourds de l'indice S&P/TSX, ont déjà progressé au rythme étonnant de 19.8% et 1.6% respectivement, depuis le début du T4.
- › Nous avons dit le mois dernier que nous étions prêts à redéployer davantage de nos liquidités excédentaires en fonction de l'évolution des politiques (comprendre, des mesures de stimulation budgétaires américaines) et de l'évolution de l'homologation de vaccins par les autorités sanitaires. La bonne nouvelle sur les deux fronts, avec l'engagement continu des plus grandes banques centrales du monde à assurer une ample provision de liquidités dans un avenir prévisible, a rehaussé notre optimisme pour la croissance en 2021. Par conséquent, nous réduisons notre surcroît de liquidités une deuxième fois en deux mois en ajoutant 2% aux marchés émergents. Après un changement similaire le mois passé, nous augmentons notre pondération de nouveau en faveur des actions canadiennes (+2%) mais cette fois-ci en réduisant notre exposition aux actions américaines. Ce changement reflète nos vues sur les devises et notre conviction selon laquelle la rotation sectorielle en faveur des actions de valeur par rapport aux actions de croissance se poursuivra, ce qui favorise habituellement les actions canadiennes.

Rotation sectorielle FBN

Secteurs du S&P/TSX	Pondération*	Recommandation	Variation
Énergie	11.9	Équipondérer	
Matériaux	13.6	Équipondérer	
Industrie	12.1	Équipondérer	
Consommation discrétionnaire	3.8	Équipondérer	
Consommation de base	3.9	Équipondérer	
Santé	1.2	Équipondérer	
Finance	30.4	Surpondérer	
Technologies de l'information	9.8	Sous-pondérer	
Services de télécommunications	5.1	Équipondérer	
Services publics	5.0	Équipondérer	
Immobilier	3.2	Sous-pondérer	
Total	100		

* Au 04 Décembre 2020

L'économie



L'économie



Matthieu Arseneau
Chef économiste adjoint
514 879-2252



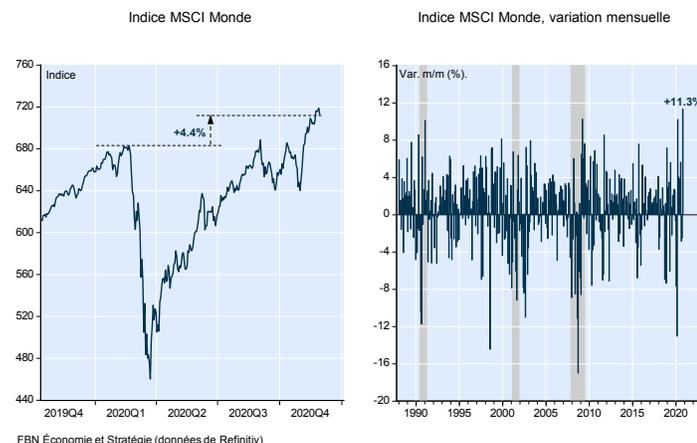
Jocelyn Paquet
Économiste
514 412-3693

Monde : L'arrivée prochaine de vaccins ravive l'espoir

Le 9 novembre dernier, Pfizer/BioNTech a rendu publics les résultats préliminaires des essais cliniques de phase trois de son vaccin contre la COVID-19. Selon le partenariat, le prototype démontrait une efficacité de plus de 90% pour prévenir les infections au nouveau coronavirus. Des annonces similaires ont ensuite été faites par le groupe Moderna ainsi que par le partenariat formé d'AstraZeneca et de l'université d'Oxford. L'approbation de ces vaccins par les autorités sanitaires mondiales semble maintenant n'être plus qu'une formalité, si bien que les premières inoculations pourraient avoir lieu avant la fin de l'année dans certains pays (le Royaume-Uni, les États-Unis et l'Allemagne semblent être les premiers pays en lice).

Sans surprise, ces nouvelles ont été très bien accueillies sur les marchés internationaux. L'indice MSCI Monde a connu le meilleur mois de son histoire en novembre et dépasse maintenant son niveau d'avant la crise d'environ 4,4%.

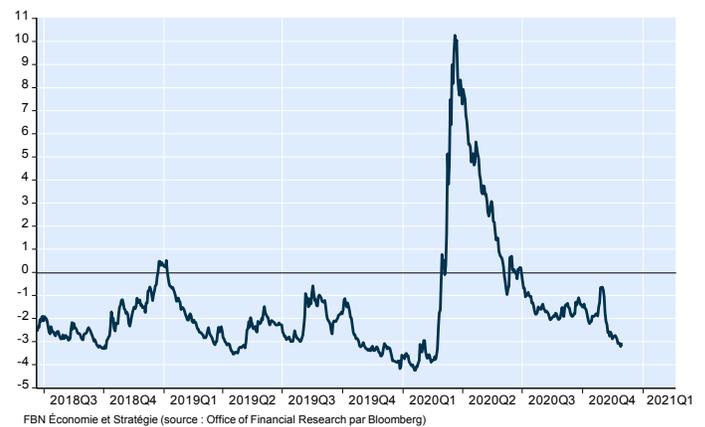
Monde : Les marchés se réjouissent de l'arrivée prochaine de vaccins



La hausse des cours boursiers, combinée à une baisse de la volatilité et à un assouplissement des conditions de crédit, s'est traduite par une diminution marquée du stress financier sur la scène internationale, ce qui est de bon augure pour la poursuite de la reprise économique.

Monde : Les conditions du marché de retour à leur niveau d'avant la crise

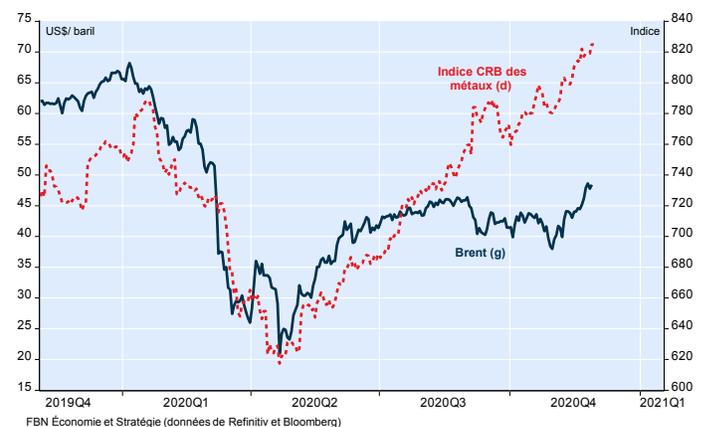
Indice de stress financier mondial OFR



Le prix des matières premières, quant à lui, a grimpé, les participants du marché s'attendant à voir le niveau d'activité économique mondial augmenter suite aux campagnes de vaccination.

Monde : Les vaccins soutiennent le prix des matières premières...

Indice CRB du prix des métaux et prix du pétrole Brent

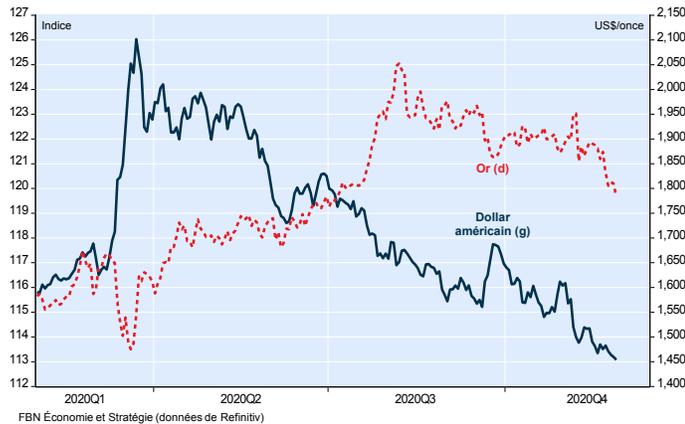


Si les actifs à risque sont à l'honneur, la situation est tout autre du côté des « valeurs refuges ». L'or semble avoir inversé une tendance haussière vieille de près de deux ans, en baisse d'environ 10% depuis le sommet du mois d'août dernier. Quant au billet vert, il a poursuivi sa dégringolade en novembre, ce qui est une bonne nouvelle pour les emprunteurs internationaux dont la dette est souvent libellée en dollars américains.

L'économie

...mais ébranle les valeurs refuges

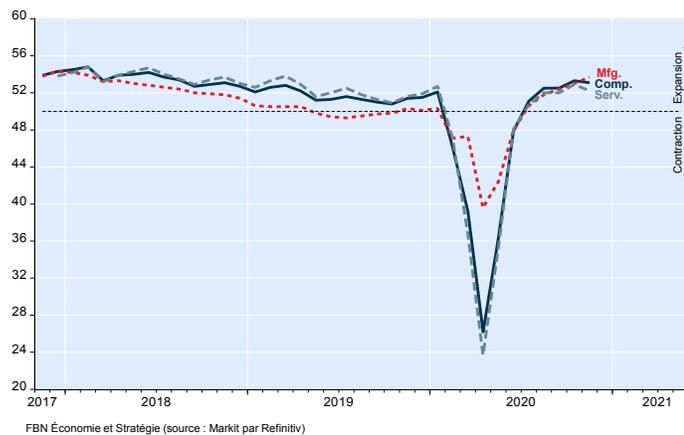
Dollar américain pondéré en fonction des échanges et prix de l'or



L'arrivée prochaine de vaccins a certes contribué à raviver l'optimisme, mais force est d'admettre que le positivisme était déjà bien installé même avant l'annonce de Pfizer/BioNTech. Et pour cause. Les mesures de stimulation budgétaires adoptées par nombre de pays pour atténuer les effets de la crise, jumelées à des politiques monétaires extrêmement accommodantes, avaient déjà permis un rebond spectaculaire de la croissance au troisième trimestre de l'année. Et, à en juger par les plus récentes données de Markit, l'expansion du secteur privé semble se poursuivre au T4. L'indice PMI composite mondial publié par la société de recherche est resté confortablement au-dessus du seuil de 50 en novembre, et ce, pour un cinquième mois consécutif.

Monde : Amélioration soutenue des conditions dans le secteur privé

Indice PMI JPMorgan composite mondial, dernière observation : novembre 2020



La reprise dans le secteur manufacturier est particulièrement impressionnante. Cela s'explique en grande partie par le comportement inhabituel des consommateurs dans la crise actuelle. Dans une récession « normale », les ménages ont tendance à réduire plus leur consommation de biens que leur consommation de services. Cependant, dans le contexte présent, c'est le secteur des services qui a, dans de nombreux cas, souffert le plus des mesures de confinement, laissant une part plus importante à la consommation

de biens. Cette anomalie a sans aucun doute contribué au rebond rapide de la production manufacturière, particulièrement dans un contexte où certains ménages (surtout dans les économies avancées) ont vu leur revenu disponible augmenter pendant la crise grâce aux généreux programmes offerts par les gouvernements.

Ce modèle de dépenses constitue aussi une nouvelle positive pour les économies dépendantes des exportations. Comme le suggèrent les données publiées par le CPB, le volume du commerce mondial s'était complètement remis du choc de la pandémie en septembre. Il n'aura donc fallu que 7 mois pour que les échanges commerciaux se rétablissent, un délai quatre fois moins important que celui enregistré durant la crise financière de 2008-2009 (29 mois).

Monde : Le commerce international efface les pertes liées à la pandémie

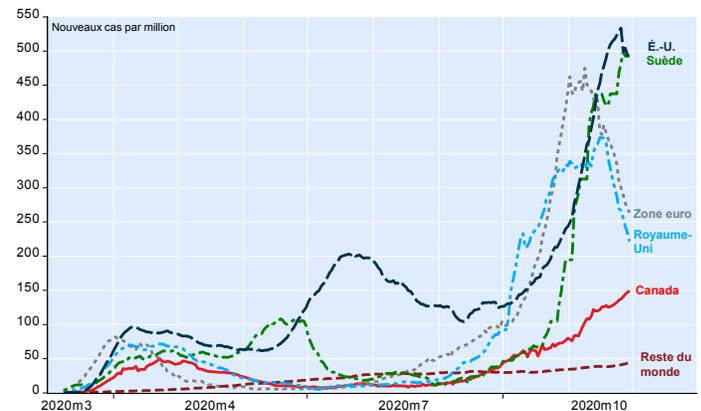
Volume d'échanges depuis le début de la récession. Derrière observation pour 2020 : Septembre



Malgré une diminution des incertitudes à moyen et long terme, les perspectives plus immédiates demeurent préoccupantes. Le nombre de nouveaux cas de COVID-19 reste à des niveaux très élevés aux États-Unis et en Europe, ce qui pèsera très certainement sur la croissance d'ici à ce que des vaccins deviennent plus largement disponibles. Une nouvelle contraction du PIB semble même inévitable dans la zone euro au dernier trimestre de l'année.

Monde : Les cas de COVID toujours très élevés dans les pays avancés

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



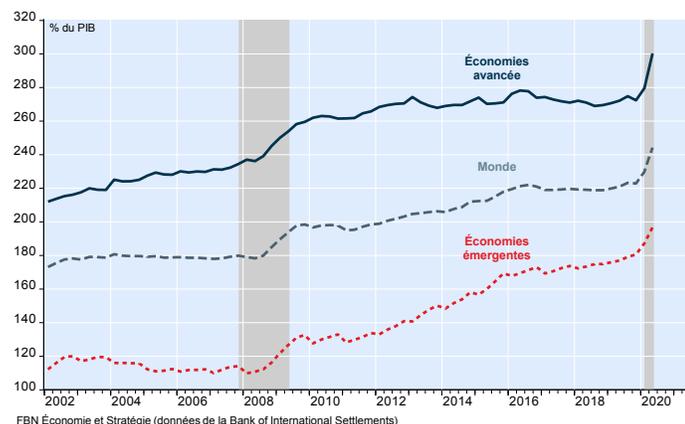
L'économie

Des inquiétudes demeurent aussi en ce qui a trait à la prolongation du soutien budgétaire dans certaines économies développées. Alors que de nouvelles mesures d'aide et de relance se profilent maintenant à l'horizon aux États-Unis (voir la section États-Unis plus loin), il semble que le plan de relance européen se heurte à des obstacles majeurs. Rappelons qu'en mai, les autorités de l'Union européenne avaient annoncé une enveloppe de €750 milliards destinée à financer les efforts de relance des pays membres. Dans l'espoir de ralentir ou d'inverser la tendance à l'illibéralisme dans certains États membres, les négociateurs de l'UE et du Parlement européen ont convenu de lier l'accès à ces fonds au respect de certains principes de droit, notamment l'indépendance du pouvoir judiciaire. L'opposition de la Pologne et de la Hongrie à ces conditions pourrait bien retarder le déblocage des fonds et ralentir la relance économique en Europe.

À plus long terme, les efforts consentis par les autorités budgétaires et monétaires devraient permettre une reprise convaincante en 2021, mais cela n'ira pas sans conséquence. Au contraire, les déficits gouvernementaux béants et les vastes programmes de prêts aux entreprises mis en place au plus fort de la crise entraîneront une augmentation très importante de la dette mondiale totale (du secteur public, des entreprises et des ménages). Les autorités gouvernementales ont veillé à ce qu'il ne manque pas de liquidités durant cette crise, mais des problèmes de solvabilité de certains emprunteurs pourraient tout de même faire surface en 2021. Même dans un environnement à taux d'intérêt bas, le surendettement aura pour effet de limiter les investissements futurs et donc de réduire le potentiel de croissance à bien des endroits sur la planète. La vigueur de la reprise actuelle sera donc probablement partiellement compensée par une croissance à long terme plus faible.

Monde : La crise laissera des marques

Crédit total au secteur non financier en pourcentage du PIB. Dernière observation: 2020Q2



FBN Économie et Stratégie (données de la Bank of International Settlements)

Considérant l'arrivée plus rapide que prévu de vaccins contre la COVID-19, nous avons décidé de relever notre prévision de croissance mondiale pour 2021 de 5.2% à 5.4%. Nos attentes pour une contraction de 3.9% en 2020 restent inchangées.

Perspectives mondiales

	2019	2020	2021
Économies avancées	1.7	-5.4	4.1
États-Unis	2.2	-3.5	3.8
Zone euro	1.3	-7.8	4.7
Japon	0.7	-5.5	3.0
Royaume-Uni	1.5	-11.0	4.7
Canada	1.7	-5.6	4.3
Australie	1.8	-3.8	2.9
Corée du Sud	2.0	-1.2	3.3
Économies émergentes	3.7	-2.7	6.4
Chine	6.1	2.0	8.2
Inde	4.2	-10.0	10.2
Mexique	-0.3	-9.2	3.7
Brésil	1.1	-6.0	3.2
Russie	1.3	-4.2	3.1
Monde	2.8	-3.9	5.4

FBN Économie et Stratégie (données FBN et Consensus Economics)

États-Unis : La lumière au bout d'un long tunnel?

Malgré une situation épidémiologique fort préoccupante, il semble enfin y avoir une lueur au bout du tunnel pour l'économie américaine. D'abord, les États-Unis devraient être parmi les premiers pays à recevoir des doses de vaccin, ce qui devrait leur permettre d'atteindre assez rapidement un niveau d'immunité compatible avec une reprise plus complète des activités économiques (Au T2 2021?).

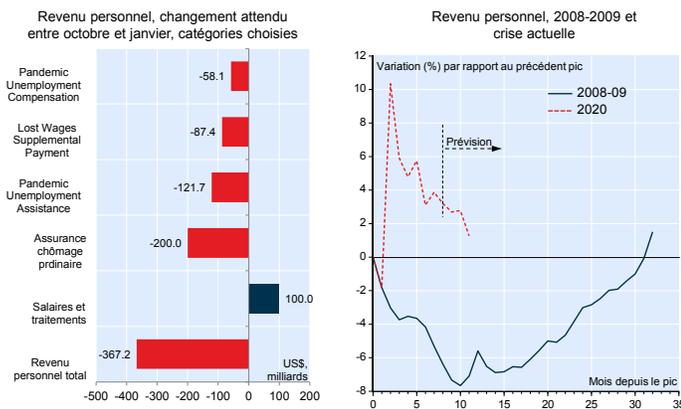
D'ici là, cependant, la vigueur de la reprise restera dépendante de l'aide budgétaire de Washington. Les nouvelles de ce côté sont également encourageantes. Après des mois de tergiversations, une proposition budgétaire a finalement été avancée par un groupe de sénateurs des deux partis. L'entente prévoit une injection de US\$908 milliards. Bien que ce montant se situe en deçà de ce qui était attendu il y a seulement quelques semaines, l'entente comprend tout de même US\$180 milliards pour de nouvelles bonifications à l'assurance chômage, US\$288 milliards en aide aux petites entreprises et US\$160 milliards pour les États et les administrations locales. Reste à savoir si ce plan peut obtenir l'approbation de la Chambre des Représentants et de la Maison-Blanche. En tout cas, le simple fait que des républicains aient pu trouver un terrain d'entente avec des démocrates au Sénat est prometteur.

Cependant, même dans le meilleur scénario, les nouvelles mesures pourraient ne pas être entérinées avant l'investiture de Joe Biden le 20 janvier, mais cela ne devrait pas poser trop de problèmes aux consommateurs américains. Du moins c'est ce que laissent penser les données sur le revenu personnel publiées par le Bureau of Economic Analysis. En octobre, le revenu personnel totalisait \$19,725.9 milliards aux États-Unis en termes annualisés. Sur cette somme, \$236.9 milliards provenaient de programmes d'assurance-chômage mis en place au début de la crise (*Pandemic Unemployment Assistance, Pandemic Emergency Unemployment Compensation et*

L'économie

Lost Wages Supplemental Payments). L'expiration de ces programmes prévue pour la fin de 2020, combinée à une nouvelle baisse des paiements d'assurance-chômage ordinaire, pourrait entraîner une perte de revenu d'environ \$470 milliards de dollars d'ici la fin janvier. Bien entendu, ces pertes devraient être partiellement compensées par une augmentation des salaires (de l'ordre de \$100 milliards selon nos estimations). Le revenu personnel total pourrait ainsi diminuer de \$367 milliards d'ici la fin janvier, mais serait toujours en hausse de 2.0% sur 12 mois. Bien qu'il ne s'agisse pas d'un gain remarquable par rapport aux normes historiques, cela serait tout de même de loin supérieur à la baisse de 7.7% du sommet au creux enregistrée lors de la récession de 2008-2009.

L'aide budgétaire peut-elle attendre janvier aux États-Unis?



FBN Économie et Stratégie (source : BEA par Refinitiv)

De plus, ce chiffre ne tient pas compte de l'épargne considérable accumulée au cours des derniers mois. Celle-ci pourrait s'élever à près de \$1.4 trillion, soit d'environ 6.5% du PIB. Sur la base de cette analyse, nous pensons que les consommateurs américains seront en mesure de maintenir un niveau de dépenses honorable jusqu'à ce qu'à l'entrée en fonction du nouveau président. Dans l'éventualité où un nouveau programme d'aide serait paraphé, l'effort budgétaire consenti depuis le début de la pandémie pourrait même aider à soutenir les dépenses des ménages au deuxième semestre, surtout dans un contexte où les craintes liées à la COVID-19 pourraient s'être dissipées.

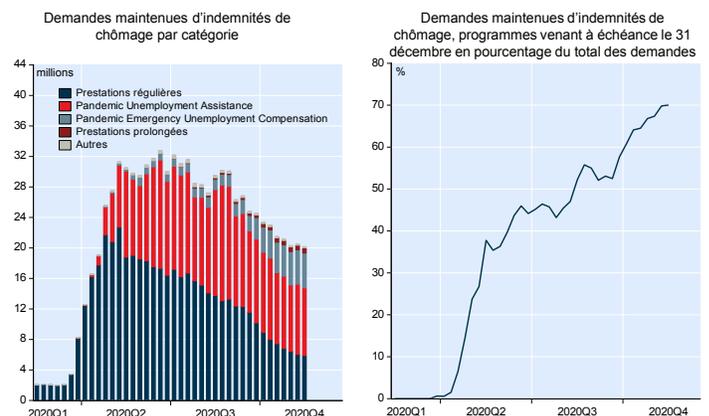
Sans un nouvel effort budgétaire, toutefois, l'épargne excédentaire pourrait être insuffisante compte tenu du nombre très élevé de personnes dont les revenus dépendent toujours de Washington. Il est vrai que les indemnités de chômage maintenues continuent de diminuer aux États-Unis, mais cette baisse ne signifie pas nécessairement que la situation s'améliore rapidement sur le marché du travail. Rappelons que la durée de versement des prestations de chômage varie d'un État à un autre. La majorité offre 26 semaines de prestations, mais la Caroline du Nord détient le record de la plus courte durée, soit 12 semaines, et le Montana, la plus longue, avec 28 semaines. La baisse des demandes d'indemnités « ordinaires » pourrait donc refléter en partie le retrait des chômeurs qui ont épuisé leurs droits. Selon les données du Department of Labor, ces personnes semblent maintenant se tourner vers les programmes d'assurance-emploi d'urgence qui ont été mis en place au début de la crise.

	14 novembre	1 novembre	Chg. 14 jours	Il y a 12 mois
Assurance chômage ordinaire	5890.2	6452.0	-561.8	1457.8
Pandemic Unemployment Assistance	8869.5	8681.6	187.9	0.0
Pandemic Emergency Unemployment Compensation	4569.0	4376.8	192.2	0.0
Prestations bonifiées	681.1	633.9	47.2	0.0
Autres	153.7	172.5	-18.9	30.0
Total	20163.5	20316.9	-153.5	1487.8

FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Notez que près de 15 millions d'Américains, soit 70% du total ayant reçu un versement d'assurance chômage dans la semaine terminée le 14 novembre, étaient inscrits à des programmes qui doivent expirer le 31 décembre. Ceux-ci pourraient voir leur revenu chuter fortement sans une prolongation des bonifications des prestations de chômage.

États-Unis : Le marché de l'emploi toujours dépendant de l'aide fédérale



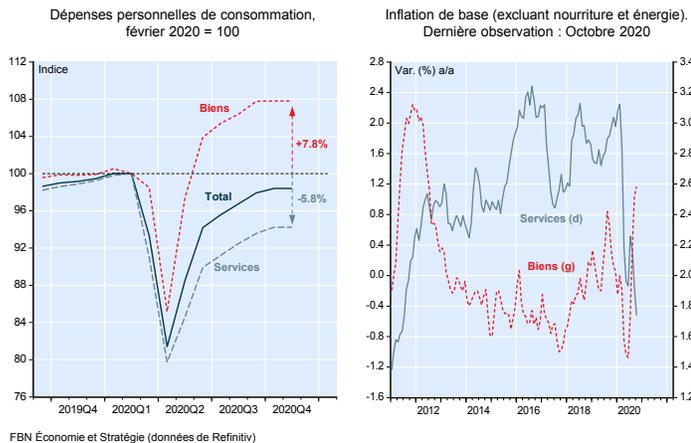
FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Un rebond solide de l'emploi pourrait certes aider à atténuer ce choc de revenu imminent. Malheureusement, l'importante résurgence de cas de COVID-19 aux États-Unis risque de limiter les gains pour quelques mois. La hausse décevante des effectifs salariés non agricoles en novembre donnait déjà un avant-goût de ce qui nous attend dans les prochains mois.

Il faudra donc vraisemblablement attendre la fin du T1 2021 au moins avant de voir les effets positifs associés à l'arrivée du vaccin et à une possible aide en provenance de Washington. D'ici là, nous restons très prudents quant aux perspectives de croissance à court terme. Tant que la pandémie ne sera pas maîtrisée, le rebond de l'économie demeurera incomplet et caractérisé par une performance du secteur des biens supérieure à celle du secteur des services, ce dernier étant plus affecté par les mesures de distanciation sociale. Le transfert des dépenses de consommation vers le secteur des biens aura aussi un impact sur l'inflation. Déjà en octobre, l'indice des prix de base dans le segment des biens affichait sa plus forte croissance depuis 2012, alors que le prix des services enregistrait sa plus faible progression en plus de 9 ans.

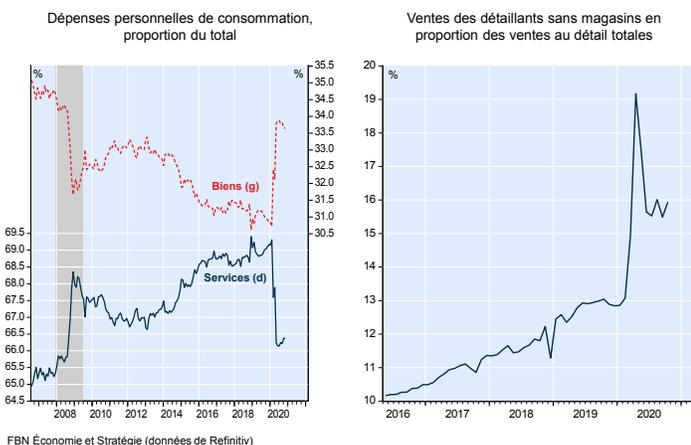
L'économie

États-Unis : Une reprise inégale



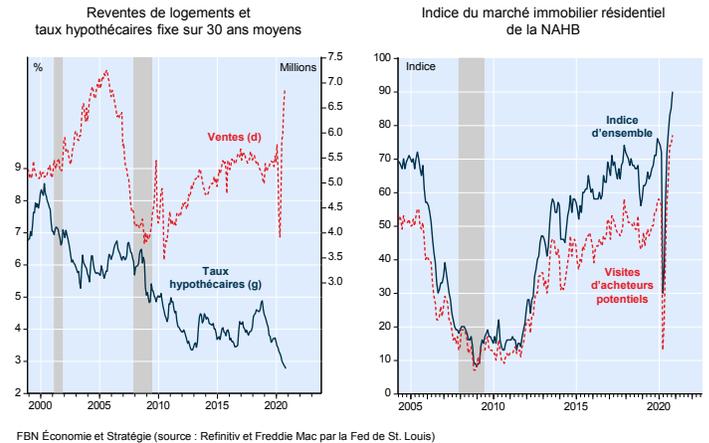
Non seulement les consommateurs consacrent une plus grande proportion de leurs dépenses aux biens, mais la manière dont leurs achats sont réalisés a aussi été chamboulée par la pandémie comme en témoignent les statistiques des ventes au détail. En effet, la proportion des ventes totales réalisées par des détaillants sans magasin (en ligne) a augmenté d'environ 3 points de pourcentage depuis le début de la crise, hausse qui ne sera probablement pas complètement inversée une fois la situation revenue à la normale.

États-Unis : De nouvelles habitudes de consommation?



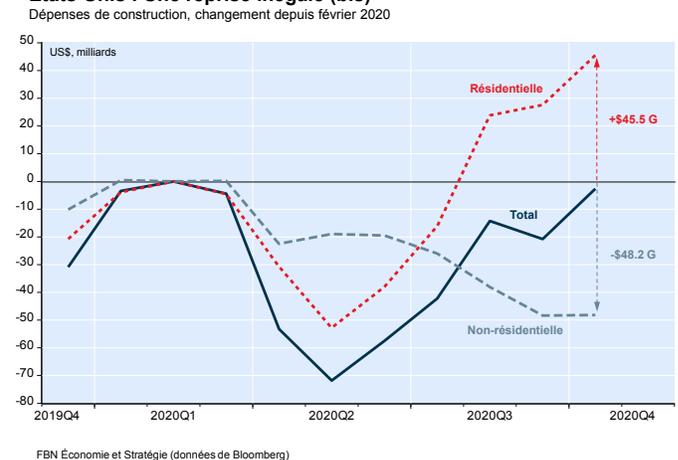
Le secteur immobilier tire aussi son épingle du jeu dans le contexte actuel. Les reventes de logements ont augmenté pour un cinquième mois de suite en octobre pour s'établir à 6,850K (rythme annualisé corrigé des effets saisonniers), du jamais vu depuis 15 ans. Et la demande ne semble pas vouloir tarir dans un contexte où les coûts d'emprunt atteignent un creux record. En effet, l'indice du marché de l'immobilier résidentiel de la NAHB a bondi à un sommet historique en novembre, les répondants signalant la plus forte affluence d'acheteurs potentiels à ce jour.

États-Unis : Le marché immobilier en effervescence



L'effervescence du marché immobilier devrait continuer de stimuler la construction résidentielle dans les prochains mois, ce qui compensera en partie la faiblesse du secteur non résidentiel.

États-Unis : Une reprise inégale (bis)



Tout compte fait, nous nous attendons à ce que la croissance s'établisse à environ 4.9% en rythme annualisé au T4, mettant le point final à une année au cours de laquelle le PIB réel pourrait s'être contracté de 3.5% dans l'ensemble. La croissance devrait ralentir significativement au T1 avant de s'accélérer progressivement au cours de l'année. Nous prévoyons désormais une expansion de 3.8% en 2021 (3.2% préalablement).

Canada : Les astres s'alignent enfin

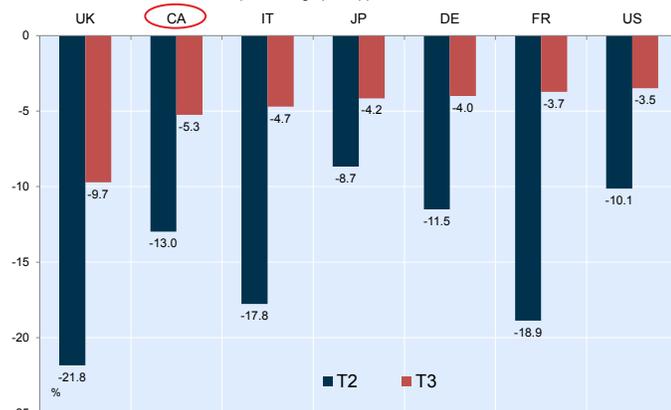
Les données des comptes économiques pour le troisième trimestre divulguées par Statistique Canada du début de septembre étaient attendues avec impatience. À première vue, le rebond du produit intérieur brut réel de 40.5% en rythme annuel était décevant dans la mesure où les données mensuelles par secteur laissaient anticiper un rebond plus solide. Mais, cette croissance trimestrielle record reste nettement supérieure aux prévisions d'il y a à peine quelques mois.

L'économie

En effet, en juillet, les économistes attendaient un gain annualisé de 31% seulement. En d'autres termes, la reprise a été impressionnante, le manque à gagner au T3 pour revenir au niveau d'activité du T4 2019 étant comparable à celui des autres pays du G7.

Canada : Un manque à gagner comparable à celui du reste du G7

Produit intérieur brut réel, variation en pourcentage par rapport au T4 2019

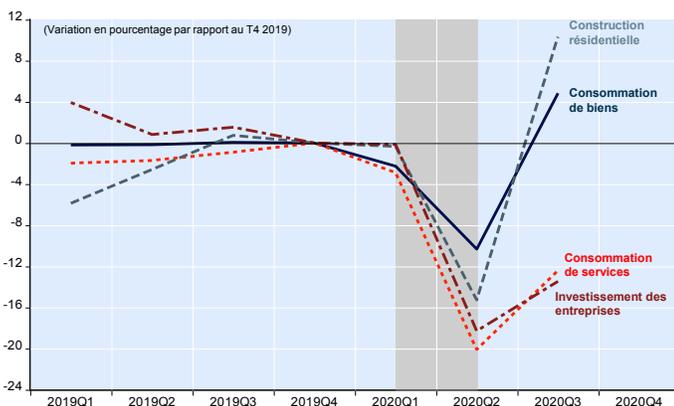


FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Comme nous l'avons souvent mentionné, le comportement des différentes composantes du PIB est très atypique dans cette récession et leur reprise a été très variable au T3. Le secteur de l'immobilier résidentiel a affiché un rebond spectaculaire pour atteindre un record. La construction neuve, la rénovation domiciliaire et l'activité dans la revente dépassent toutes leurs niveaux d'activité d'avant la récession. Quant aux investissements des entreprises, ils sont toujours inférieurs de 14% au niveau du T4 2019. Alors que la consommation de services continue de pâtir des mesures de distanciation sociale, les dépenses en biens de consommation ont inscrit des records au T3.

Canada : Une reprise très variable selon les composantes du PIB

Variation en pourcentage par rapport au niveau du T4 2019

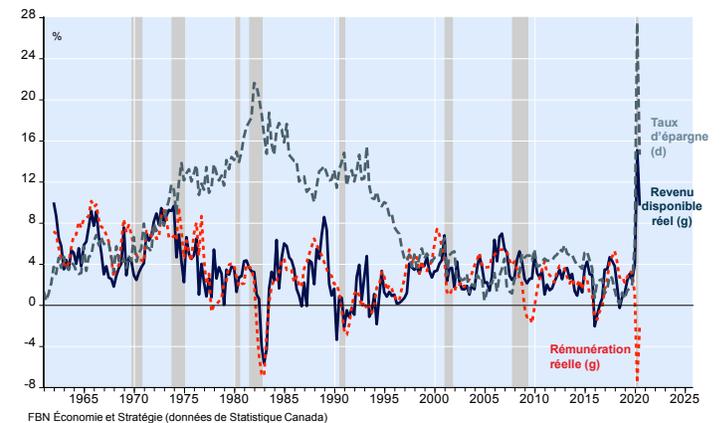


FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

La résilience des dépenses des ménages et du secteur de l'immobilier s'explique par le soutien généreux au revenu des ménages apporté par le gouvernement fédéral depuis le début de la crise. Au troisième trimestre, la rémunération réelle demeurait en baisse par rapport au même trimestre l'an passé, mais l'intervention gouvernementale a permis une hausse spectaculaire de 10% du revenu personnel disponible réel. Ce bond fait suite à une hausse extraordinaire de 15% au T2. La hausse du taux d'épargne a permis aux ménages d'accumuler au cours des 3 derniers trimestres un montant d'épargne excédentaire représentant 6.7% du PIB (\$151 milliards). Ce coussin confortable nous laisse croire que les ménages sont dans une position financière enviable permettant la poursuite de la relance économique.

Un soutien exceptionnel au revenu des ménages

Rémunération réelle (croissance a/a), revenu disponible réel (croissance a/a) et taux d'épargne

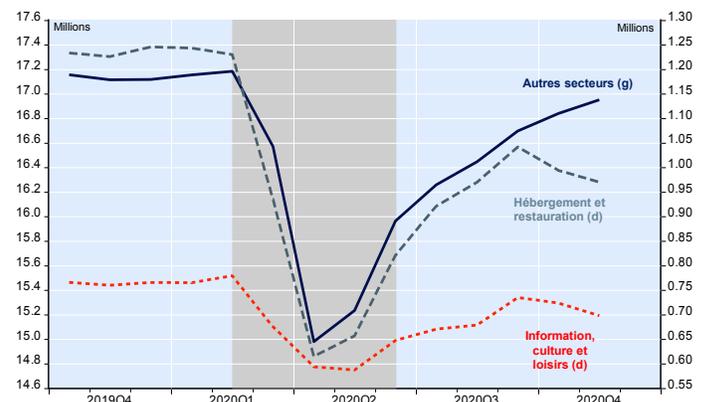


FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

Mais les ménages ne pourront pas indéfiniment compter sur l'intervention gouvernementale pour doper leurs revenus, ce qui signifie que la situation sur le marché du travail doit continuer de s'améliorer. À cet égard, le rapport sur l'emploi de novembre n'a pas déçu avec un gain de 62,000 emplois. Une telle performance a surpris les observateurs étant donné les restrictions sanitaires mises en place ces dernières semaines. Les licenciements dans les secteurs de l'information, de la culture et des loisirs ainsi que de l'hébergement et de la restauration ont été largement contrebalancés par les augmentations de l'emploi ailleurs.

Canada : Les gains des autres secteurs compensent jusqu'à maintenant

Emplois dans les secteurs hébergement/restauration, information/culture/loisirs et autres



FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

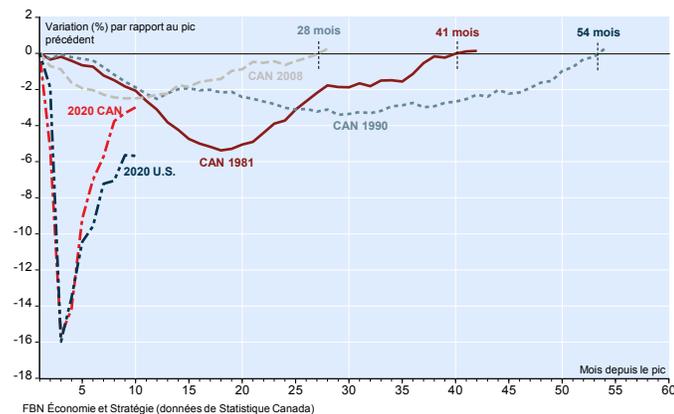
L'économie

Le Québec et l'Ontario ont réussi à engendrer des gains honorables de l'emploi. Cela dit, dans les Prairies, l'augmentation fulgurante du nombre de cas de COVID-19 a provoqué un arrêt brutal de la reprise. Toutes les trois provinces ont enregistré des diminutions de l'emploi dans plusieurs secteurs en novembre, et les nouvelles mesures de distanciation sociale mises en place depuis ne sont pas de bon augure pour les prochains mois.

Au niveau national, l'emploi était inférieur de 3% à son niveau de février, mais cela ne rend pas entièrement compte des dommages subis par le marché du travail. Il est important de souligner qu'une proportion considérable d'employés bénéficient encore indirectement de la subvention salariale d'urgence versée par le gouvernement fédéral. Au mois d'octobre, au moins 1.5 million de travailleurs étaient encore couverts par ce programme alors que le nombre de demandes continue de faire monter ce chiffre. Ce programme a été prolongé jusqu'en juin 2021 et on espère que les vaccins permettront aux entreprises de se passer de cette aide une fois qu'ils arriveront.

Canada : La reprise du marché du travail est loin d'être complète

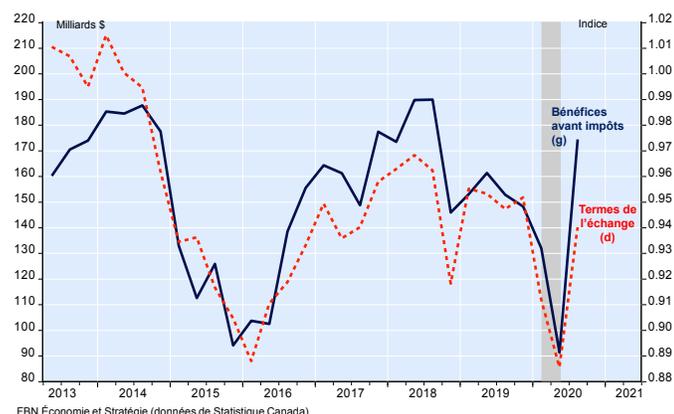
Pourcentage de variation de l'emploi par rapport au pic précédent



Pour l'instant, nous sommes encouragés par l'amélioration récente de la rentabilité des entreprises, une condition essentielle au redressement du marché du travail. Alors que les bénéfices avant impôt avaient touché un creux depuis la crise financière de 2008-2009 au deuxième trimestre, ils ont rebondi à leur plus haut niveau en deux ans au troisième trimestre. Ce progrès coïncide avec une amélioration notable des termes de l'échange.

Canada : Les bénéfices des sociétés au plus haut depuis deux ans

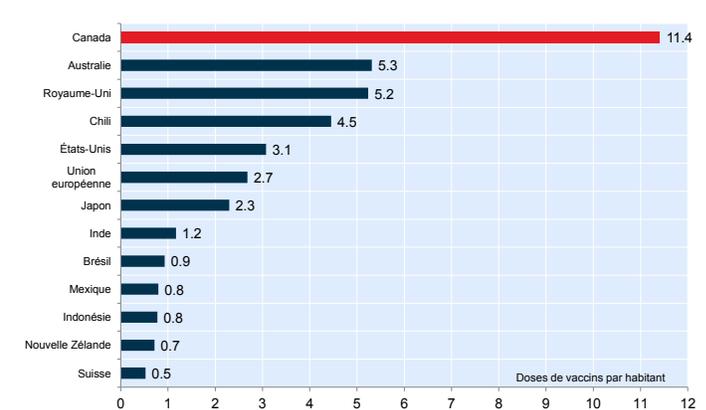
Bénéfices avant impôts et termes de l'échange



Devant cette rentabilité retrouvée combinée à l'arrivée de vaccins plus tôt que prévu, les dirigeants d'entreprises pourraient se montrer plus optimistes et réviser à la hausse leur plan d'embauche et d'investissement pour les mois à venir. Le Canada est un des pays qui se sont assurés d'obtenir le plus grand nombre de doses de divers laboratoires pharmaceutiques. Le moment de la réception de ces doses demeure certes incertain, mais le gouvernement estime que les commandes passées à Moderna et Pfizer/BioNTech permettraient de vacciner 3 millions de Canadiens d'ici le mois de mars. À titre d'illustration, ce nombre est presque suffisant pour vacciner l'ensemble du personnel dans le secteur de la santé et des établissements de soins de longue durée (1,7 million) ainsi que les personnes de plus de 80 ans (1,7 million). Sécuriser le système de santé et protéger le groupe d'âge qui représente plus de 70% des décès constituerait déjà un progrès majeur.

Monde : Le Canada s'est assuré d'obtenir un grand nombre de doses

Doses de vaccins contre la COVID-19 par habitant réservées par pays



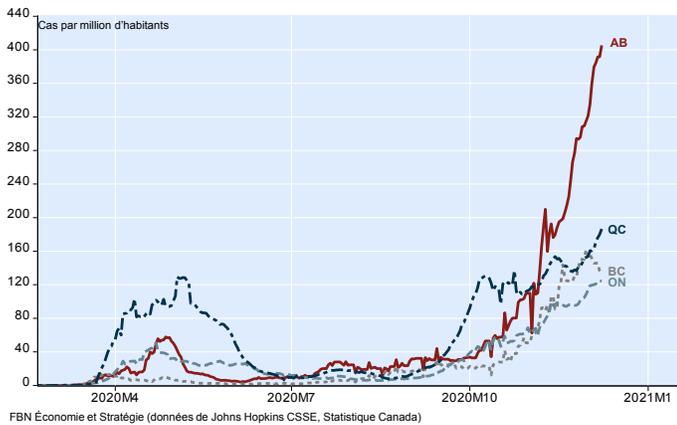
FBN Économie et Stratégie (données de Duke Global Health Innovation Center <https://launchandscalefaster.org/COVID-19>, Banque Mondiale, Organisation mondiale de la santé, Finances Canada)

Il n'en demeure pas moins que d'ici là, il y a un risque que le virus provoque d'autres fermetures régionales et sectorielles qui pourraient freiner la croissance économique des prochains mois. Le quatrième trimestre n'est pas à risque en raison du solide point de départ en septembre. Qui plus est, malgré les mesures de distanciation physique, le rebond économique s'est étendu au mois d'octobre, l'estimation préliminaire de Statistique Canada indiquant une croissance de 0.2%. Les heures travaillées encore en forte hausse en novembre selon l'enquête sur la population active laissent présager même un gain supplémentaire en novembre.

L'économie

Canada: Cas quotidiens de COVID-19, 4 grandes provinces

Cas quotidiens par million d'habitants, moyenne mobile 7 jours



L'explosion des cas de COVID-19 des dernières semaines pourrait freiner la reprise dans les prochains mois en raison de mesures sanitaires plus strictes, mais nous avons la conviction que les ingrédients sont en place pour une relance durable par la suite. Le vaccin permet d'espérer que les secteurs en difficulté prennent du mieux en deuxième moitié d'année. Quant à lui, l'Énoncé économique de l'automne du gouvernement fédéral a démontré une ferme volonté de soutenir vigoureusement l'économie même au-delà du vaccin. Tout bien compté, nous maintenons notre scénario de croissance presque inchangé ce mois-ci, le PIB affichant un recul de 5,6% cette année et rebondissant de 4,3% l'an prochain.

L'économie

États-Unis Scénario économique

(Variation annuelle en %)*						T4/T4		
	2017	2018	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Produit intérieur brut (\$constants, 2012)	2.3	3.0	2.2	(3.5)	3.8	2.3	(2.3)	3.0
Dépenses personnelles	2.6	2.7	2.4	(3.7)	4.7	2.5	(2.0)	3.3
Construction résidentielle	4.0	(0.6)	(1.7)	4.2	2.7	1.6	6.9	(1.0)
Investissements des entreprises	3.7	6.9	2.9	(4.8)	2.1	1.4	(4.2)	2.3
Dépenses publiques	0.9	1.8	2.3	1.2	(0.3)	3.0	(0.3)	0.5
Exportations	3.9	3.0	(0.1)	(13.3)	6.7	0.4	(12.4)	8.5
Importations	4.7	4.1	1.1	(10.4)	7.0	(1.9)	(5.2)	4.0
Variation des stocks (milliards \$)	15.8	53.4	48.5	(87.4)	41.3	(1.1)	22.8	43.7
Demande intérieure	2.5	3.0	2.3	(2.7)	3.3	2.4	(1.7)	2.5
Revenu réel disponible	3.1	3.6	2.2	6.4	(0.9)	1.6	5.0	0.5
Emploi des salariés	1.6	1.6	1.4	(5.5)	3.0	1.4	(4.9)	3.2
Taux de chômage	4.4	3.9	3.7	8.1	6.4	3.5	6.8	6.0
Taux d'inflation	2.1	2.4	1.8	1.2	2.2	2.0	1.2	2.2
Bénéfices avant impôts	4.5	6.1	0.3	(6.1)	9.5	1.3	(1.6)	3.7
Compte courant (milliards \$)	(365.3)	(449.7)	(480.2)	(575.0)	(560.0)

* Sauf indication contraire.

Scénario financier**

	actuel					2019	2020	2021
	04/12/20	T4 2020	T1 2021	T2 2021	T3 2021			
Taux cible fonds fédéraux	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	1.75	0.25	0.25
Bons du Trésor 3 mois	0.09	0.10	0.10	0.10	0.10	1.52	0.10	0.10
Obligations fédérales								
2 ans	0.16	0.15	0.20	0.25	0.30	1.58	0.15	0.35
5 ans	0.42	0.40	0.50	0.60	0.70	1.69	0.40	0.80
10 ans	0.97	0.95	1.00	1.10	1.20	1.92	0.95	1.25
30 ans	1.73	1.65	1.70	1.80	1.85	2.39	1.65	1.85
Taux de change								
US\$/Euro	1.21	1.21	1.22	1.23	1.25	1.12	1.21	1.26
YEN/\$US	104	104	105	105	106	109	104	107

** fin de période

Dynamique trimestrielle

	T1 2020	T2 2020	T3 2020	T4 2020	T1 2021	T2 2021	T3 2021	T4 2021
	publié	publié	publié	prévision	prévision	prévision	prévision	prévision
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	(5.0)	(31.4)	33.1	4.9	1.7	3.6	3.3	3.3
IPC (var. a/a %)	2.1	0.4	1.3	1.2	1.5	2.9	2.2	2.2
IPC de base (var. a/a %)	2.2	1.3	1.7	1.6	1.6	2.5	1.9	2.0
Taux de chômage (%)	3.8	13.0	8.8	6.8	6.9	6.5	6.3	6.0

L'économie

Canada Scénario économique

(Variation annuelle en %)*						T4/T4		
	2017	2018	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Produit intérieur brut (\$constants, 2012)	3.0	2.4	1.9	(5.6)	4.3	1.7	(4.3)	3.9
Dépenses personnelles	3.8	2.5	1.6	(6.2)	5.2	1.9	(4.0)	3.7
Construction résidentielle	2.3	(1.7)	(0.2)	0.4	1.0	4.4	(0.9)	1.5
Investissements des entreprises	1.9	3.1	1.1	(12.2)	3.0	2.8	(11.4)	6.0
Dépenses publiques	2.8	3.2	1.7	(0.2)	2.6	1.8	0.3	2.4
Exportations	1.4	3.7	1.3	(9.9)	5.2	0.1	(7.4)	4.2
Importations	4.6	3.4	0.4	(11.9)	6.9	0.6	(7.5)	4.5
Variation des stocks (millions \$)	19,200	15,486	18,766	(17,886)	6,000	12,164	(5,000)	10,000
Demande intérieure	3.3	2.5	1.4	(4.7)	3.9	2.0	(3.4)	3.4
Revenu réel disponible	4.0	1.5	2.2	8.5	(1.7)	2.4	5.4	1.1
Emploi	1.9	1.3	2.1	(5.2)	4.1	1.8	(2.8)	2.0
Taux de chômage	6.3	5.8	5.7	9.5	8.3	5.7	8.7	7.9
Taux d'inflation	1.6	2.3	1.9	0.7	2.0	2.1	0.7	2.2
Bénéfices avant impôts	19.3	3.8	0.6	(8.4)	13.1	9.5	0.4	5.0
Compte courant (milliards, \$)	(60.0)	(52.2)	(47.4)	(43.4)	(55.0)

* Sauf indication contraire.

Scénario financier**

	actuel					2019	2020	2021
	04/12/20	T4 2020	T1 2021	T2 2021	T3 2021			
Taux à un jour	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	1.75	0.25	0.25
Bons du Trésor 3M	0.12	0.15	0.20	0.20	0.20	1.66	0.15	0.20
Obligations fédérales								
2 ans	0.28	0.30	0.30	0.40	0.45	1.70	0.30	0.50
5 ans	0.50	0.50	0.50	0.55	0.60	1.69	0.50	0.65
10 ans	0.80	0.75	0.80	0.85	0.95	1.70	0.75	1.00
30 ans	1.34	1.30	1.30	1.35	1.40	1.76	1.30	1.45
Taux de change								
CAD par USD	1.28	1.29	1.28	1.27	1.25	1.30	1.29	1.24
Prix du pétrole (WTI), \$U.S.	46	45	46	47	49	61	45	50

** fin de période

Dynamique trimestrielle

	T1 2020	T2 2020	T3 2020	T4 2020	T1 2021	T2 2021	T3 2021	T4 2021
	publié	publié	prévision	prévision	prévision	prévision	prévision	prévision
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	(7.3)	(38.1)	40.5	4.0	2.6	4.4	4.9	3.9
IPC (var. a/a %)	1.8	0.0	0.3	0.7	1.0	2.4	2.5	2.2
IPC ex. aliments et énergie (var. a/a %)	1.8	1.0	0.6	0.9	0.6	1.5	1.9	1.8
Taux de chômage (%)	6.3	13.0	10.0	8.7	8.7	8.4	8.1	7.9

L'économie

Prévisions économiques provinciales

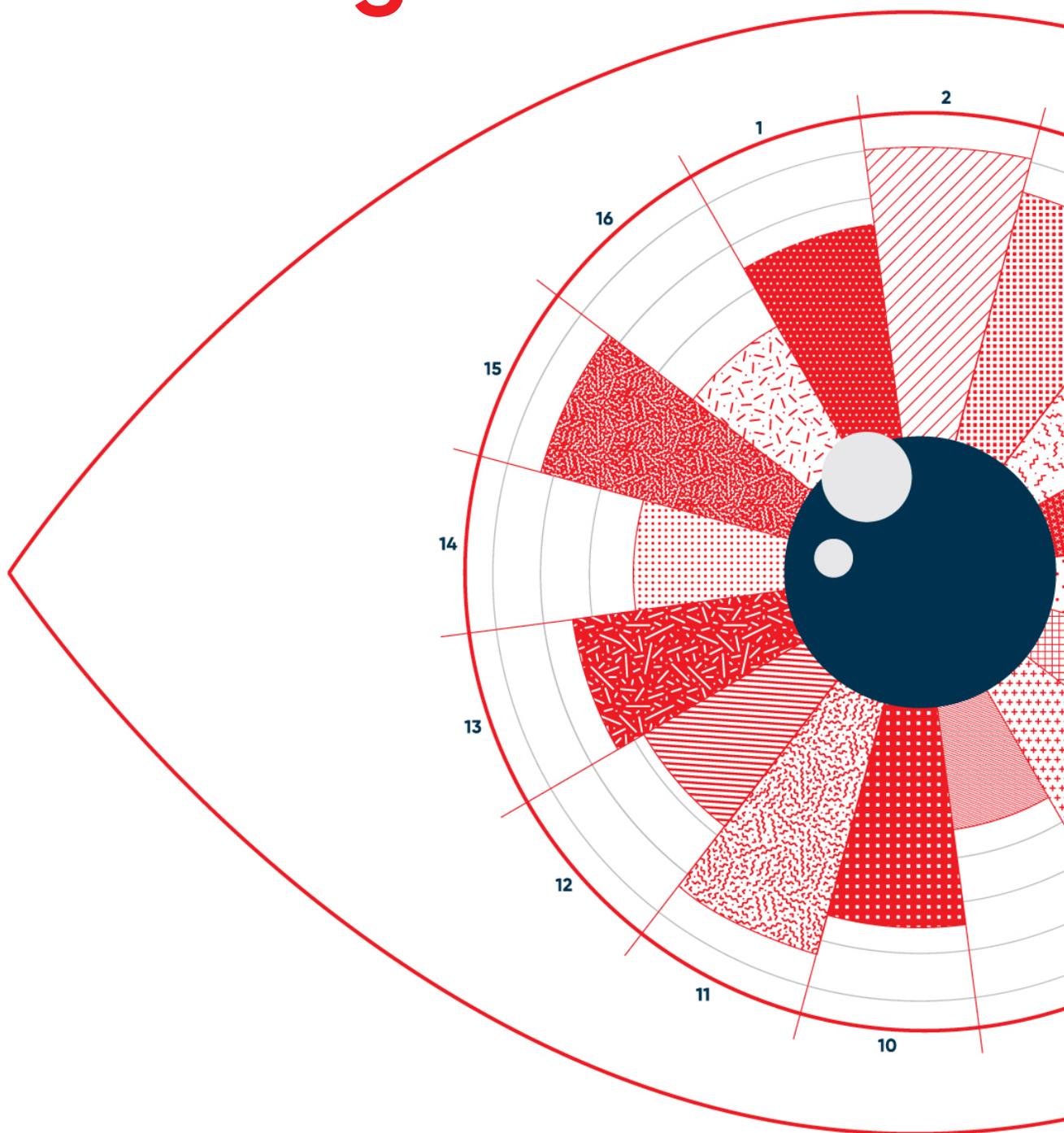
	2017	2018	2019	2020p	2021p		2017	2018	2019	2020p	2021p
	PIB réel (croissance en %)						PIB nominal (croissance en %)				
Terre-Neuve-et-Labrador	1.5	-3.5	4.0	-6.5	4.5		6.9	0.8	4.1	-9.7	10.6
Île-du-Prince-Édouard	4.7	2.5	5.1	-4.2	4.0		6.5	3.6	7.0	-2.8	6.6
Nouvelle-Écosse	1.8	1.9	2.4	-4.4	4.0		4.1	3.6	3.8	-4.1	6.5
Nouveau-Brunswick	2.5	0.5	1.2	-4.5	4.2		4.4	3.6	3.0	-3.3	6.9
Québec	2.9	2.9	2.7	-5.8	4.5		4.9	5.4	4.3	-3.7	6.9
Ontario	2.8	2.8	2.1	-5.8	4.5		4.3	4.1	3.8	-4.5	6.8
Manitoba	3.3	1.5	0.6	-5.0	4.1		5.9	2.5	1.0	-4.3	5.6
Saskatchewan	2.6	1.2	-0.7	-5.0	4.5		6.0	3.2	0.1	-8.2	4.9
Alberta	4.5	1.9	0.1	-6.0	4.1		9.2	3.4	2.7	-8.9	9.3
Colombie-Britannique	3.8	2.7	2.7	-5.0	4.0		7.0	4.9	4.4	-3.6	6.5
Canada	3.0	2.4	1.9	-5.6	4.3		5.7	3.9	3.6	-4.9	7.1
	Emploi (croissance en %)						Taux de chômage (%)				
Terre-Neuve-et-Labrador	-3.6	0.4	0.8	-5.8	4.4		14.8	13.8	12.0	13.6	13.1
Île-du-Prince-Édouard	3.0	3.0	2.6	-2.3	3.4		9.8	9.4	8.8	10.5	9.5
Nouvelle-Écosse	0.7	1.5	2.2	-4.3	5.4		8.4	7.5	7.2	9.3	6.5
Nouveau-Brunswick	0.4	0.3	0.7	-2.5	2.7		8.1	8.0	8.0	9.8	8.3
Québec	2.2	0.9	1.7	-4.5	3.9		6.1	5.5	5.1	8.8	7.6
Ontario	1.8	1.6	2.9	-4.9	4.0		6.0	5.6	5.6	9.5	8.2
Manitoba	1.6	0.6	0.9	-3.4	3.1		5.4	6.0	5.3	7.8	7.1
Saskatchewan	-0.1	0.4	1.6	-4.8	3.7		6.3	6.1	5.4	8.2	7.3
Alberta	1.0	1.9	0.5	-7.1	4.6		7.8	6.7	6.9	11.4	10.5
Colombie-Britannique	3.7	1.1	2.6	-6.1	4.4		5.1	4.7	4.7	8.9	8.1
Canada	1.9	1.3	2.1	-5.2	4.1		6.3	5.8	5.7	9.5	8.3
	Mises en chantier de logements (000)						IPC (Croissance en %)				
Terre-Neuve-et-Labrador	1.4	1.1	0.9	0.8	0.7		2.3	1.7	1.0	0.1	1.7
Île-du-Prince-Édouard	0.9	1.1	1.5	1.1	1.1		1.8	2.3	1.2	0.1	2.2
Nouvelle-Écosse	4.0	4.8	4.7	4.5	4.2		1.1	2.2	1.6	0.3	2.3
Nouveau-Brunswick	2.3	2.3	2.9	3.2	2.8		2.3	2.2	1.7	0.2	1.7
Québec	46.5	46.9	48.0	50.9	43.0		1.1	1.7	2.1	0.8	1.9
Ontario	79.0	78.7	69.0	78.5	70.0		1.7	2.4	1.9	0.6	2.0
Manitoba	7.5	7.4	6.9	6.4	5.5		1.6	2.5	2.3	0.6	1.8
Saskatchewan	4.9	3.6	2.4	3.0	3.0		1.7	2.3	1.7	0.6	1.7
Alberta	29.5	26.1	27.3	23.1	23.6		1.5	2.5	1.7	1.1	2.0
Colombie-Britannique	43.7	40.9	44.9	36.4	34.0		2.1	2.7	2.3	0.7	1.9
Canada	219.7	212.8	208.7	207.8	187.9		1.6	2.3	1.9	0.7	2.0

e: estimé

p: prévision

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

Taux d'intérêt et marché obligataire



Taux d'intérêt et marché obligataire



Warren Lovely

Stratège principal, Taux d'intérêt
416 869-8598



Jocelyn Paquet

Économiste
514 412-3693



Taylor Schleich

Associé Stratégie, Taux d'intérêt
416 869-8025

Immunsation de la croissance, la fièvre de l'inflation monte?

Alors que l'année 2020, que plusieurs qualifieraient d'incroyable, tire à sa fin, il n'est que naturel de se demander ce que nous réserve l'an prochain. À très court terme, ce sera presque assurément une propagation continue et problématique du virus, dans l'essentiel des États-Unis et dans certaines parties du Canada. Les contaminations non maîtrisées pourraient donner lieu à une saison des fêtes morose et un hiver éprouvant, avec toute notre sympathie pour tous ceux qui sont touchés directement ou indirectement par la COVID-19.

Le Canada réussit bien mieux à endiguer la COVID

Nouveaux cas de COVID confirmés par million : Canada et États-Unis

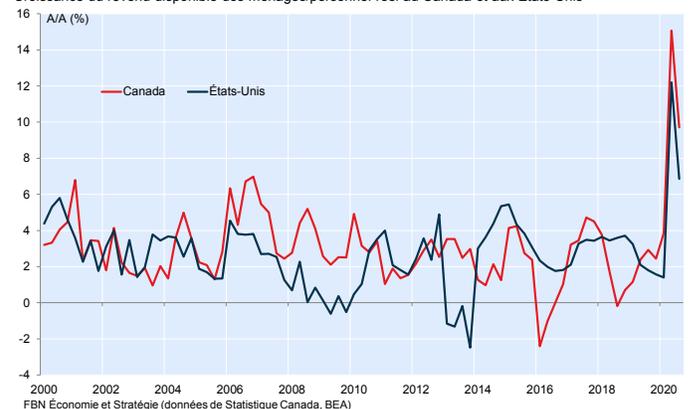


Malgré une augmentation rapide du nombre de décès et des institutions sanitaires de plus en plus débordées, nous croyons toujours à une reprise économique importante en 2021 et au-delà. Certes, les marchés du travail ne se sont pas encore complètement rétablis et pourraient bien subir de nouvelles pressions au cours des prochains mois. Un récent rapport sur les effectifs salariés non agricoles aux États-Unis pointe clairement

dans cette direction. Pendant ce temps une foule d'entreprises et d'industries (concentrées dans les services), qui ont déjà été terrassées par le virus, sont privées d'une reprise potentielle à court terme par une deuxième vague dangereusement haute. Et c'est là que les faillites d'entreprises et les insolvabilités risquent de s'accumuler davantage et que les stigmates de la pandémie seront les plus affreux.

Malgré le contexte de récession, les revenus des ménages en forte hausse

Croissance du revenu disponible des ménages/personnel réel au Canada et aux États-Unis



Mais comme nos collègues du groupe Économie et Stratégie l'ont maintes fois souligné, le revenu des ménages ne concorde pas avec la situation sous-jacente de l'emploi ni avec aucune statistique économique plus ésotérique. Les salaires et traitements ont été dopés par les programmes de remplacement du revenu extraordinaires des gouvernements, ce qui est crucial, dotant les ménages de ce que nous considérons comme un revenu et une épargne suffisants pour les soutenir jusqu'au déploiement généralisé d'un vaccin... après quoi l'esprit animal latent profondément enfoui dans la poitrine des consommateurs nouvellement immunisés pourrait prendre le relais.

Taux d'intérêt et marché obligataire

En outre, comme il est de plus en plus clair, des mesures d'aide et de relance budgétaires nouvelles ou marginales arrivent, portant la marque du prochain président, Joe Biden, et d'un Congrès américain reconstitué. L'impulsion budgétaire de Washington ne sera pas aussi forte ni coordonnée aussi facilement que cela aurait été le cas avec une vague bleue démocrate, mais elle prendra néanmoins probablement la forme d'un programme d'environ US\$900 milliards qui pourrait être avalisé dès la semaine prochaine. Cela suffira pour maintenir la croissance américaine sur la voie de la reprise. Reportez-vous au *Mensuel économique* pour des prévisions détaillées plus complètes.

Révisions des perspectives d'inflation

Les tensions inflationnistes semblent destinées à monter, l'équilibre des risques penchant du côté d'une hausse dans notre estimation, ce qui est crucial pour les marchés obligataires. Alors que notre prévision de reprise économique croise une tendance à la hausse du taux de chômage non inflationniste (reflet d'une destruction des capacités de production), il pourrait bien en découler un retour plus précoce que prévu au taux d'inflation de base de 2% aux États-Unis, du moins par rapport au dernier sommaire des projections de la Fed. Et ce n'est pas seulement le rythme de la hausse des prix qui sera plus rapide que le prévoit la Fed. Les indicateurs basés sur le marché des attentes d'inflation continuent de monter, dépassant dans bien des cas les niveaux d'avant la COVID. Par conséquent, alors que le déploiement du vaccin vise à immuniser les consommateurs et restaurer davantage la croissance du PIB, les banques centrales seront heureuses de laisser l'inflation s'accélérer sans intervenir (du moins initialement). Mais d'ici la fin de 2022, l'inflation pourrait s'être métastasée suffisamment pour motiver la première hausse des taux d'intérêt de la Fed au premier semestre de 2023, ce que (bien qu'on en soit encore loin) les marchés n'ont pas encore complètement pris en compte. Pour les pessimistes de nature, ce qui a été un fiévreux rêve (inflationniste) récurrent pourrait bien se transformer en réalité plus vite que les marchés sont prêts à l'envisager.

Sous l'angle des opérations de marché, ce scénario brossé à grands traits impliquerait : un soutien à court terme aux obligations souveraines alors que le virus fait rage, mais qui laissera place à un ton plus négatif sur les marchés obligataire pendant le plus clair de 2021 tandis que la campagne de vaccination continue et que la croissance se raffermir; ce qui se traduira par une tendance au redressement des courbes de taux en 2021, et ce malgré une décision attendue (et très probablement à court terme) de la Fed visant à prolonger la durée des achats au titre de l'assouplissement quantitatif. Au deuxième semestre de 2022 (alors que les taux continuent de monter), mais que le premier tour de vis envisagé par la Fed retient l'attention, la hausse des taux sur les obligations ayant des échéances plus courtes pourrait accélérée, résultant en courbe des rendements à terme moins pentue.

C'est un changement important, même s'il n'est pas monumental, de notre réflexion, concordant avec une plus grande conviction au sujet de l'évolution de la croissance de l'inflation. Par rapport au taux à terme implicite, c'est une prévision un peu plus pessimiste, quoiqu'assujettie à une incertitude économique de plus en plus grande. Enfin, c'est une prévision qui concorde entièrement avec

une nouvelle répartition des actifs qui s'est traduit par une légère réduction de l'encaisse au profit d'une augmentation de la pondération des actions, mais qui demeure fondamentalement sous-pondérée en titres à revenu fixe, mais avec une position longue sur le crédit (notamment un penchant en faveur des titres périphériques à rendement plus élevé plus en prise avec la croissance mondiale).

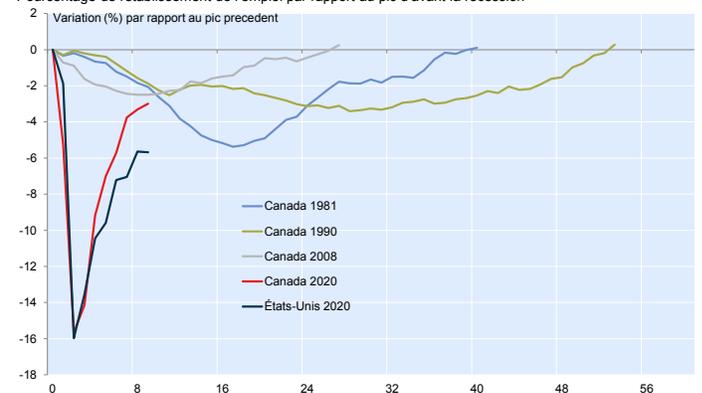
Qu'implique cet environnement pour les Canadas?

À première vue, il y a des raisons de douter que l'ampleur des ajustements à la hausse des taux d'intérêts canadiens, comparativement à ceux au sud de la frontière, seront comme par le passé significativement moindres dans un contexte d'un réajustement à la hausse de la structure des taux en Amérique du Nord.

Pour être clairs, nous ne voulons pas laisser entendre que les taux canadiens augmenteront plus vite et que les écarts entre taux longs et courts augmenteront plus rapidement au Canada que ce à quoi nous assisterons pour les obligations du Trésor américain. Nous pensons plutôt qu'en termes de rendements totaux générés par les obligations gouvernementales, une surperformance significative du marché canadien sera plus compliquée à réaliser, alors que la courbe canadienne n'est pas à l'abri des pressions haussières qui se dessine à l'horizon.

Le marché du travail canadien se relève plus vite que l'américain

Pourcentage de rétablissement de l'emploi par rapport au pic d'avant la récession



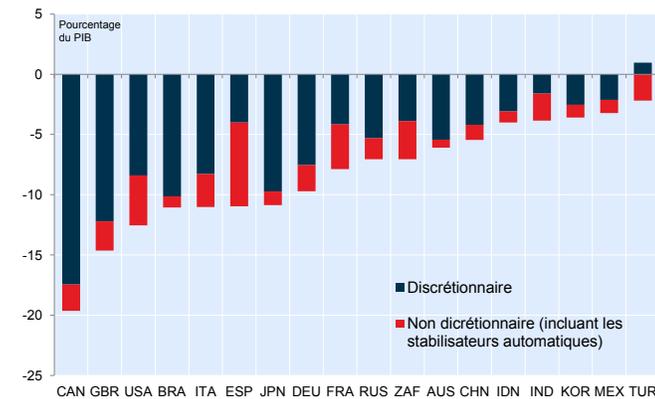
FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada, BLS)

Premièrement, bien que le COVID-19 ne soit de loin pas entièrement maîtrisé, le virus se propage moins rapidement au Canada qu'aux États-Unis, où il échappe à tout contrôle dans plusieurs États. Sur une base proportionnelle, le nombre de nouveaux cas aux États-Unis dépasse actuellement 3,6 fois celui que nous enregistrons au Canada. En mettant de côté la trajectoire du virus, il est clair que les marchés du travail canadiens – même s'ils sont loin d'être parfaits – ont affiché une reprise plus impressionnante, avec moins de destructions définitives d'emplois et le maintien d'un meilleur lien avec les effectifs (comme en atteste un taux d'activité plus ferme dans toutes les catégories d'âge, autant pour les femmes que les hommes).

Taux d'intérêt et marché obligataire

Canada : La réaction budgétaire à la COVID-19 en tête des pays du G20

Variation estimée du solde budgétaire des administrations publiques entre 2019 et 2020, pays du G-20



FBN Économie et Stratégie (données du FMI)

Malgré un parlement minoritaire à Ottawa – qui oblige le gouvernement libéral à obtenir le soutien d’un parti d’opposition –, le cheminement vers la conclusion d’un accord sur une mesure de stimulation budgétaire de grande ampleur a été plus facile. En réalité, aucun pays avancé n’a fait autant que le Canada en matière de dépenses publiques discrétionnaires et de programmes de soutien face aux virus. Et alors que les États-Unis vont rationaliser prochainement leurs énergies budgétaires, le Canada ne semble pas sur le point de lever le pied de sitôt. En fait, un des principaux points à retenir du récent Énoncé économique d’automne du gouvernement fédéral a été la volonté du gouvernement Trudeau d’injecter des mesures de relance additionnelles une fois que le virus aura été jugulé. Ces mesures planifiées, mais aux dépenses non encore précisées (sauf pour le total de \$70 à 100 milliards au cours des trois prochaines années), doivent être adaptées à la taille de l’écart de production et visent à maintenir la reprise en 2022 et au-delà.

La Banque du Canada, pendant ce temps, reste sur le point de procéder à un renouvellement de son mandat qui pourrait ne pas comprendre un virage vers un régime plus flexible de ciblage d’une inflation moyenne, comme celui de la Fed, pour laquelle le plein emploi prend présumément préséance et permet une plus grande tolérance à l’inflation que par le passé. Un maintien du cadre actuel de ciblage de l’inflation canadien reste aussi probable que toute autre formule.

Qu’est-ce qui empêchera alors une hausse des taux longs plus forte au Canada qu’aux États-Unis? Deux éléments sont à retenir, dont l’évolution de la situation de l’offre d’obligations n’est pas la moindre. Alors que le gouvernement fédéral du Canada s’est engagé à maintenir des mesures de stimulation budgétaires importantes pendant plus longtemps, le volume d’obligations nécessaire pour financer les efforts budgétaires d’Ottawa diminue, au lieu d’augmenter. C’est vrai pour l’exercice en cours par rapport aux indications prospectives et cela devrait être tout aussi apparent alors que nous abordons l’exercice 2021-2022. Bien que le gouvernement fédéral n’ait pas encore fourni de chiffre officiel pour son programme d’emprunts pour le prochain exercice, un calcul sommaire du marché des obligations nous

permet de nous faire une bonne idée. La formule générale pour le faire est la suivante :

$$\text{Émission brute d'obligations du Canada} \approx \text{Besoins de financement officiels} + \text{Mesures de stimulation additionnelles/impact budgétaire de la COVID} + \text{Obligations arrivant à échéance} - \text{Variation des bons du Trésor en circulation}$$

Les besoins financiers officiels de base pour 2021-2022 de \$118 milliards, en plus des \$20-40 milliards de mesures de stimulation marginales et/ou des impacts de la COVID et des \$101 milliards de dettes arrivant à échéance, nous donnent sensiblement \$250 milliards. Ajoutez à cela une réduction prévue de \$50-100 milliards du stock de bons du Trésor de l’objectif élevé de la fin de l’exercice et nous arrivons aux alentours de \$325 milliards.

Évaluation du programme d’emprunts du Canada de 2021-2022

Émissions d’OdC potentielles selon les scénarios des BT et des mesures budgétaires

		Besoins fin. de base 2021-2022	118.3	Émissions OdC 2020-2021	374.0		
		Oblig. à échéance 2021-2022	101.4	Stock de BT fin 2020-2021	329.0		
Variation stock de BT	0	220	230	240	250	260	270
	-25	245	255	265	275	285	295
	-50	270	280	290	300	310	320
	-75	295	305	315	325	335	345
	-100	320	330	340	350	360	370
	-125	345	355	365	375	385	395
	-150	370	380	390	400	410	420
		0	10	20	30	40	50
Mesures budgétaires additionnelles et/ou impacts des restrictions COVID							

FBN Économie et Stratégie (données de Finances Canada, Bloomberg)

Indubitablement, un programme de plus de \$300 milliards d’obligations peut difficilement être considéré comme normalisé alors que nous resterons bien au-dessus du double du rythme annuel d’avant la COVID. Cependant, la réduction n’est pas mineure. Et par comparaison avec le Trésor américain, les emprunts du Canada gardent des proportions bien inférieures à sa capacité. Les indications prospectives pour l’offre de titres du Trésor américain au prochain trimestre semblent être de l’ordre de US\$1,100 milliards, soit 5.2% du PIB. Pendant ce temps, le rythme trimestriel moyen d’émissions d’OdC d’environ \$80 milliards l’an prochain représente la proportion relativement moindre de 3.6% du produit national. Et cette disparité est encore plus grande quand on compare les besoins de refinancement – une composante de la formule d’émissions d’obligations brutes que n’affectent pas les mesures de stimulation marginale/déficits budgétaires liés à la COVID. Les US\$2,000 milliards d’obligations du Trésor arrivant à échéance l’an prochain représentent 20 fois plus (deux fois en proportion du PIB) que le stock d’OdC arrivant à échéance.

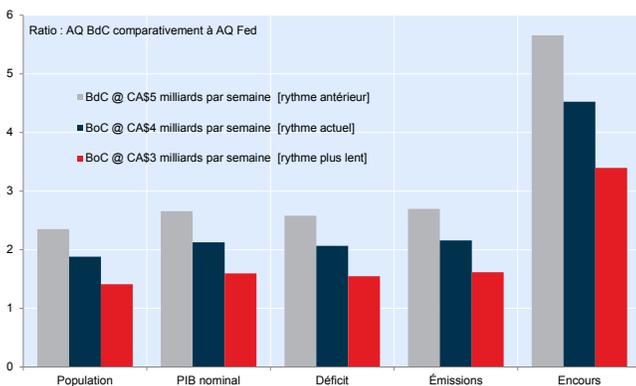
Bien qu’elle n’ait pas encore été formalisée, la *Stratégie de gestion de la dette* du prochain exercice révélera, selon nous probablement une préférence pour les titres de 10 ans et plus au détriment de ceux de 5 ans et moins. Nous pourrions même voir un renouvellement de l’obligation ultra longue émise pour la dernière fois en 2017. Cependant, pour être clairs, les augmentations d’émissions de 10 et de 30 ans ne seront que relatives, puisque les

Taux d'intérêt et marché obligataire

émissions sur l'ensemble de la courbe vont probablement baisser en termes absolus en dessous de leur maximum de 2020. Cela pourrait présager un redressement de la courbe, puisqu'une plus grande partie des OdC seront à échéance éloignée. Mais l'étendue de l'offre à plus long terme ne sera pas plus lourde (en termes relatifs) que ce qui aura été observé aux États-Unis. En outre, tout comme la Fed, la Banque du Canada sera en mesure d'atténuer la remontée des taux à long terme par son programme d'assouplissement quantitatif de plus en plus focalisé sur la courbe. Il ne s'agira peut-être pas d'un contrôle de la courbe des taux proprement dit, mais pour les taux des obligations de 10 ou de 30 ans au Canada, il ne faudrait pas sous-estimer le pouvoir d'achat ultime encore considérable de la BdC. D'ici 2022, les taux courts pourraient remonter un peu, ce qui annulera une partie de l'accroissement de la courbe de 2021, non pas par l'offre, mais par la prise en compte en définitive d'un taux directeur moins accommodant.

AQ : BdC contre Fed... Il n'y a toujours pas de discussion

Taille relative de l'AQ de la BdC et de la Fed, en proportion des paramètres économie/budget/dette



FBN Économie et Stratégie (données de FBN, BdC, FRB, StatCan, US Treasury, US Census Bureau, PBO, CBO, Bloomberg) | Nota : Basé sur la taille du programme AQ existant : BdC=CA\$4 G/semaine et Fed=US\$80 G/mois (soit ~US\$18,5 G/semaine); population au 1^{er} juillet; PIB nominal au 3T 2020; déficit fédéral d'après des dernières projections/indications prospectives PBO/GdC; émissions selon les derniers programmes de financement trimestriel; encours en fin de mois au 30 novembre

Pour ceux qui s'inquiéteraient de l'apparent désir d'une réduction progressive des achats de la BdC, songez que malgré le ralentissement le plus récent des achats d'AQ, le programme du Canada demeure beaucoup plus important que celui administré par la Fed aux États-Unis. Cela restera encore le cas quand, de manière plus appropriée, la BdC fera connaître éventuellement son prochain ajustement de l'AQ. Pour nous, celui-ci consistera en un ralentissement de \$4 milliards à \$3 milliards par semaine, probablement au début de l'an prochain. À moins d'un tel changement, la part des titres en circulation détenue par la BdC risque de se rapprocher toujours plus des niveaux jugés problématiques par le gouverneur de la Banque lui-même. Quant à un démantèlement complet du programme d'achats nets d'obligations relié à l'AQ de la Banque – nous nous attendons à ce que cela se produise au début de 2022. C'est encore loin d'être assuré, mais ce sera un préalable nécessaire à tout resserrement de la politique monétaire par le levier des taux d'intérêt de la BdC.

La « normalisation » du programme d'obligations du Canada contraste avec le marché des bons du Trésor dont l'encours devrait grimper en flèche vers la fin de l'exercice. Les \$329 milliards du stock de BT en circulation pour le 31 mars représentent \$60 milliards de plus qu'aujourd'hui. Cela implique qu'il faudra une forte augmentation du rythme des émissions au cours des huit dernières adjudications de BT. L'analyse des simulations laisse penser que les tailles des adjudications bi-hebdomadaires devront dépasser \$27 milliards – un gros morceau qui pourrait nécessiter un retour rapide aux adjudications hebdomadaires par la BdC. Sous l'angle de la valorisation, nous nous attendons à ce que l'offre marginale influence les rendements et continue de faire monter les taux à court terme. Nous avons déjà augmenté de 4-5 points de base depuis les creux d'octobre, mais il faudra une poignée de points de plus pendant le prochain trimestre. Bien entendu, la cible de \$329 milliards n'est pas gravée dans le marbre et l'issue la plus probablement est franchement est que nous soyons toujours en dessous de cette cible d'ici quelques mois.

Canada : Projection de la part détenue par la BdC

OdC (%) détenues par la BdC (à la fin de 2021-2022) selon les scénarios d'émissions

		Émissions présumées pour le reste de 2020-2021 : \$107 G			
Scénarios d'émission 2021-22	400	31.0%	37.0%	42.9%	48.9%
	375	31.4%	37.5%	43.6%	49.7%
	350	31.8%	38.0%	44.3%	50.5%
	325	32.2%	38.6%	45.0%	51.4%
	300	32.7%	39.2%	45.8%	52.3%
	275	33.2%	39.9%	46.6%	53.2%
	250	33.7%	40.5%	47.4%	54.2%
		\$1 G/sem	\$2 G/sem	\$3 G/sem	\$4 G/sem
Scénarios potentiels pour l'AQ					

FBN Économie et Stratégie (données de Finances Canada, Bloomberg)

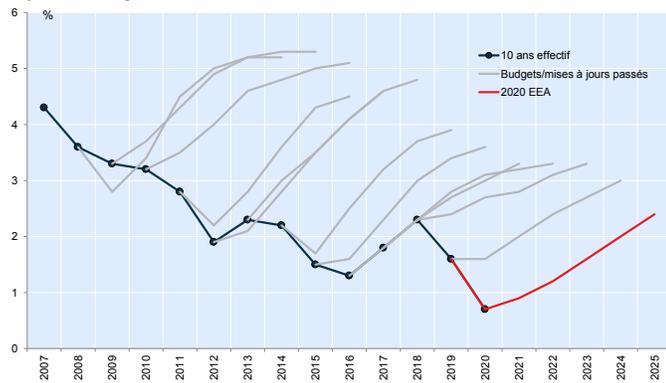
Et ne perdez pas de vue cet outil de politique monétaire beaucoup plus informel et moins facile à gérer : le dollar canadien. Certes, une partie de l'appréciation récente du huard découle du raffermissement des prix des matières premières et denrées et de l'amélioration générale de la confiance dans la croissance – ce que nous aurions pu appeler une appréciation de la monnaie de type un en des temps révolus. Mais si, comme nous le croyons, l'USD continue de faiblir en 2021, une appréciation régulière et non négligeable du dollar canadien pourrait bien avoir un effet ralentisseur sur les perspectives d'exportation, œuvrant à l'encontre d'une montée prématurée de l'inflation et interdisant une levée rapide de la détente monétaire. À ce stade, malgré un mandat moins tolérant, la BdC n'interviendra pas nécessairement avant la Fed.

Taux d'intérêt et marché obligataire

Enfin, nous pécherions par négligence si nous ne relevions pas l'échec global des prévisionnistes au cours de la dernière décennie en ce qui concerne la projection de la normalisation des taux d'intérêt. Et pourtant nous annonçons un contexte d'augmentation des taux au cours des prochaines années. Nous préparons-nous à une nouvelle bévée? Peut-être. Mais comme les taux oscillent toujours autour d'un creux record, que les banques centrales nord-américaines ne sont pas disposées à adopter des taux négatifs et que l'impulsion budgétaire est beaucoup plus forte aujourd'hui qu'à la sortie de la grande crise financière, nous estimons que la seule orientation à partir de là est vers le haut.

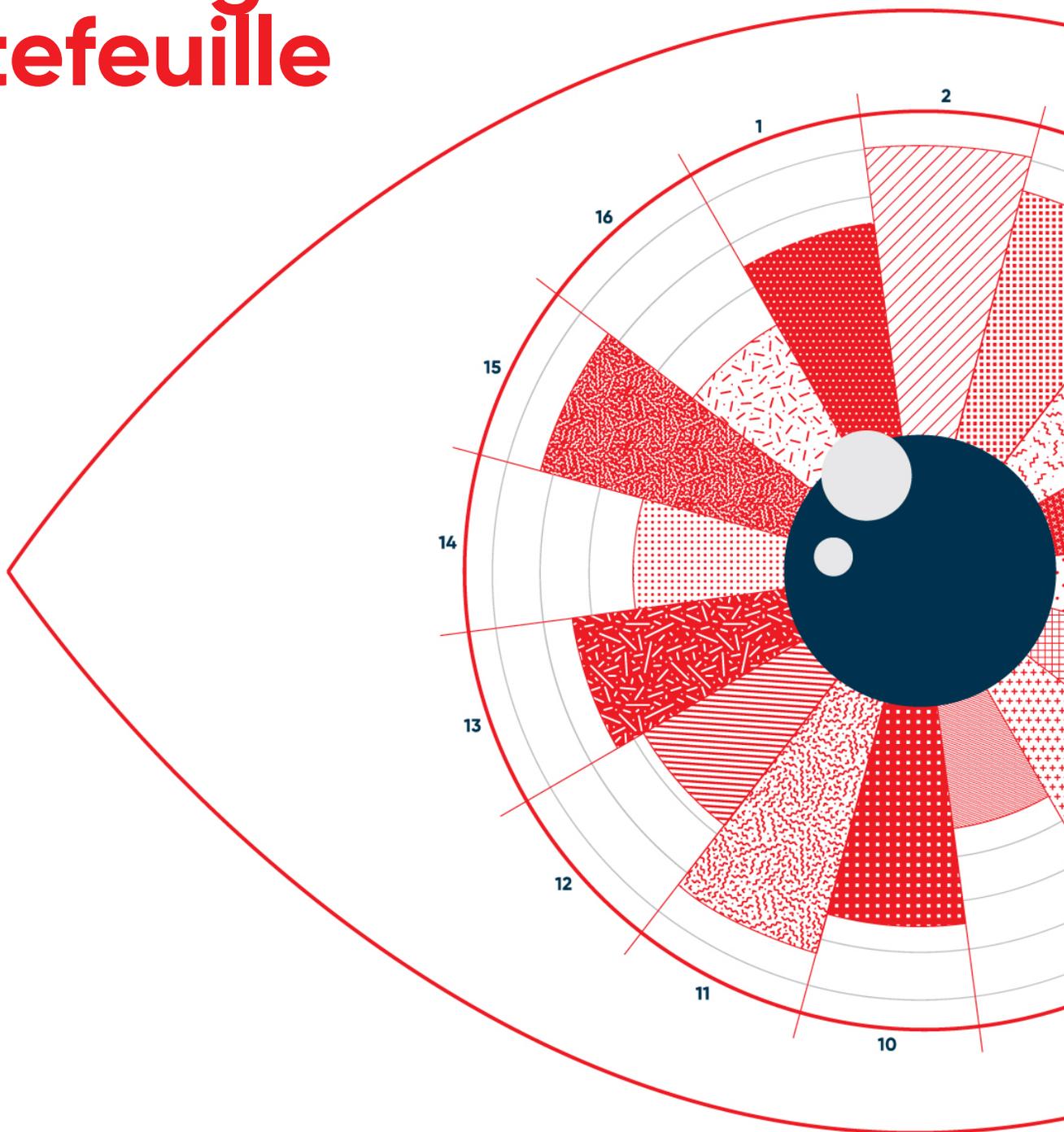
Les antécédents douteux des prévisionnistes au sujet des taux d'intérêt

Projections du budget des taux d'intérêt à 10 ans et niveaux effectivement atteints



FBN Économie et Stratégie (données de Finances Canada)

Marché boursier et stratégie de portefeuille



Marché boursier et stratégie de portefeuille



Stéphane Marion
Économiste et stratège en chef
514 879-3781



Matthieu Arseneau
Chef économiste adjoint
514 879-2252

Une poussée de fin d'année

Les actions mondiales ont enregistré leur meilleur mois de tous les temps en novembre. L'indice MSCI Monde (tous pays) a bondi de 11.3% pour atteindre un nouveau record (graphique).

Monde : Une poussée en fin d'année

MSCI ACWI



Au début de décembre, l'indice maintient son élan, porté par des augmentations généralisées dans toutes les grandes régions, avec une performance particulièrement vigoureuse des marchés émergents (+2.9% - tableau).

Indice MSCI composé : Évolution des cours

	Depuis le début		
	du mois	du trimestre	de l'année
MSCI Monde (TP)	2.0	10.6	10.4
MSCI Monde	1.9	10.4	10.0
MSCI États-Unis	2.1	10.6	17.0
MSCI Canada	2.1	8.6	1.4
MSCI Europe	1.4	9.1	-5.0
MSCI Pacifique sans Japon	1.7	13.4	-3.1
MSCI Japon	1.1	10.5	4.6
MSCI MÉ	2.9	12.4	13.3
MSCI MÉ EMOA	2.2	8.0	-5.8
MSCI MÉ Amérique latine	4.3	18.9	-3.8
MSCI MÉ Asie	2.8	12.4	19.5

04/12/2020

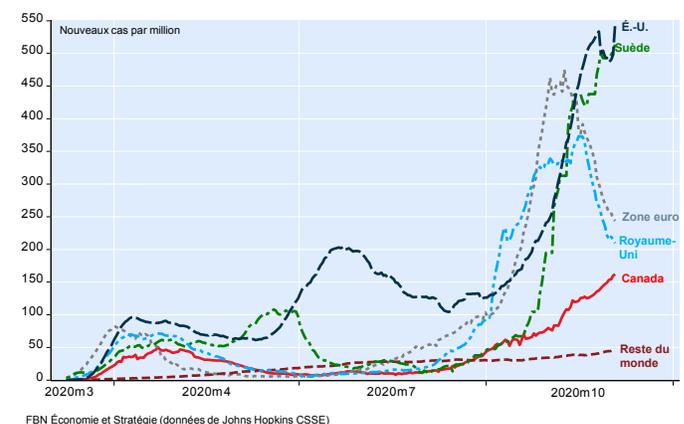
FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

L'enthousiasme des investisseurs est nourri par les bonnes nouvelles concernant les vaccins et les perspectives d'une aide budgétaire adoptée par les deux partis du Congrès aux États-Unis qui pourrait atteindre les US\$900 milliards. Les mesures clés de cette nouvelle législation comprennent encore un soutien aux petites entreprises, l'envoi direct de chèques de US\$1,200 aux ménages et une prolongation des programmes fédéraux de bonification de l'assurance chômage. On se souviendra qu'environ 12 millions d'Américains perdront leurs prestations d'assurance chômage complémentaires à la fin de décembre à moins d'une reconduction des programmes d'aide liés à la pandémie.

Ce programme est important pour éviter que l'économie trébuche au moment où l'augmentation des cas de COVID-19 aux États-Unis pourrait limiter la création d'emplois au cours des prochains mois alors que certains États imposent de nouvelles restrictions pour éviter le débordement de leurs secteurs de la santé. Certes, des vaccins efficaces pour combattre la COVID sont prêts plus tôt que prévu, mais les décideurs politiques doivent encore gagner du temps pour éviter une destruction définitive de capacité économique qui mettrait au chômage technique de nombreux travailleurs de la plus grande économie du monde.

Monde : L'évolution de la pandémie

Nouveaux cas quotidiens de COVID par million d'habitants par région, moyenne mobile de 7 jours



Entre temps, il est encourageant de voir que les sociétés cotées en bourse ont fait état d'une forte amélioration des bénéfices par action ces derniers mois avec une saine dose de révisions à la hausse pour l'année à venir. Au cours du seul dernier mois, les BPA ont été révisés de 1% à l'échelle mondiale, entraînés par une hausse de 1.6% des marchés émergents (tableau). Parmi ces derniers, nous relevons une révision à la hausse de 8.2% pour l'Amérique latine, ce qui représente la plus forte augmentation en près de deux décennies (juin 2001).

Marché boursier et stratégie de portefeuille

MSCI : Variation des bénéfices prévisionnels sur 12 mois

	Variation 3 mois		Variation 1 mois		Diffusion 1 mois (% de hausse)	
	Variation 3 mois	Moyenne historique 10 ans	Variation 1 mois	Moyenne historique 10 ans	Diffusion 1 mois	Moyenne historique 10 ans
MSCI Monde (TP)	1.6	-0.7	1.0	-0.7	59%	43%
MSCI Monde	1.6	-0.7	0.9	-0.7	63%	44%
MSCI États-Unis	2.5	-0.4	1.2	-0.4	71%	47%
MSCI Canada	2.0	-0.8	0.9	-0.8	61%	43%
MSCI Europe	0.2	-1.1	0.2	-1.1	58%	39%
MSCI Pacifique s. Japon	2.0	-0.6	0.9	-0.6	47%	41%
MSCI Japon	-1.1	-0.5	1.0	-0.5	59%	48%
MSCI MÉ	1.9	-0.7	1.6	-0.7	54%	39%
MSCI MÉ EMOA	-0.7	-0.6	0.7	-0.6	56%	42%
MSCI MÉ Amérique latine	13.9	-1.2	8.2	-1.2	60%	39%
MSCI MÉ Asie	1.2	-0.6	1.1	-0.6	53%	39%

12/4/2020

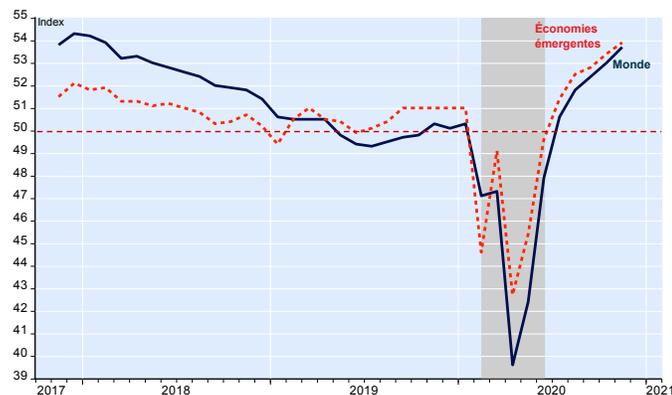
FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)



Ce redressement robuste reflète un puissant rebond de l'activité manufacturière qui a stimulé la demande de matières premières et donc les prix de celles-ci (graphique).

Monde : La production manufacturière a fortement rebondi

Indice PMI Markit de la fabrication : Monde et économies émergentes



FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Ainsi, les prix du cuivre ont bondi ces derniers mois à des sommets inégalés depuis plusieurs années. En même temps, la forte demande chinoise fait également monter les prix de denrées agricoles clés, comme le soja. C'est une aubaine pour l'Amérique latine d'où provient une grande part de la production.

Monde : Les prix des matières premières grimpent en flèche

Prix du cuivre et du soja



FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

La dépréciation du billet vert aide aussi à soutenir les prix des matières premières et denrées clés dont les prix sont généralement établis en dollars américains. À l'avenir, nous entrevoyons une poursuite de l'affaiblissement de l'USD en 2021, puisque l'attitude favorable à la prise de risque conduit à une poursuite du reflux des tensions financières.¹

Le S&P/TSX enfin sorti du rouge

Au Canada non plus, l'amélioration de la conjoncture mondiale accompagnée d'une augmentation des prix des matières premières n'est pas passée inaperçue. Au moment de rédiger ces notes, l'indice S&P/TSX est en hausse de 8.7% au T4, performance qui a poussé le rendement depuis le début de l'année en zone positive (+2.7%) pour la première fois depuis que la pandémie a commencé (tableau). L'énergie et les banques, deux secteurs poids lourds de l'indice S&P/TSX, ont déjà progressé au rythme étonnant de 19.8% et 16% respectivement, depuis le début du T4.

Indice composé S&P/TSX : Évolution des cours

	Depuis le début		
	du mois	du trimestre	de l'année
S&P TSX	1.9	8.7	2.7
ÉNERGIE	6.0	19.8	-26.6
CONSOMM. DISC.	2.7	17.2	11.4
FINANCE	2.4	16.3	-2.2
BANQUES	2.1	16.0	-1.7
MATÉRIAUX	2.0	-4.9	18.4
INDUSTRIE	1.5	5.6	14.1
TÉLÉCOMS	1.4	5.6	-5.4
CONSOMM. DE BASE	1.4	-3.9	5.1
IMMOBILIER	-0.1	11.4	-10.6
SERVICES PUBLICS	-0.5	3.5	9.5
TI	-1.4	2.9	72.5
SANTÉ	-1.5	42.8	-16.1

12/4/2020

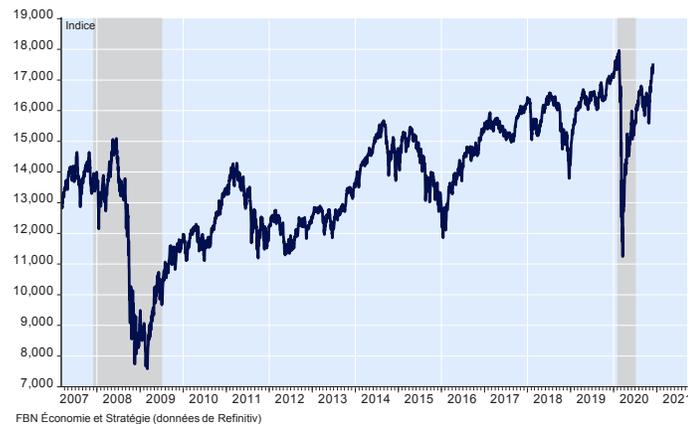
FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Malgré cette performance, nous notons que l'indice S&P/TSX reste à environ 1.2% en dessous de son record d'avant la pandémie (graphique). À notre avis l'indice de référence canadien a encore un potentiel de hausse.

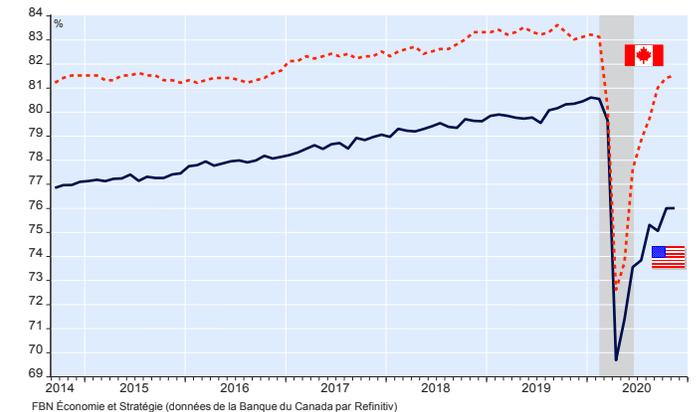
¹ Voir les détails dans notre édition de Devises de décembre 2020, à l'adresse : www.bnc.ca/content/dam/bnc/fr/taux-et-analyses/analyse-economique/devises.pdf

Marché boursier et stratégie de portefeuille

Canada : En hausse, mais encore sous le sommet d'avant la pandémie
S&P/TSX

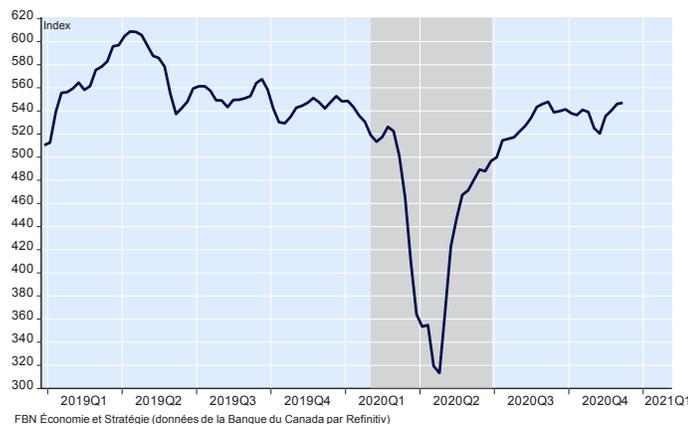


Amélioration de l'emploi, moins de tensions financières pour les ménages
Ratio emploi/population pour le groupe des 25-54 ans



D'une part, le secteur des ressources naturelles devrait rester avantagé par une conjoncture mondiale propice aux producteurs de matières premières. Selon la Banque du Canada, l'indice de prix des matières premières produites dans le pays est de retour au niveau d'avant la pandémie (graphique).

Canada : Les matières premières de retour au niveau d'avant la crise
Indice des prix des matières premières produites au Canada (dollars canadiens)



L'amélioration sur les marchés du travail, combinée à des mesures budgétaires de soutien généreuses et à la disponibilité imminente de vaccins contre la COVID, devrait continuer de soutenir les dépenses des ménages au cours des prochains mois. Cela pourrait ranimer l'intérêt pour les banques canadiennes dont les BPA devraient augmenter de 11% au cours de la prochaine année selon le consensus des analystes boursiers (tableau).

Indice composé S&P/TSX : Prévisions de BPA des analystes

	Bénéfice par action					Croissance du BPA (%)		
	2019	2020	2021	12 DM	12 PM	2020	2021	12 PM
S&P TSX	1035	670	1031	699	1008	-35	54	44
ÉNERGIE	118	-19	69	-8	62	-116	N.M.	N.M.
MATÉRIAUX	85	130	208	126	201	52	60	60
INDUSTRIE	156	83	158	90	151	-47	90	68
CONS. DISC.	156	90	158	96	151	-42	76	58
CONS. BASE	280	327	337	312	340	17	3	9
SANTÉ	13	-2	13	2	13	-115	n.s.	538
FINANCE	256	195	236	198	236	-24	21	19
BANQUES	315	251	277	253	280	-20	11	11
TI	11	14	15	14	15	29	8	9
TÉLÉCOMS	93	78	87	79	86	-16	11	9
SERV. PUB.	92	87	110	87	108	-6	26	23
IMMOBILIER	303	71	185	91	176	-76	160	94

04/12/2020 12 DM = 12 derniers mois; 12 PM = 12 prochains mois; n.s. = non significatif

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

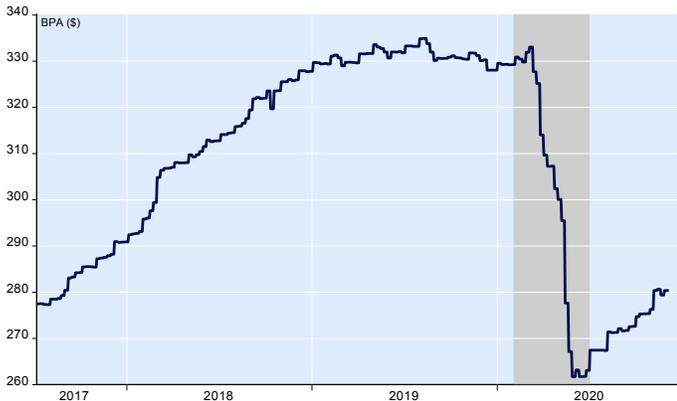
D'autre part, les perspectives de l'économie intérieure sont encore encourageantes. Le 30 novembre, Ottawa a annoncé une nouvelle aide budgétaire (\$100 milliards sur trois ans) pour contrer l'effet du coronavirus et assurer une expansion économique durable. Cela prépare le terrain à un marché du travail résilient et à moins de tensions pour les finances des ménages. Le ratio emplois/population des travailleurs de la principale catégorie d'âge (25 à 54 ans) a récupéré le plus de terrain perdu depuis le printemps et ne se situe qu'à 1.5 point de pourcentage sous son niveau d'avant la pandémie. Aux États-Unis, l'écart est encore de pas moins de 4.5 points de pourcentage (graphique).

Ce taux de croissance, quoiqu'important, implique un niveau de BPA de \$280 seulement à la fin de l'année 2021 – niveau qui n'est pas plus élevé qu'en 2017 (graphique). À notre avis, les banques canadiennes devraient pouvoir mieux réussir en 2021 si la reprise économique mondiale prend davantage d'élan.

Marché boursier et stratégie de portefeuille

Canada : Consensus autour d'une reprise modeste des banques

BPA prévisionnel de l'indice S&P/TSX des banques



FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Indice composé MSCI : Valorisation (ratio C/B)

	04/12/2020	Il y a 1 an	Moyenne 10 ans	Moyenne 5 ans
MSCI Monde (TP)	20.2	15.8	14.4	15.8
MSCI Monde	21.2	16.5	15.0	16.4
MSCI États-Unis	23.3	18.0	16.1	17.8
MSCI Canada	16.5	14.3	14.4	15.0
MSCI Europe	17.9	14.0	13.4	14.6
MSCI Pacifique sans Japon	18.8	15.6	14.5	15.4
MSCI Japon	18.5	14.2	13.6	13.8
MSCI MÉ	15.1	12.1	11.3	12.1
MSCI MÉ EMOA	11.6	9.3	9.2	9.9
MSCI MÉ Amérique latine	14.1	12.6	12.5	13.1
MSCI MÉ Asie	15.9	12.8	11.7	12.5

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Répartition des actifs

Nous avons dit le mois dernier que nous étions prêts à redéployer davantage de nos liquidités excédentaires en fonction de l'évolution des politiques (comprendre, des mesures de stimulation budgétaires américaines) et de l'évolution de l'homologation de vaccins par les autorités sanitaires. La bonne nouvelle sur les deux fronts, avec l'engagement continu des plus grandes banques centrales du monde à assurer une ample provision de liquidités dans un avenir prévisible, a rehaussé notre optimisme pour la croissance en 2021. Par conséquent, nous réduisons notre surcroît de liquidités une deuxième fois en deux mois en ajoutant 2% aux marchés émergents. Nous entrevoyons un meilleur potentiel de croissance des MÉ en raison d'une croissance plus rapide des bénéfices et de l'appréciation potentielle de leurs devises par rapport au dollar canadien. Qui plus est, le ratio C/B prévisionnel à 12 mois pour les MÉ se situe à 15.1 actuellement comparativement à plus de 20.2 fois pour l'agrégat mondial. Cet écart de cinq points de pourcentage est à comparer avec une moyenne de moins de trois points au cours de la dernière décennie (tableau). Après un changement similaire le mois passé, nous augmentons notre pondération de nouveau en faveur des actions canadiennes (+2%) mais cette fois-ci en réduisant notre exposition aux actions américaines. Ce changement reflète nos vues sur les devises et notre conviction selon laquelle la rotation sectorielle en faveur des actions de valeur par rapport aux actions de croissance se poursuivra, ce qui favorise habituellement les actions canadiennes.

Monde : Les valorisations plus intéressantes sur les marchés émergents

Ratio du cours aux bénéfices prévisionnels des indices MSCI Monde (tous pays) et MSCI MÉ



FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Répartition des actifs FBN

	Indice de référence (%)	Recommandation FBN (%)	Variation (%)
Marché boursier			
Actions canadiennes	20	23	+2
Actions américaines	20	18	-2
Actions étrangères (EAEO)	5	4	
Marchés émergents	5	7	+2
Marché obligataire	45	42	
Liquidités	5	6	-2
Total	100	100	

FBN Économie et Stratégie

Répartition sectorielle

Notre répartition sectorielle est inchangée ce mois-ci.

Marché boursier et stratégie de portefeuille

Rotation sectorielle fondamentale FBN - Décembre 2020

Nom (secteur/industrie)	Recommandation	Pondération S&P/TSX
Énergie	Équipondérer	11.9%
Matériaux	Équipondérer	13.6%
Produits chimiques	Équipondérer	1.6%
Emballage et conditionnement	Équipondérer	0.5%
Métaux et minerais *	Surpondérer	2.3%
Or	Équipondérer	8.7%
Papier et industrie du bois	Sous-pondérer	0.5%
Industrie	Équipondérer	12.1%
Biens d'équipement	Surpondérer	2.0%
Services aux entreprises	Sous-pondérer	3.0%
Transports	Équipondérer	7.2%
Consommation discrétionnaire	Équipondérer	3.8%
Automobiles et composants automobiles	Sous-pondérer	1.1%
Biens de consommation durables et habillement	Surpondérer	0.6%
Services aux consommateurs	Équipondérer	1.0%
Distribution	Équipondérer	1.1%
Biens de consommation de base	Équipondérer	3.9%
Distribution alimentaire et pharmacie	Équipondérer	3.2%
Produits alimentaires, boisson et tabac	Équipondérer	0.7%
Santé	Équipondérer	1.2%
Équipements et services de santé	Équipondérer	0.1%
Produits pharmaceutiques et biotechnologie	Équipondérer	1.1%
Finance	Surpondérer	30.4%
Banques	Surpondérer	20.4%
Services financiers diversifiés	Équipondérer	4.2%
Assurance	Surpondérer	5.9%
Technologies de l'information	Sous-pondérer	9.8%
Logiciels et services	Sous-pondérer	9.7%
Matériel et équipement informatique	Sous-pondérer	0.0%
Télécommunications	Équipondérer	5.1%
Services aux collectivités	Équipondérer	5.0%
Immobilier	Sous-pondérer	3.2%

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

Marché boursier et stratégie de portefeuille

Prévisions FBN Canada			
	Actuel		Cible
Niveau de l'indice	2020-12-04		T2-2021 (est.)
S&P/TSX	17 521		18 300
Hypothèses		T2-2021 (est.)	
Niveau:	Bénéfices	699	825
	Dividendes	526	620
Ratio C/B passé	25.1		22.2
Obligations 10 ans	0.72		0.85

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

Prévisions FBN États-Unis			
	Actuel		Cible
Niveau de l'indice	2020-12-04		T2-2021 (est.)
S&P 500	3 699		3 800
Hypothèses		T2-2021 (est.)	
Niveau:	Bénéfices	138	152
	Dividendes	58	64
Ratio C/B passé	26.8		25.0
Obligations 10 ans	0.97		1.10

* Bénéfices opérationnels du S&P, approche ascendante.

Rendement des marchés boursiers internationaux

	En monnaie locale (Indices MSCI en \$ US)					En dollars canadiens			Corrélation * avec S&P 500
	Clôture 04/12/2020	Cumulatif déc.-20	Cumulatif 2020	Δ 1 an	Δ 3 ans	Cumulatif 2020	Δ 1 an	Δ 3 ans	
Amérique du Nord - Indice MSCI	3 764	2.1%	16.3%	20.6%	41.2%	14.9%	16.7%	42.3%	1.00
États-Unis - S&P 500	3 699	2.1%	14.5%	18.8%	40.2%	13.1%	15.0%	41.2%	1.00
Canada - S&P TSX	17 521	1.9%	2.7%	3.7%	9.7%	2.7%	3.7%	9.7%	0.65
Europe - Indice MSCI	1 808	2.8%	1.3%	5.8%	2.5%	0.0%	2.4%	3.2%	0.20
Royaume-Uni - FTSE 100	6 550	4.5%	-13.2%	-8.9%	-10.8%	-12.8%	-9.4%	-10.1%	-0.34
Allemagne - DAX 30	13 299	0.1%	0.4%	1.2%	1.8%	7.2%	7.2%	5.1%	0.60
France - CAC 40	5 609	1.6%	-6.2%	-3.3%	4.1%	0.2%	2.5%	7.4%	0.27
Suisse - SMI	10 365	-1.1%	-2.4%	0.3%	11.1%	4.8%	7.7%	23.7%	0.84
Italie - Milan Comit 30	259	0.0%	0.0%	2.2%	6.7%	6.8%	8.3%	10.1%	0.57
Pays-Bas - Amsterdam	616	1.6%	1.8%	4.2%	13.7%	8.8%	10.4%	17.4%	0.69
Zone Pacifique - Indice MSCI	3 016	1.5%	6.3%	8.6%	7.9%	4.9%	5.1%	8.7%	0.28
Japon - Nikkei 225	26 751	1.2%	13.1%	15.6%	17.8%	16.5%	16.9%	28.4%	0.67
Australie - All ordinaries	6 865	1.8%	0.9%	2.3%	13.1%	5.4%	7.4%	11.5%	0.53
Hong Kong - Hang Seng	26 836	1.9%	-4.8%	3.0%	-7.9%	-5.5%	0.7%	-6.4%	-0.38
MSCI - Monde	2 640	2.2%	11.9%	16.0%	27.5%	10.5%	12.3%	28.5%	0.95
MSCI - Monde ex. É.-U.	2 099	2.4%	3.1%	6.7%	4.7%	1.8%	3.3%	5.4%	0.25
MSCI - EAEO	2 101	2.3%	3.2%	6.8%	4.5%	1.9%	3.4%	5.3%	0.23
MSCI - Marchés émergents (indice libre)	1 251	3.8%	12.2%	20.7%	11.5%	10.8%	16.8%	12.3%	0.32

* Corrélation des rendements mensuels sur 3 ans

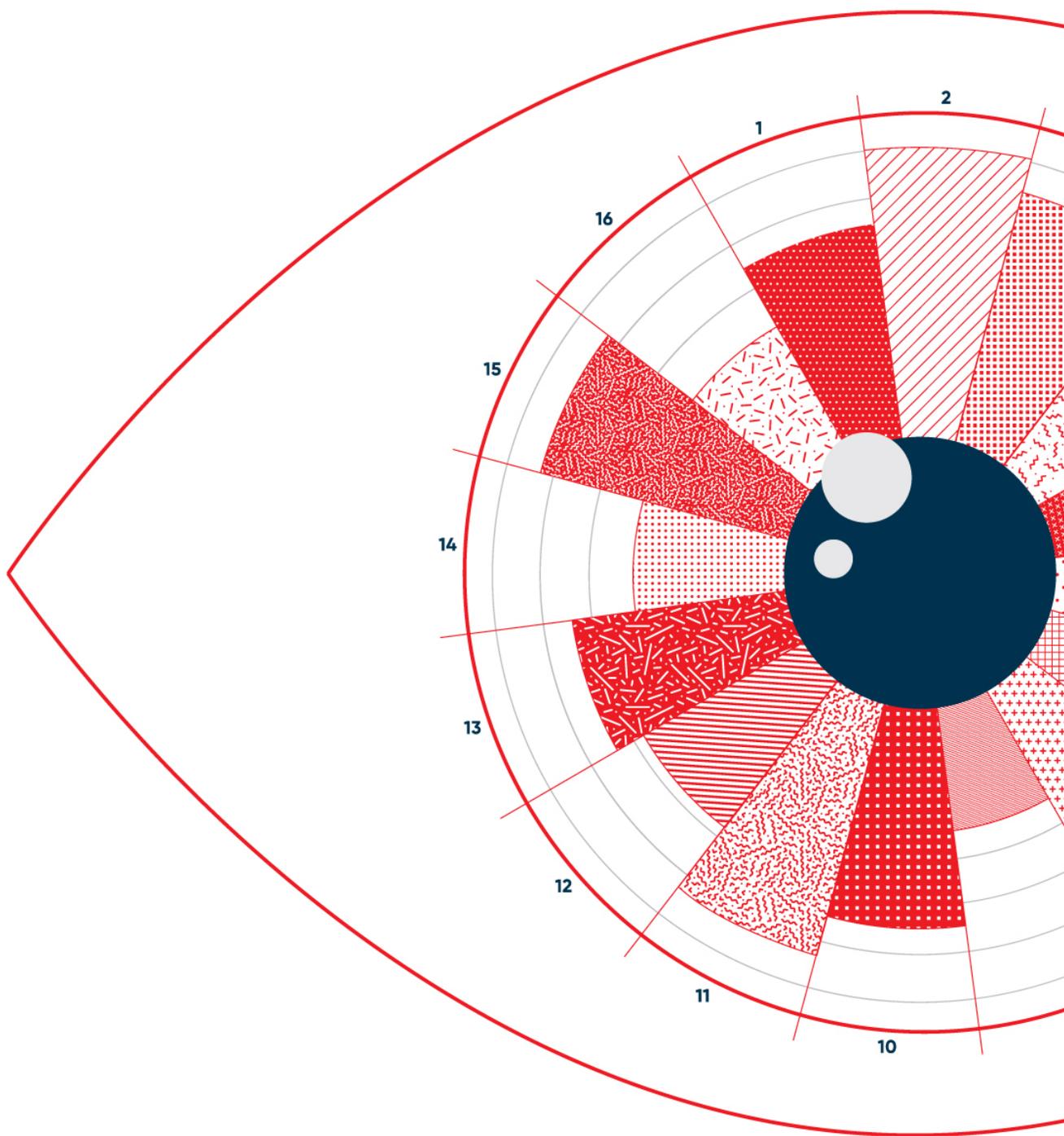
Bénéfices sectoriels du S&P 500 - Consensus* 2020-12-04

	Pond. S&P 500	niveau	Variation		Croissance - BPA			C/B			Croissance prévue sur 5 ans	Ratio PEG	Indice de révision**
			3-m Δ	12-m Δ	2020	2021	à 12 mois	2020	2021	à 12 mois			
S&P 500	100	231	2.83	-2.79	-15.30	21.92	21.62	27.09	22.21	22.06	11.95	1.02	1.66
Énergie	2.49	302.94	16.37	-29.79	-108.09	0.00	0.00	0.00	33.88	33.88	0.19	nég.	-13.90
Matériaux	2.68	449.70	11.08	21.85	-10.55	28.30	28.14	26.77	20.86	20.80	21.97	0.74	7.73
Industrie	8.69	751.94	14.66	11.83	-53.46	76.16	77.54	42.03	23.86	23.78	4.59	0.31	-1.92
Consommation discrétionnaire	11.13	1274.78	4.48	34.52	-29.89	53.24	51.26	48.08	31.38	31.59	21.73	0.62	6.17
Consommation de base	6.69	692.93	3.35	8.48	3.01	5.89	6.41	22.35	21.10	20.86	6.72	3.26	1.90
Santé	13.74	1308.88	6.44	13.65	7.99	11.37	10.73	17.87	16.05	16.10	10.15	1.50	0.38
Finance	10.58	480.05	14.51	-2.83	-25.33	20.38	20.38	17.53	14.55	14.54	2.72	0.71	3.72
Technologie de l'information	27.57	2213.90	6.72	46.24	4.89	15.27	14.36	31.30	27.15	26.50	13.65	1.85	1.90
Services de télécommunications	11.09	220.99	8.01	24.38	-4.59	12.26	13.42	26.40	23.52	23.31	17.26	1.74	2.48
Services publics	2.82	315.37	5.19	-1.38	1.49	4.50	4.50	19.90	19.05	19.04	4.13	4.23	0.30
Immobilier	2.53	230.80	2.83	-2.79	-34.11	-6.58	-6.58	51.53	55.17	55.17	20.27	nég.	-7.88

* Source I/B/E/S

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

Analyse technique



Analyse technique

Dennis Mark, CFA

Analyste

416 869-7427

► DJI/NASD



Source: Refinitiv

Le ratio DJI/NASD donne une autre perspective de la croissance comparativement à la valeur. Le NASD a nettement dépassé le Dow Jones ces dernières années, comme l'illustre le graphique du ratio. Ce ratio a culminé en 2002 et a dérapé pendant cinq ou six ans avant de plonger en une tendance baissière majeure en 2009. La tendance à la baisse de ce ratio l'a fait passer de son sommet de 6.68 en 2002 à 2.43. Le plancher atteint en mars 2000 était à 1.98. La formation d'une base sur cinq mois laisse espérer un redressement à l'approche des creux de 2000. Cependant, il faudra de nouvelles preuves techniques d'une percée à la hausse à partir de cette base potentielle pour indiquer la possibilité d'un changement de tendance.

Analyse technique

Dennis Mark, CFA
 Analyste
 416 869-7427

► IBD 50 ETF (FFTY)



Source: Refinitiv

Nous utilisons le fonds IBD 50 ETF (FFTY) comme substitut des actions de croissance. Comme le graphique ci-joint l'indique, une tendance constructive demeure en place. Ce FNB a touché un plafond de résistance près de US\$40.00 et a passé les quatre derniers mois à se consolider. Une percée sous le niveau de soutien de US\$35.00 sera nécessaire pour amener la tendance à court et à moyen terme à la baisse et éventuellement améliorer la performance relative des actions de valeur par rapport aux actions de croissance.

Analyse technique

Dennis Mark, CFA

Analyste

416 869-7427

► Services aux pétroliers américains (OSX)

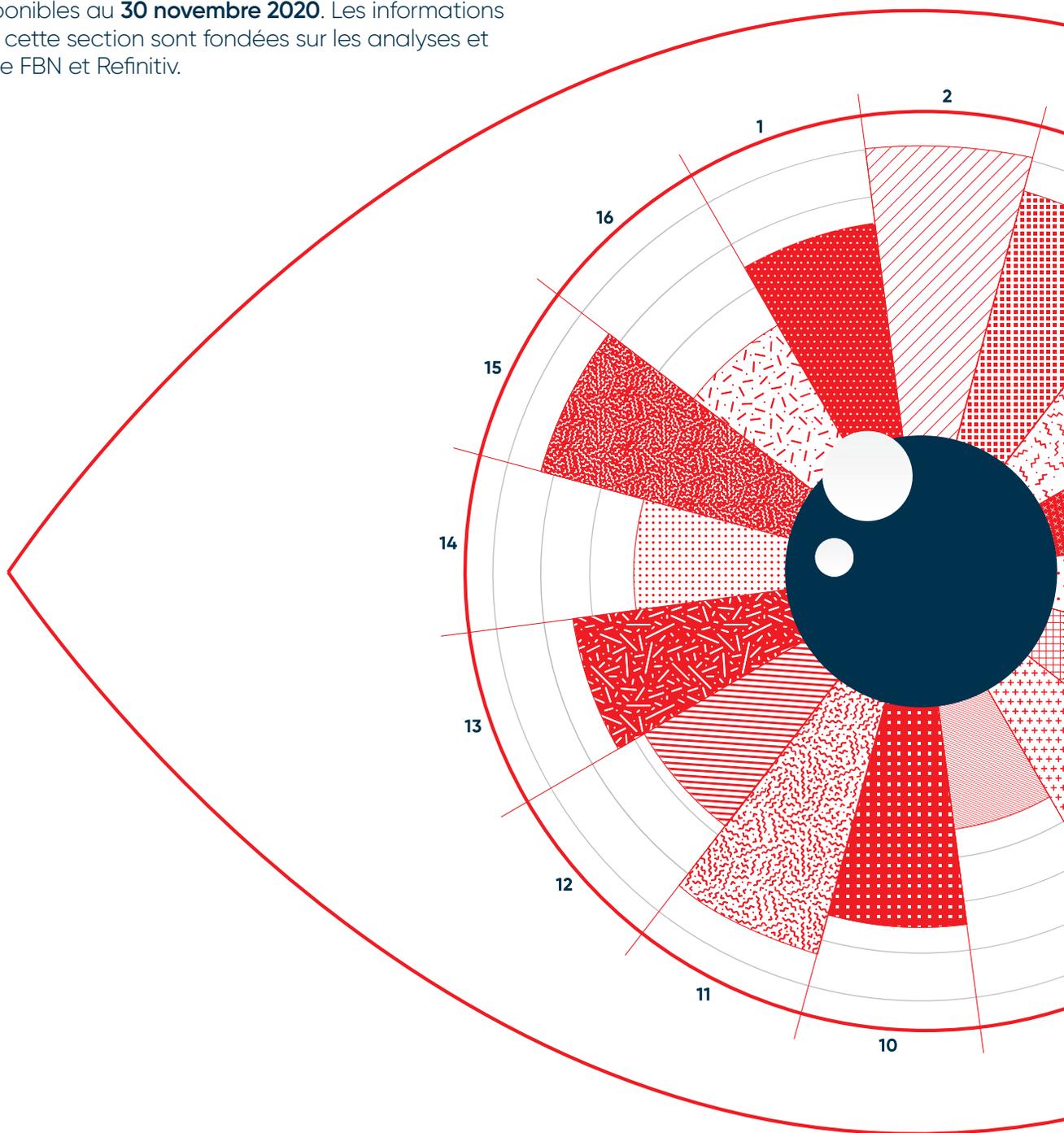


Source: Refinitiv

Le secteur des services aux sociétés pétrolières est une composante clé à surveiller pour déceler une reprise couronnée de succès dans le secteur de l'énergie. Un important marché baissier a fait descendre l'indice OSX de plus de 90% depuis son point culminant en 2008. Il semble que la phase de reconstruction ait commencé alors que le graphique établit une base potentielle sur les huit derniers mois. Le principal niveau de résistance du graphique, à US\$45,00, a réfréné la récente vigueur. Nous nous attendons à la poursuite de la formation d'une base à mesure que l'élan baissier se dissipe. Une percée à la hausse à partir de la base sera techniquement positive pour le secteur de l'énergie.

Analyse sectorielle

Dans cette section, les tableaux et graphiques sont basés sur les informations disponibles au **30 novembre 2020**. Les informations présentées dans cette section sont fondées sur les analyses et les estimations de FBN et Refinitiv.



Liste de sélections FBN

Analyse sectorielle

Secteur	Titre	Symbole	Prix	Cours Cible	Rend. Div.	Rend. Est.	Industrie
Énergie							
	ARC Resources Ltd.	ARX	\$6.44	\$8.00	3.85%	27.95%	Pétrole, gaz et combustibles
	Cenovus Energy Inc.	CVE	\$6.44	\$10.00	0.00%	55.28%	Pétrole, gaz et combustibles
	Enbridge Inc.	ENB	\$40.56	\$55.00	8.00%	43.59%	Pétrole, gaz et combustibles
	Enerflex Ltd.	EFX	\$6.88	\$8.00	1.15%	17.44%	Équipements et services pour l'énergie
	TC Energy Corp.	TRP	\$57.13	\$70.00	5.63%	28.20%	Pétrole, gaz et combustibles
	Tourmaline Oil Corp.	TOU	\$18.08	\$32.50	3.13%	82.85%	Pétrole, gaz et combustibles
Matériaux							
	B2Gold Corp.	BTO	\$7.24	\$12.00	2.80%	68.62%	Or
	Capstone Mining Corp.	CS	\$1.97	\$2.10	0.00%	6.60%	Métaux et minerais
	Cascades Inc.	CAS	\$14.60	\$22.00	2.13%	52.88%	Emballage et conditionnement
	Dundee Precious Metals Inc.	DPM	\$8.50	\$14.50	1.19%	71.82%	Or
	Endeavour Mining Corp.	EDV	\$30.63	\$60.00	0.00%	95.89%	Or
	Marathon Gold Corp.	MOZ	\$2.63	\$3.00	0.00%	14.07%	Or
	Sandstorm Gold Ltd.	SSL	\$9.46	\$15.50	0.00%	63.85%	Or
	SSR Mining Inc.	SSRM	\$24.04	\$44.00	0.00%	87.19%	Or
	Teck Resources Ltd.	TECK.b	\$20.52	\$22.00	0.94%	8.19%	Métaux et minerais
Industrie							
	Cargojet Inc.	CJT	\$222.17	\$264.00	0.44%	19.25%	Transport
	Dexterra Group Inc.	DXT	\$5.95	\$7.50	5.06%	31.09%	Services aux entreprises
	Hardwoods Distribution Inc.	HDI	\$24.43	\$35.00	1.65%	44.90%	Services aux entreprises
	Mullen Group Ltd.	MTL	\$10.06	\$12.00	3.39%	22.86%	Transport
	NFI Group Inc.	NFI	\$19.63	\$21.00	4.36%	11.31%	Transport
	People Corporation	PEO	\$11.05	\$13.00	0.00%	17.65%	Services aux entreprises
	Stantec Inc.	STN	\$39.14	\$47.00	1.58%	21.67%	Services aux entreprises
	TFI International Inc.	TFII	\$65.90	\$77.00	1.58%	18.42%	Transport
	Toromont Industries Ltd.	TIH	\$88.84	\$98.00	1.40%	11.71%	Biens d'équipement
	Transcontinental Inc.	TCLa	\$19.28	\$20.00	4.53%	8.40%	Services aux entreprises
	WSP Global Inc.	WSP	\$96.45	\$99.00	1.57%	4.20%	Biens d'équipement
Consommation discrétionnaire							
Biens de consommation de base							
	Empire Company Ltd.	EMP.a	\$35.54	\$43.00	1.47%	22.45%	Distribution alimentaire et pharmacie
	Jamieson Wellness Inc.	JWEL	\$35.98	\$42.75	1.38%	20.21%	Produits ménagers et personnels
Santé							
	CRH Medical Corp.	CRH	\$3.64	\$4.25	0.00%	16.76%	Équipements et services de santé
Finance							
	Element Fleet Management Corp.	EFN	\$13.21	\$18.00	1.98%	38.23%	Services financiers diversifiés
	iA Financial Corporation Inc.	IAG	\$56.87	\$60.00	3.32%	8.92%	Assurances
	Royal Bank of Canada	RY	\$106.06	\$107.00	4.04%	4.96%	Banques
	Toronto-Dominion Bank	TD	\$69.28	\$71.00	4.47%	7.04%	Banques
Technologies de l'information							
	Kinaxis Inc.	KXS	\$195.79	\$250.00	0.00%	27.69%	Logiciels et services
	Nuvei Corporation	NVEI	\$60.61	\$70.00	0.00%	15.49%	Logiciels et services
	Real Matters Inc.	REAL	\$19.16	\$40.00	0.00%	108.77%	Logiciels et services
Communications							
	Corus Entertainment Inc.	CJR.b	\$4.29	\$5.00	5.56%	22.14%	Média et divertissement
	Rogers Communications Inc.	RCI.B	\$61.26	\$68.00	3.33%	14.27%	Services de Télécommunication
Services aux collectivités							
	Algonquin Power & Utilities Corp.	AQN	US\$15.68	US\$16.50	3.89%	9.19%	Services aux collectivités
	Boralex Inc.	BLX	\$41.04	\$43.00	1.63%	6.38%	Services aux collectivités
	Innervex Renewable Energy Inc.	INE	\$25.70	\$27.00	2.77%	7.86%	Services aux collectivités
Immobilier							
	Boardwalk REIT	BEI.un	\$34.63	\$42.00	2.88%	24.17%	Immobilier
	CT REIT	CRT.un	\$14.91	\$17.00	5.35%	19.40%	Immobilier
	European Residential REIT	ERE	\$4.23	\$5.20	3.83%	26.77%	Immobilier
	Killam Apartment REIT	KMP.un	\$17.62	\$21.00	3.95%	23.04%	Immobilier
	RioCan REIT	REI.un	\$17.54	\$20.00	8.09%	22.23%	Immobilier
	Tricon Residential Inc.	TCN	\$10.95	\$14.00	2.52%	30.41%	Immobilier

La liste de Sélections FBN représente les titres préférés de nos analystes à chaque mois.

Un maximum de trois titres par analyste est sélectionné basé sur le rendement total estimé.

Prix en date du 30 novembre 2020

Source: Recherche FBN, Refinitiv

Glossaire des tableaux des analystes

Analyse sectorielle

TERMES GÉNÉRAUX

Symb. = Symbole du titre

Cote du titre = Recommandation des analystes

RS = Rendement supérieur

RM = Rendement moyen

RI = Rendement inférieur

AO = Recommandation d'accepter l'offre

ER = Recommandation en révision

R = Restriction

Cote du risque = Analyst's recommendation

IM = Inférieur à la moyenne

M = Moyenne

SM = Supérieur à la moyenne

S = Spéculatif

Δ = Changement de recommandation par rapport au mois précédent.

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

Cours cible = Cours cible à 12 mois

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

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

Actions/Parts en circ. = Nombre d'actions ou de parts en circulation en millions.

BPA dilué = Sont indiqués le bénéfice par action après dilution du dernier exercice déclaré et notre estimation pour les exercices 1 (Ex1) et 2 (Ex2).

BAlIA 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/BAlIA = Ce ratio représente la valeur actuelle de l'entreprise, soit la somme de la capitalisation boursière des actions ordinaires plus le total de la dette, des participations minoritaires et des actions privilégiées moins les liquidités et quasi-espèces, divisés par le bénéfice avant intérêts, impôts et amortissement.

VAN = Valeur de l'actif net. Ce concept représente la valeur marchande de l'actif moins la valeur marchande du passif divisée par le nombre d'actions en circulation.

DETTE/CAPITAL = Évalue la relation entre le fardeau de la dette (dette à long terme) et le capital investi (dette à long terme et fonds propres) dans l'entreprise (sur la base du chiffre le plus récent publié).

EXPRESSIONS PARTICULIÈRES À DES SECTEURS

› PÉTROLE ET GAZ

VE/FTCD = Valeur de l'entreprise divisée par les flux de trésorerie corrigés de la dette. Utilisé comme ratio de valorisation. Les FTCD représentent les flux de trésorerie provenant de l'exploitation auxquels on ajoute les coûts de financement et les variations du fonds de roulement.

FTPA après dilution = Flux de trésorerie par action après dilution

PPACD = Production par action corrigée de la dette. Utilisé pour des comparaisons de la croissance avec une structure du capital normalisée.

D/FT = Dette nette (dette à long terme plus fonds de roulement) divisée par les flux de trésorerie.

› PIPELINES, SERVICES PUBLICS ET INFRASTRUCTURES

Distributions par action = Valeur brute distribuée par action au cours du dernier exercice et prévu pour le prochain exercice et l'exercice suivant (Ex1 et Ex2).

Rend. des dist. = Distributions par action pendant le prochain exercice et l'exercice suivant 2 (Ex1 et Ex2) en pourcentage du cours publié.

FTPA distr. dilués = Fonds provenant de l'exploitation moins les dépenses d'investissement en entretien par action après dilution.

BAlIA libre = BAlIA moins les dépenses d'investissement en entretien.

C/FT distr. = Ratio du cours aux flux de trésorerie distribuables.

Dette/FTD = Ce ratio représente la dette nette réelle de la société (dette à long terme plus fonds de roulement basée sur le plus récent chiffre annuel publié) divisée par les flux de trésorerie distribuables.

› SERVICES FINANCIERS ET SERVICES FINANCIERS DIVERSIFIÉS

Valeur comptable = Valeur nette d'une société par action. Cette valeur représente la valeur des fonds propres totaux de l'entreprise dont on soustrait le capital des actions privilégiées divisé par le nombre d'actions en circulation (basé sur le plus récent chiffre annuel publié).

C/VC = Cours/valeur comptable

› IMMOBILIER

Distributions par part = Valeur brute distribuée par part au cours du plus récent exercice et prévue pour le prochain exercice et l'exercice suivant (Ex1 et Ex2).

Rend. des dist. = Distributions par action ou part pour le prochain exercice et l'exercice suivant (Ex1 et Ex2) en pourcentage du cours.

FPE = Les fonds provenant de l'exploitation sont un indicateur des fonds générés pendant une période donnée, calculé par l'ajustement du bénéfice net en fonction des changements de la juste valeur des biens immobiliers d'investissement, de leur amortissement, des gains et pertes à la vente de ces biens, et des coûts d'acquisition des biens à la fusion d'entreprises.

FPE dilués = Fonds provenant de l'exploitation après dilution.

C/FPE = Cours/fonds provenant de l'exploitation.

› MÉTAUX ET MINÉRAIS: MÉTAUX PRÉCIEUX / MÉTAUX COMMUNS

C/FT = Ratio de valorisation cours/flux de trésorerie. Les calculs du ratio C/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 (BAlIA 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

Analyse sectorielle



Gabriel Dechaine

Analyste
416 869-7442

Adjoints :

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

Banques et compagnies d'assurance vie canadiennes

■ Banques canadiennes : Aperçu du T4 2020 – La croissance remplace le rendement du crédit comme moteur des titres.

Le crédit a été un thème dominant dans le secteur cette année, les investisseurs passant de l'incertitude à l'attente d'un rendement meilleur que prévu en la matière. En effet, nous nous attendons à ce qu'elles obtiennent un tel résultat, qui pourrait entraîner des révisions positives du BPA pour 2021 (c.-à-d. que, selon le consensus, les PPP devraient baisser de 31% l'année prochaine). Un tel scénario sera-t-il suffisant pour faire monter le cours des titres? À notre avis, les perspectives de croissance du chiffre d'affaires, qui sont remises en question par la faiblesse des taux d'intérêt, la faiblesse des tendances de croissance des prêts (autres que les prêts hypothécaires, s'entend) et la robustesse des sociétés comparables sur les marchés des capitaux représentent un facteur plu important. Toute banque qui fait preuve d'une force relative dans ces domaines, en particulier des signes d'amélioration de la trajectoire de croissance des prêts dans les catégories à marge élevée, sera probablement en mesure d'obtenir un rendement supérieur au début de 2021. Notre premier choix est RY.

■ iA Groupe financier (IAG : TSX). Bon trimestre. Contrats de réassurance visant à fournir une protection contre le risque de baisse.

Dans un secteur financier élargi aux perspectives de croissance peu encourageantes, le rendement supérieur du BPA d'IAG au T3 2020 a été une bonne surprise. Si certains éléments sont probablement insoutenables (p. ex., d'énormes bénéfices en assurance IARD), les résultats sous-jacents générés par IAG ont fait preuve de résilience pendant le ralentissement actuel. Les caractéristiques défensives d'IAG se sont également améliorées, ce qui est presque aussi important. Outre un ratio TSAV meilleur que prévu qui réduit encore l'excédent de fonds propres qui existait plus tôt dans l'année, la société a passé plusieurs contrats de réassurance après le trimestre. Ces opérations se traduisent par des gains ponctuels qu'IAG prévoit de « réinvestir » dans le renforcement des hypothèses des provisions techniques qui pourraient être testées pendant le ralentissement (p. ex., hypothèses de rendement des investissements, mortalité, déchéance, etc.) Bien que le contexte macroéconomique soit difficile, IAG reste notre favori parmi les titres qui sont évalués sous leur valeur comptable, classement qui, selon nous, ne devrait pas survivre longtemps.

Sélections

- › iA Groupe financier
- › Banque Royale du Canada
- › Banque Toronto-Dominion

Symb.	Cote du titre	Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 11/30	Dernier exercice déclaré	BPA dilué				VCPA			C/C		Div. %	Cours cible 12 mois	Δ	
							dernier exerc.	est. Ex1	est. Ex2	C/B Ex1	C/B Ex2	dernier trimestre	est. Ex1	est. Ex2	Ex1				Ex2
Banques																			
Bank of Montreal	BMO	RM	62,224	643	93.33	10/2019	9.43	7.18	7.87	13.0	11.9	76.60	76.70	77.58	1.2	1.2	4.4%	87.00	↑
Bank of Nova Scotia	BNS	RM	78,609	1,211	63.20	10/2019	7.14	5.10	5.40	12.4	11.7	51.93	52.30	54.42	1.2	1.2	5.5%	60.00	↑
CIBC	CM	RM	49,475	445	109.48	10/2019	11.92	9.42	10.14	11.6	10.8	83.17	84.19	88.99	1.3	1.2	5.3%	111.00	↑
National Bank	NA	PN	24,687	336	71.94	10/2019	6.36	5.80	5.89	12.4	12.2	38.91	39.21	42.35	1.8	1.7	3.9%	PN	
Royal Bank of Canada	RY	RS	153,867	1,423	106.06	10/2019	8.89	7.78	8.86	13.6	12.0	55.44	56.43	60.94	1.9	1.7	4.0%	107.00	
Toronto-Dominion Bank	TD	RS	127,891	1,804	69.28	10/2019	6.69	4.94	5.90	14.0	11.7	47.80	50.78	53.56	1.4	1.3	4.5%	71.00	
Canadian Western Bank	CWB	RM	2,667	87	30.18	10/2019	3.15	2.91	3.00	10.4	10.1	31.50	31.86	33.36	0.9	0.9	3.8%	30.00	↑
Laurentian Bank	LB	RI	1,442	43	32.54	10/2019	4.26	2.84	2.86	11.5	11.4	53.15	53.27	54.30	0.6	0.6	4.8%	26.00	↑
Assurances																			
Great-West Lifeco	GWO	RM	28,304	928	30.21	12/2019	2.67	2.78	3.02	10.9	10.0	22.57	23.01	24.54	1.3	1.2	5.7%	30.00	↑
iA Financial	IAG	RS	6,258	107	56.87	12/2019	4.87	6.50	6.65	8.7	8.6	54.50	55.64	59.96	1.0	0.9	3.3%	60.00	↑
Manulife Financial	MFC	RM	43,491	1,940	22.13	12/2019	2.22	2.71	2.91	8.2	7.6	25.49	24.74	24.42	0.9	0.9	5.0%	22.00	↑
Sun Life Financial	SLF	RM	34,613	585	57.67	12/2019	4.14	5.35	5.73	10.8	10.1	38.17	39.14	42.90	1.5	1.3	3.7%	59.00	↑

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

Analyse sectorielle



Vishal Shreedhar

Analyste
416 869-7930

—

Adjoints:

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

Alimentation Couche-Tard Inc.

T2 2021 : Des résultats solides soutenus par des mesures d'amélioration

► **Au T2 2021, le BPA ajusté a atteint \$0.66 (est. FBN \$0.53; consensus \$0.51), comparativement à \$0.50 il y a 12 mois :**

Nous considérons que les résultats sont bons, ayant dépassé les attentes grâce à des marges solides sur les ventes de carburants, à une forte croissance des ventes à établissements identiques dans le marchandisage et à un contrôle des FVGA. Soulignons en particulier que le BPA, supérieur à l'estimation de FBN, était attribuable en particulier à un bénéfice brut meilleur que prévu tiré des ventes de carburants (environ \$0.10), du marchandisage (environ \$0.01), et à une baisse des FVGA (environ \$0.03). Le chiffre d'affaires total était de \$10.7 milliards (est. FBN \$12 milliards; consensus \$11.2 milliards), comparativement à \$13.7 milliards un an auparavant. La marge brute totale sur les ventes de marchandises était de \$1,295 millions (est. FBN. \$1,281 millions), contre \$1,214 millions douze mois auparavant. La marge brute sur les carburants et les autres ventes était de \$1,190 millions (est. FBN. \$1,053 millions), comparativement à \$1,115 millions au T2 2020. Le BAIIA ajusté s'est établi à \$1,294 millions (est. FBN \$1,096 millions), contre \$1,070 millions il y a douze mois.

► **Les résultats soutenus par plusieurs mesures d'amélioration:**

Il est maintenant important pour les investisseurs de s'assurer que les récents résultats solides d'ATD, qui a profité de la pandémie (augmentation des marges sur les ventes de carburants, solide croissance des ventes à établissements identiques dans le marchandisage, en partie contrebalancées par une baisse des ventes de carburants en volumes et d'autres facteurs), se maintiennent. S'il est difficile d'évaluer leurs effets individuels, nous pensons que les différentes initiatives de la direction ont également soutenu les résultats, notamment l'optimisation des marges sur les ventes de carburants (ce qui s'est soldé par des avantages en matière d'approvisionnement, une modernisation de la marque, une tarification fondée sur l'intelligence artificielle, etc.) et des améliorations dans le marchandisage (aliments frais, programme de fidélité, ajustements de l'offre, etc.). De plus, nous pensons qu'ATD continuera de bien maîtriser ses FVGA grâce à plusieurs mesures

d'efficacité (meilleur contrôle de la main-d'œuvre, accent porté sur les marchandises non destinées à la revente). Cela dit, le BPA des douze prochains mois devrait tout de même se dégrader en raison de résultats comparatifs difficiles à soutenir sur douze mois, à moins qu'ATD ne tire parti de ses acquisitions.

► **Les fusions-acquisitions restent la priorité :**

Pendant la visioconférence, la direction a indiqué que l'Asie-Pacifique restait une cible privilégiée pour des transactions futures, en particulier l'Asie du Sud-est. Avec l'acquisition de Circle K HK, Couche-Tard acquerra une expérience opérationnelle dans la région. La direction a également indiqué qu'elle mettait à l'arrêt son projet d'acquisition d'Ampol du fait de l'incertitude économique. Nous estimons qu'ATD pourrait réaliser des opérations représentant jusqu'à \$10 milliards sur la base de paramètres d'acquisition moyens.

► **Maintien de la cote Rendement supérieur; cours cible de CA\$55 :**

Notre cours cible d'ATD correspond à 19.0 fois notre estimation du BPA pour 2022/2023 (après ajustement en fonction du change).

Sélection

► *Empire Company*

Distribution et produits de consommation

Analyse sectorielle

Vishal Shreedhar

Analyste

416 869-7930

—

Adjoints:

Paul Hyung: 416 507-9009

Ryan Li: 416 869-6767

Symb.	Cote du titre	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 11/30	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B		BAIIA			VE/BAIIA		Valeur compt.	Ratio d'endet.	Cours cible 12 mois	Δ	
						(A) Dern. Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	(A) Dern. Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2					
Grands magasins																				
Canadian Tire	CTC.a	RS	10,092	60.8	165.97	12/2019	13.07	9.79	13.26	16.9	12.5	2,146	1,945	2,204	7.3	6.4	64.75	0.51	168.00	↑
Dollarama	DOL	RS	16,614	312.5	53.16	02/2019	1.78	1.75	2.18	30.4	24.4	1,111	1,103	1,289	17.8	15.3	0.37	0.96	57.00	↑
Magasins spécialisés																				
Couche Tard	ATD.b	RS	48,064	1,114.4	43.13	04/2020	1.97	2.23	2.18	14.9	15.2	4,365	4,666	4,454	8.8	9.3	10.70	0.32	55.00	↑
Parkland Fuel Corporation	PKI	RS	6,012	151.1	39.78	12/2019	2.56	0.73	1.91	54.6	20.9	1,266	1,049	1,269	9.0	7.4	14.86	0.60	46.00	↑
Habillement																				
Gildan	GIL	RS	6,734	198.3	33.96	12/2019	1.66	(0.44)	1.50	-59.7	17.5	548	109	499	53.5	11.7	7.44	0.37	33.00	↑
Roots Corporation	ROOT	RM	73	42.2	1.74	02/2020	(0.06)	0.20	0.25	8.8	6.8	52	56	57	5.0	5.0	3.36	0.60	1.75	↑
Épiceries																				
Empire Company	EMP.a	RS	9,589	269.8	35.54	05/2020	2.20	2.41	2.63	14.8	13.5	1,892	2,045	2,093	7.6	7.4	15.07	0.59	43.00	↑
Loblaw	L	RM	22,984	358.0	64.20	12/2019	4.12	4.21	4.96	15.2	12.9	4,912	4,974	5,202	7.6	7.3	31.27	0.57	82.00	↑
Metro	MRU	RM	15,076	252.7	59.66	09/2020	2.84	3.28	3.48	18.2	17.1	1,007	1,093	1,054	15.9	16.5	23.98	0.27	65.00	↑
Transformation des aliments																				
Saputo	SAP	RM	14,776	410.1	36.03	03/2020	1.62	1.68	2.12	21.4	17.0	1,468	1,535	1,766	12.0	10.4	15.7	0.36	39.00	↓
Lassonde	LAS.a	RS	1,151	6.9	166.00	12/2019	8.32	13.33	13.13	12.5	12.6	159	208	207	7.1	7.1	115.3	0.28	183.00	↑
Premium Brands Holdings	PBH.TO	R	R	R	R	12/2019	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R
Vente au détail de matelas																				
Sleep Country Canada	ZZZ	RM	888	37.0	23.98	12/2019	1.59	1.72	1.91	13.9	12.6	156	163	171	7.6	7.3	9.12	0.52	29.00	↑
Beauté et soins personnels																				
MAV Beauty Brands	MAV	RS	212	42.4	4.99	12/2019	0.28	0.41	0.49	12.2	10.3	29	35	38	10.0	9.3	5.53	0.37	6.00	↑
Restauration																				
MTY Food Group	MTY	RM	1,276	24.7	51.65	11/2019	3.34	(1.27)	3.17	-40.6	16.3	152	154	171	11.2	10.1	22.93	0.44	49.00	↑
Épicerie en ligne																				
Goodfood Market	FOOD	RS	178	59.0	3.02	08/2019	(0.36)	(0.17)	(0.24)	NA	NA	(16)	(2)	1	NA	NA	0.29	(0.85)	11.00	↑

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

Analyse sectorielle



Matt Kornack

Analyste
416 507-8104

—
Adjoints:

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



Tal Woolley

Analyste
416 507-8009

—
Adjoint:

Eric Kim: 416 869-7566

FPI de détail : Toronto se confine alors que la période de magasinage des Fêtes bat son plein...

▶ **À la suite de l'imposition des mesures de confinement annoncées récemment par le gouvernement de l'Ontario, nous examinons leur impact sur notre univers de couverture.**

En bref, notre point de vue n'a pas beaucoup changé, car nous nous attendions de toute façon à ce que les ventes soient difficiles pendant la période des Fêtes. Et ce, malgré la montée en puissance de certains titres de notre univers pendant la période des résultats en raison des progrès réalisés au chapitre des vaccins. Nos FPI d'immeubles de commerce de détail cotés Rendement supérieur restent les mêmes : CRT (cours cible de \$17.00), CRR (cours cible de \$16.50), APR (cours cible de \$11.50) et REI (cours cible de \$20.00). Nous passons en revue certains des risques que nous voyons augmenter en raison du moment de cette annonce sur un marché important (la région du Grand Toronto représente environ 15% du commerce de détail à l'échelle nationale) et de la raison d'être de nos titres cotés Rendement supérieur. Nous passons également en revue les mesures prises et les facteurs d'atténuation (p. ex., la nouvelle Subvention d'urgence du Canada pour le loyer, ou SUCL).

▶ **Le moment choisi pour cette mesure est malheureux pour les détaillants; il est probable que le risque d'inoccupation après Noël augmente pour les locataires les plus faibles du marché.**

Pour la plupart des types de détaillants, la période de magasinage du T4 peut représenter 25 à 40% du volume annuel des ventes des commerces sur rue. Le commerce de détail étant une activité à coûts fixes élevés, le volume de ventes supplémentaire du T4 a souvent un impact démesuré sur la rentabilité annuelle. Le T4 tend également à être un trimestre à marge brute élevée, car les catégories de cadeaux discrétionnaires ont tendance à être assorties de marges initiales supérieures, surtout avant les Fêtes. Le fait qu'un détaillant en difficulté ait des ventes fortes ou faibles pendant la période de magasinage des Fêtes peut être le facteur qui déterminera définitivement s'il poursuit ses activités, s'il reste dans un endroit particulier ou s'il met la clé sous la porte; d'où la série habituelle de dépôts de demandes de protection en vertu de la LACC que

nous voyons généralement de la part des détaillants après les Fêtes. Par conséquent, la non-conclusion de certaines ventes en début de période de magasinage est susceptible d'avoir un impact significatif sur la rentabilité des locataires et augmente potentiellement le risque de défaillance. Enfin, nous pensons que cela aura un impact sur les détaillants qui n'ont peut-être pas les mêmes capacités en termes de canaux de vente que leurs pairs plus gros et mieux capitalisés.

▶ **Il pourrait y avoir des facteurs atténuants au-delà du soutien au loyer qui pourraient limiter les dégâts.**

Avec la hausse du taux d'inoccupation et les multiples procédures en vertu de la LACC en cours dans le secteur du commerce de détail canadien, les détaillants survivants ont probablement été plus prudents au moment de passer leurs commandes initiales (s'attendant à des volumes moindres) et ont pu prévoir dès le départ la pression sur les marges, car il y aurait des concurrents qui liquideraient leurs stocks au cours de la même période. Les détaillants ont déjà eu un avant-goût de la façon de gérer leurs affaires pendant une période de confinement au début de la pandémie, et nous nous attendons donc à ce qu'il y ait une courbe d'apprentissage dont les détaillants pourraient tirer profit (p. ex., la plupart d'entre eux auraient maintenant un système de ramassage en bordure de route en place et se concentreraient sur l'exécution des commandes en ligne). Enfin, le déploiement de la SUCL peut également avoir un impact sur la viabilité des locataires (voir détails ci-joint).

▶ **Les FPI du secteur du commerce de détail, qui ont un levier financier inférieur et des taux de recouvrement supérieurs, restent nos meilleurs choix parmi les FPI de détail.**

Dans notre aperçu du T3, nous avons expliqué que les titres cotés Rendement supérieur dans le secteur de la vente au détail se trouvaient en grande partie parmi les FPI contrôlées par des détaillants (p. ex., CRT, CRR (Rendement supérieur) et CHP (Rendement moyen)). La plupart de ces FPI ont des centres commerciaux dont le locataire pilier est un prestataire de services essentiels comme un épicier (p. ex., Loblaw, Empire, entre autres) et/ou un commerçant offrant certains services essentiels, ayant des racines locales et une offre tous canaux en voie d'amélioration (Canadian Tire). Nous tenons également à souligner à nouveau, comme nous l'avons fait dans notre aperçu, que parmi les FPI de

Immobilier

Analyse sectorielle

Matt Kornack

Analyste
416 507-8104

Adjoints :

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

Tal Woolley

Analyste
416 507-8009

Adjoint :

Eric Kim
416 869-7566

détail plus diversifiées (c.-à-d. REI, FCR et SRU), SRU pourrait également être classée de cette façon, puisqu'environ 25% de ses loyers annuels proviennent de Walmart Canada. Nous avons également souligné que nous avons d'autres titres cotés Rendement supérieur, comme REI, dans notre liste trimestrielle des 10 premiers choix, car il s'agissait de titres à grande capitalisation qui avaient été malmenés et qui étaient prêts à rebondir sur toute bonne nouvelle, ce que nous avons vu au milieu de la période des résultats, avec la publication de données solides sur les vaccins. Ce cycle devrait se poursuivre pendant la période des Fêtes, à mesure que nous recevons d'autres nouvelles sur les perspectives d'approbation et de livraison des vaccins.

Sélections

- › Boardwalk REIT
- › Allied REIT
- › RioCan REIT
- › H&R REIT
- › CAP REIT
- › ERES REIT
- › Tricon
- › InterRent REIT
- › CT REIT
- › Killam REIT

Cote du		Cap.	Distributions par part			Rend. des distributions			FPE dilués			C/FPPE			12 mois							
Symb.	titre	Δ	(M)	Analyste	Cours	(A)	est.	est.	2019A	2020E	2021E	courant	(A)	est.	est.	(A)	est.	est.	Cours	Rend.		
					11-30	2019	2020	2021				annualisé	2019	2020	2021	2019A	2020E	2021E	VAN	Cible	total ⁽¹⁾	Δ
Détail																						
RioCan REIT	REI.un	RS	↔	\$5,415	\$17.54	\$1.44	\$1.44	\$1.44	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	\$1.87	\$1.62	\$1.57	9.4x	10.8x	11.2x	\$22.40	\$20.00	22.2%	↔
Choice Properties REIT	CHP.un	RM	↔	\$9,269	\$13.25	\$0.74	\$0.74	\$0.74	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	\$0.99	\$0.93	\$1.01	13.4x	14.2x	13.2x	\$12.20	\$13.50	7.5%	↑
First Capital REIT	FCR.un	RM	↔	\$3,411	\$15.57	\$0.86	\$0.86	\$0.86	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	\$1.23	\$0.99	\$1.04	12.6x	15.8x	15.0x	\$17.10	\$15.00	1.9%	↔
SmartCentres REIT	SRU.un	RM	↔	\$4,098	\$24.09	\$1.76	\$1.81	\$1.85	7.3%	7.5%	7.7%	7.7%	\$2.27	\$2.17	\$2.06	10.6x	11.1x	11.7x	\$28.60	\$26.00	15.5%	↑
CT REIT	CRT.un	RS	↔	\$3,292	\$14.91	\$0.73	\$0.76	\$0.79	4.9%	5.1%	5.3%	5.4%	\$1.17	\$1.18	\$1.24	12.7x	12.6x	12.0x	\$15.50	\$17.00	19.1%	↑
Crombie REIT	CRR.un	RS	↔	\$2,231	\$14.71	\$0.89	\$0.89	\$0.89	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	\$1.16	\$1.05	\$1.13	12.7x	14.0x	13.0x	\$14.40	\$16.50	18.2%	↑
Automotive Properties REIT	APR.un	RS	↔	\$431	\$10.84	\$0.80	\$0.80	\$0.80	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	\$1.00	\$0.90	\$0.94	10.9x	12.0x	11.5x	\$10.00	\$11.50	14.4%	↔
Bureau & Diversifié																						
Allied Properties REIT	AP.un	RS	↔	\$5,195	\$40.82	\$1.60	\$1.65	\$1.68	3.9%	4.0%	4.1%	4.0%	\$2.30	\$2.29	\$2.30	17.8x	17.8x	17.7x	\$47.95	\$48.00	21.6%	↔
DREAM Office REIT	D.un	RS	↔	\$1,191	\$21.10	\$1.00	\$1.00	\$1.00	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	\$1.68	\$1.50	\$1.56	12.5x	14.0x	13.5x	\$24.70	\$22.00	9.0%	↔
Slate Office REIT	SOT.un	RM	↔	\$305	\$4.18	\$0.49	\$0.40	\$0.40	11.7%	9.6%	9.6%	9.6%	\$0.76	\$0.71	\$0.69	5.5x	5.9x	6.1x	\$4.35	\$4.00	5.3%	↔
NorthWest H.P. REIT	NWH.un	RM	↔	\$2,161	\$12.18	\$0.80	\$0.80	\$0.80	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	\$0.73	\$0.83	\$0.89	16.6x	14.6x	13.7x	\$11.00	\$13.00	13.3%	↑
H&R REIT	HR.un	RS	↔	\$4,273	\$14.16	\$1.38	\$0.92	\$0.69	9.7%	6.5%	4.9%	4.9%	\$1.73	\$1.66	\$1.74	8.2x	8.5x	8.1x	\$20.35	\$15.50	16.0%	↑
Cominar REIT	CUF.un	RES	↔	\$1,629	\$8.93	\$0.72	RES	RES	8.1%	RES	RES	RES	\$1.13	RES	RES	7.9x	RES	RES	\$10.80	RES	RES	↑
Aris REIT	AX.un	RM	↔	\$1,453	\$10.72	\$0.99	\$0.54	\$0.56	9.2%	5.0%	5.2%	5.0%	\$1.41	\$1.41	\$1.34	7.6x	7.6x	8.0x	\$11.55	\$10.00	-1.7%	↑
BTB REIT	BTB.un	RM	↔	\$229	\$3.64	\$0.42	\$0.36	\$0.30	11.5%	9.9%	8.2%	8.2%	\$0.41	\$0.38	\$0.38	8.8x	9.6x	9.5x	\$3.90	\$3.50	6.0%	↑
Industriel																						
Granite REIT	GRT.un	OP	↔	\$4,428	\$76.55	\$3.10	\$2.92	\$3.00	4.0%	3.8%	3.9%	3.8%	\$3.75	\$4.05	\$4.32	20.4x	18.9x	17.7x	\$75.35	\$88.50	19.4%	↑
DREAM Industrial REIT	DIR.un	RS	↔	\$2,181	\$12.74	\$0.70	\$0.70	\$0.70	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	\$0.78	\$0.71	\$0.80	16.3x	17.9x	15.9x	\$12.30	\$13.50	11.5%	↑
WPT Industrial REIT	WIRU-T	RS	↔	\$623u	\$13.99u	\$0.76u	\$0.76u	\$0.76u	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	\$0.88u	\$0.95u	\$1.06u	15.9x	14.7x	13.2x	\$14.70u	\$15.50u	16.2%	↑
Summit Industrial	SMU.un	RS	↔	\$2,217	\$13.25	\$0.60	\$0.54	\$0.55	4.6%	4.1%	4.2%	4.1%	\$0.58	\$0.66	\$0.67	22.8x	20.1x	19.9x	\$12.80	\$15.25	19.2%	↑
Hôtels																						
American Hotel Income Properties	HOT.un	RM	↔	\$285	\$3.65	\$0.65u	\$0.65u	\$0.65u	23.4%	23.4%	23.4%	23.4%	\$0.73u	(0.08)u	\$0.11u	3.8x	-35.7x	25.9x	\$2.90	\$3.00	5.6%	↔
Appartements																						
CAP REIT	CAR.un	RS	↔	\$8,782	\$51.16	\$1.37	\$1.38	\$1.40	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	\$2.13	\$2.26	\$2.41	24.0x	22.6x	21.2x	\$54.10	\$60.00	20.0%	↑
Boardwalk REIT	BEL.un	RS	↔	\$1,767	\$34.63	\$1.00	\$1.00	\$1.00	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	\$2.61	\$2.77	\$2.78	13.3x	12.5x	12.5x	\$42.55	\$42.00	24.2%	↑
Killam Apartment REIT	KMP.un	RS	↔	\$1,885	\$17.62	\$0.65	\$0.68	\$0.70	3.7%	3.8%	3.9%	3.9%	\$0.98	\$1.02	\$1.06	18.0x	17.3x	16.6x	\$20.70	\$21.00	23.0%	↔
InterRent REIT	IP.un	RS	↔	\$1,994	\$14.02	\$0.29	\$0.31	\$0.33	2.1%	2.2%	2.3%	2.3%	\$0.49	\$0.48	\$0.52	28.8x	29.4x	26.8x	\$14.35	\$15.00	9.2%	↔
Minto Apartment REIT	MI.un	RM	↔	\$692	\$19.09	\$0.41	\$0.41	\$0.41	2.1%	2.1%	2.1%	2.4%	\$0.78	\$0.86	\$0.93	24.6x	22.2x	20.6x	\$19.00	\$21.00	12.4%	↓
BSR REIT	HOM.un	RS	↔	\$408	\$10.27u	\$0.50u	\$0.50u	\$0.50u	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	\$0.73u	\$0.61u	\$0.65u	14.0x	16.7x	15.8x	\$11.95u	\$12.50u	26.6%	↑
ERES REIT	ERE.un	RS	↔	\$976	\$4.23	\$0.17	\$0.17	\$0.17	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	\$0.19	\$0.20	\$0.22	22.8x	21.0x	19.4x	\$5.13	\$5.20	26.9%	↔
International																						
Inovalis REIT	INO.un	RM	↔	\$292	\$8.69	\$0.83	\$0.83	\$0.83	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	\$0.85	\$0.66	\$0.66	10.2x	13.2x	13.2x	\$11.05	\$9.50	18.8%	↑
Residences pour personnes âgées																						
Charwell Retirement Residences	CSH.un	RS	↔	\$2,137	\$9.79	0.59	0.60	0.60	6.0%	6.1%	6.1%	6.1%	0.92	0.73	0.77	10.6x	13.4x	12.7x	\$11.20	\$13.50	44.0%	↑
Sienna Senior Living	SIA	RS	↔	\$904	\$13.48	0.90	0.92	0.94	6.7%	6.9%	6.9%	6.9%	1.38	1.01	1.05	9.7x	13.3x	12.9x	\$15.40	\$15.00	18.1%	↑
Extandicare	EXE	RM	↔	\$597	\$6.67	0.48	0.48	0.48	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	0.52	0.80	0.33	12.9x	8.3x	20.4x	\$7.30	\$7.00	12.1%	↑
Invesque	IVQu	RM	↔	\$105	\$1.88u	\$0.74u	\$0.74u	\$0.74u	39.2%	39.2%	39.2%	0.0%	\$0.75u	\$0.70u	\$0.58u	2.5x	2.7x	3.3x	\$2.50u	\$2.25u	58.9%	↓
Entreposage libre-service																						
StorageVault Canada	SVLV	RS	↔	\$1,430	\$3.91	\$0.01	\$0.01	\$0.01	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	\$0.09	\$0.12	\$0.12	44.1x	33.4x	31.4x	\$3.45	\$4.50	15.4%	↑
MHC																						
Flagship Communities REIT	MHCu.T	RS	↔	\$191	\$15.10	n/a	n/a	\$0.51	n/a	n/a	3.4%	3.4%	n/a	n/a	\$0.87	n/a	n/a	17.4x	\$16.90	\$18.00	22.6%	↔
Gestion d'actifs																						
Tricon Capital Group	TCN	RS	↔	\$2,497	\$10.95	\$0.28	\$0.28	\$0.28	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	\$0.42u	\$0.42u	\$0.44u	19.9x	19.9x	19.0x	\$13.89	\$14.00	30.4%	↔

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; pour Amica, les distributions sont trimestrielles

Métaux et minerais : métaux communs

Analyse sectorielle



Don DeMarco

Analyste
416 869-7572

—
Adjoint:
Harmen Puri: 416 869-8045



Shane Nagle, CFA

Analyste
416 869-7936

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

Viser les titres aux éléments catalyseurs propres à entraîner une transformation

Ces derniers mois, les marchés des métaux communs sont remontés aux niveaux d'avant la COVID-19, soutenus en partie par la solide reprise économique de la Chine, des progrès encourageants dans la recherche sur les vaccins contre la COVID-19 et des perturbations dans l'approvisionnement des mines, ce qui continue d'attirer les intérêts spéculatifs et de soutenir la hausse des prix. Il demeure des incertitudes quant à savoir dans quelle mesure les pays peuvent contenir de nouvelles vagues d'infections à court terme, ce qui pourrait influencer les perspectives macroéconomiques à court terme, de sorte que nous maintenons notre point de vue éclairé d'une prudence modeste.

Notre parti pris positif à long terme pour les métaux communs reste inchangé, en raison de l'absence d'une réserve de projets à un stade avancé et de l'apparition d'un déficit structurel dans les années à venir pour plusieurs produits de base (notamment le cuivre). 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. Dans le contexte actuel des produits de base, nous nous tournons vers des titres présentant de puissants catalyseurs de transformation et des liquidités suffisantes pour faire face à la volatilité des prix des produits de base.

► Premiers choix :

- › **First Quantum Minerals. (FM: TSX)** – La base d'actifs de grande qualité de la société, son profil de croissance endogène et son exposition aux prix du cuivre à long terme en font un titre en bonne posture pour une reprise économique. FM est le plus susceptible de fournir un flux d'informations significatives au cours des 12 prochains mois avec la vente potentielle d'actifs non essentiels, qui pourrait inclure une participation minoritaire dans ses activités en Zambie ainsi que dans Ravensthorpe. Ces désinvestissements stratégiques permettraient de réduire l'endettement, ce qui rassurerait les investisseurs en cas de baisse des prix du cuivre et réduirait l'exposition globale de la société aux futures augmentations de coûts en Zambie. Tout nouvel éclaircissement concernant la structure des impôts/redevances à long terme au Panama et en Zambie améliorerait les perspectives de la société.

- › **Capstone Mining. (CS: TSX)** – Capstone devrait produire plusieurs éléments catalyseurs qui entraîneront de meilleures perspectives de croissance à court terme, avec notamment des initiatives visant à atteindre un débit durable des installations de traitement de Pinto Valley de 57,000 t/j d'ici le premier semestre de 2021 et une éventuelle extension de la durée de vie de la mine de Cozamin en y intégrant une nouvelle usine de remblai à pâte. Avec l'amélioration des prix du cuivre, les éléments catalyseurs qui se profilent devant donner lieu à une augmentation durable de la production de 20% et à une diminution des coûts d'exploitation de 10% dès 2021 ainsi que des résultats opérationnels solides depuis le début de l'année malgré les perturbations liées à la COVID-19, la société tire bien son épingle du jeu, surtout avec sa valorisation à décote par rapport aux sociétés comparables.

- › **Ressources Teck (TECK.B : TSX)** – Malgré l'incertitude qui plane à court terme sur les prix du charbon cokéifiable, l'échéance éloignée de la dette de la société lui confère une position de force pour faire face à la baisse actuelle des prix des matières premières. Le bilan solide de Teck, ses mesures de réduction des coûts, la croissance endogène de la division cuivre et son engagement à rembourser du capital aux actionnaires sont autant d'éléments qui favorisent une valorisation plus élevée que celle actuellement attribuée par le marché.

Sélections

- › **First Quantum**
- › **Capstone Mining**
- › **Teck Resources**

Métaux et minerais : métaux communs

Analyse sectorielle

Don DeMarco

Analyste

416 869-7572

Adjoint:

Harmen Puri: 416 869-8045

Shane Nagle, CFA

Analyste

416 869-7936

—

Adjoints:

Lola Aganga: 416 869-6516

Ahmed Al-Saidi: 416 869-7535

	Symbole	Cote du Titre	Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	12 mois			Analyste	BPA			C/B		FTP			C/I/T		Valeur	
						Cours 11/30	Cours Cible	Δ		(A) Dern.Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	(A) Dern.Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex.1	Ex.2	Actif Net	CVAN
Production																					
Capstone Mining	CS	RS		788	400.0	1.97	2.10	-	Nagle	(0.02)u	0.02u	0.20u	86.0x	10.1x	0.21u	0.16u	0.43u	9.3x	3.4x	2.19	0.9x
Copper Mountain Mining	CMMC	RM		314	191.5	1.64	1.65	↑	DeMarco	0.14c	0.07c	0.36c	22.1x	4.5x	0.13c	0.27c	0.56c	6.1x	2.9x	1.42	1.2x
Ero Copper	EROC	RM		1,933	86.8	22.28	25.00	↑	Nagle	0.97u	1.32u	1.60u	12.7x	13.9x	1.54u	2.13u	2.37u	7.9x	7.1x	35.12	0.6x
First Quantum Minerals	FM	RS		12,706	689.4	18.43	19.00	-	Nagle	0.36u	(0.05)u	0.76u	n/a	24.2x	1.95u	2.62u	3.72u	5.3x	3.7x	18.59	1.0x
Hudbay Minerals	HBM	RM		2,148	261.3	8.22	7.00	-	Nagle	(0.19)u	(0.47)u	(0.19)u	n/a	n/a	1.19u	0.99u	1.60u	6.2x	3.9x	5.59	1.5x
Lundin Mining	LUN	RM	↓	7,616	733.7	10.38	10.25	↑	Nagle	0.25u	0.24u	0.54u	32.7x	19.1x	0.79u	0.94u	1.45u	8.3x	5.4x	9.00	1.2x
Nexa Resources	NEXA	RM		1,347	132.4	10.17	10.00	-	Nagle	0.19u	(1.11)u	(0.26)u	n/a	n/a	2.35u	1.47u	2.61u	5.2x	2.9x	22.88	0.4x
Sherritt International	S	RM		133	397.3	0.34	0.35	-	DeMarco	(0.34)c	(0.27)c	0.04c	n/a	8.9x	0.03c	(0.03)c	0.14c	-	2.5x	0.53	0.6x
Taseko Mines	TKO	RM		315	246.1	1.28	1.75	-	DeMarco	(0.28)c	(0.13)c	0.03c	n/a	41.9x	0.21c	0.41c	0.39c	3.1x	3.3x	1.64	0.8x
Teck Resources	TECKb	RS		10,896	531.0	20.52	22.00	-	Nagle	2.77c	0.64c	1.74c	32.1x	11.8x	6.51c	2.98c	5.33c	6.9x	3.8x	24.83	0.8x
Titan Mining	TI	RM		77	123.0	0.63	0.60	-	Nagle	(0.09)c	(0.18)c	0.20c	n/a	3.1x	(0.05)c	0.04c	0.30c	12.6x	1.6x	0.90	0.7x
Trevali Mining	TV	R		R	R	R	R	-	Nagle	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R
Sociétés de mise en valeur																					
Adventus Mining	ADZN	RS		117	130.5	0.90	1.65	-	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	2.07	0.4x
Filo Mining	FL	RM		205	110.8	1.85	3.50	-	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	5.52	0.3x
Nevada Copper	NCU	RM		98	819.7	0.12	0.25	-	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.42	0.3x
Josemaria Resources	JOSE	RM		218	275.8	0.79	1.15	-	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	1.64	0.5x
Trilogy Metals	TMQ	RS		352	140.9	2.50	3.75	-	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	4.42	0.6x

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

u = dollars US; c = dollars canadiens

Source: Rapports des sociétés, Estimations FBN, Refinitiv

Métaux et minerais : métaux précieux

Analyse sectorielle



Don DeMarco

Analyste
416 869-7572

—
Adjoint:
Harmen Puri: 416 869-8045



Shane Nagle, CFA

Analyste
416 869-7936

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



Michael Parkin

Analyste
416 869-6766

—
Adjoints:
James Duncan: 416 869-8511
Jonathan Egilo: 416 507-8177



John Sclodnick

Analyste
416-869-8044

—
Adjoint:
Rabi Nizami: 416 869-7925

Le contexte macroéconomique actuel soutient un rendement supérieur de l'or

▣ Les événements mondiaux des derniers mois ont instauré un contexte favorable à la hausse du prix de l'or.

Les répercussions économiques de la COVID-19 ont forcé les banques du monde entier à prendre des mesures drastiques. Les taux d'intérêt ont été réduits et des mesures de soutien sans précédent ont été approuvées. La baisse des taux des bons du Trésor américain a créé un environnement de taux réels faibles ou négatifs, dans lequel l'or dépasse habituellement le marché. Les tensions inflationnistes qui découlent du programme d'assouplissement quantitatif de la Fed américaine associées à l'attrait des investisseurs pour les actifs physiques en période d'incertitude ne font que confirmer notre opinion.

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

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

Sélections

Producteurs d'or/d'argent :

- **SSR Mining**
(SSRM : TSX; cours cible de CA\$44.00)
- **B2Gold Corp.**
(BTO : TSX; cours cible de CA\$12.00)
- **Dundee Precious Metals Inc.**
(DPM : TSX; cours cible de CA\$14.50)
- **Endeavour Mining Corp.**
(EDV : TSX; cours cible de CA\$60.00)

Sociétés de mise en valeur :

- **Marathon Gold Corp.**
(MOZ : TSX; cours cible de \$3.00)

Sociétés de redevances :

- **Sandstorm Gold Ltd.**
(SSL : TSX; cours cible de \$15.50)

Métaux et minerais : métaux précieux

Analyse sectorielle

Don DeMarco

Analyste
416 869-7572

Adjoint:

Harmen Puri
416 869-8045

Shane Nagle, CFA

Analyste
416 869-7936

Adjoints:

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

Michael Parkin

Analyste
416 869-6766

Adjoints:

James Duncan: 416 869-8511
Jonathan Egilo: 416 507-8177

John Sclodnick

Analyste
416 869-8044

Adjoint:

Rabi Nizami
416 869-7925

Symbole	Cote du Titre	Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	12 mois			BPA			C/B		FTP			C/FT		Valeur			
					Cours 11/30	Cours Cible	Δ	(A) Analyste	est. Dem.Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	(A) Dem.Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	Net	C/VAN	
Grands producteurs (production >1 Moz)																					
Agnico-Eagle Mines Ltd	AEM	RS	20,498	242.35	84.58	124.00	↓	Parkin	0.96u	2.08u	3.81u	31.4x	17.1x	3.64u	5.40u	5.40u	12.1x	12.1x	63.17	1.3x	
Barrick Gold	ABX	RM	52,837	1,778.13	29.72	43.00	↑	Parkin	0.51u	1.08u	1.09u	21.3x	21.1x	1.81u	3.06u	3.06u	7.5x	7.5x	23.57	1.3x	
Kinross Gold Corp	K	RS	11,755	1,277.67	9.20	18.00	↑	Parkin	0.31u	0.71u	0.96u	10.0x	7.4x	0.80u	1.31u	1.31u	5.4x	5.4x	14.23	0.6x	
Kirkland Lake Gold Corp	KL	RM	13,708	260.82	52.56	75.00	↓	Parkin	2.74u	3.44u	4.48u	11.8x	9.0x	4.46u	4.97u	4.97u	8.2x	8.2x	36.35	1.4x	
Newmont	NGT	RS	61,047	803.36	75.99	122.00	↑	Parkin	1.32u	2.34u	3.96u	25.0x	14.8x	4.31u	5.98u	5.98u	9.8x	9.8x	57.29	1.3x	
Sociétés de redevances																					
Franco-Nevada Corp	FNV	RM	32,989	190.8	172.87	225.00	-	Nagle	1.82u	2.42u	2.92u	53.7x	59.2x	3.36u	3.90u	4.72u	33.3x	27.5x	75.81	2.3x	
Maverix Metals Inc	MMX	RM	933	140.2	6.65	7.75	-	Nagle	0.08u	0.07u	0.03u	n/a	207.8x	0.27u	0.26u	0.25u	25.6x	26.5x	5.02	1.3x	
Osisko Gold Royalties Ltd	OR	RS	2,347	166.3	14.11	23.00	-	Nagle	0.27u	0.31u	0.69u	n/a	20.4x	0.64u	0.73u	1.18u	19.4x	12.0x	17.00	0.8x	
Royal Gold Inc	RGLD	RM	7,207	65.2	110.47u	170.00u	-	Nagle	2.60u	2.83u	3.45u	39.0x	32.0x	4.56u	6.09u	6.19u	13.6x	13.4x	73.20	1.5x	
Sandstorm Gold Ltd	SSL	RS	1,808	191.1	9.46	15.50	-	Nagle	0.06u	0.12u	0.23u	59.3x	41.1x	0.34u	0.34u	0.44u	20.9x	16.2x	9.98	0.9x	
Wheaton Precious Metals Corp	WPM	RS	22,522	449.3	50.13	90.00	-	Nagle	0.56u	1.15u	1.49u	32.8x	33.6x	1.14u	1.76u	2.05u	21.4x	18.4x	29.40	1.7x	
Producteurs intermédiaires (production >250 Koz)																					
Alamos Gold Inc	AGI	RS	4,166	391.55	10.64	16.00	↓	Parkin	0.21u	0.41u	0.55u	20.0x	14.9x	0.75u	0.99u	0.99u	8.3x	8.3x	10.99	1.0x	
B2Gold	BTO	RS	7,646	1,030.4	7.42	12.00	↓	DeMarco	0.25u	0.50u	0.54u	14.8x	13.9x	0.51u	0.85u	0.88u	8.8x	8.4x	5.56	1.3x	
Centerra Gold Inc	CG	RS	3,682	295.78	12.45	20.50	↑	Parkin	2.35u	2.06u	0.51u	4.7x	18.9x	1.36u	2.91u	3.45u	3.3x	2.8x	17.52	0.7x	
Dundee Precious Metals	DPM	RS	1,601	181.3	8.83	14.50	↓	DeMarco	0.26u	0.98u	1.04u	9.0x	8.5x	0.62u	1.37u	1.85u	6.4x	4.8x	11.38	0.8x	
Eldorado Gold Corp	ELD	RS	2,676	174.78	15.31	22.00	↑	Parkin	(0.02)u	1.04u	1.00u	14.8x	15.3x	0.93u	2.45u	2.45u	4.8x	4.8x	23.84	0.6x	
Endeavour Mining	EDV	RS	5,101	163.1	31.28	60.00	↓	DeMarco	0.68u	2.40u	3.20u	13.0x	9.8x	2.68u	5.21u	6.39u	6.0x	4.9x	37.46	0.8x	
Equinox Gold Corp	EQX	RS	3,098	241.9	12.81	20.25	↓	Sclodnick	(0.13)u	0.57u	1.26u	22.5x	10.2x	0.68u	1.16u	2.15u	11.1x	6.0x	18.00	0.7x	
IAMGOLD Corp	IMG	RS	2,080	473.80	4.39	7.50	↓	Parkin	(0.03)u	0.29u	0.58u	11.8x	5.8x	0.75u	0.86u	0.86u	4.0x	4.0x	8.64	0.5x	
Lundin Gold Inc.	LUG	RS	2,532	230.0	11.01	16.25	↑	Sclodnick	n/a	0.54u	1.14u	20.5x	9.7x	0.73u	1.46u	15.2x	7.6x	14.39	0.8x		
New Gold Inc	NGD	RS	1,595	676.05	2.36	4.00	↑	Parkin	(0.08)u	(0.00)u	0.15u	n/a	15.5x	0.39u	0.37u	0.37u	4.9x	4.9x	4.01	0.6x	
Oceana Gold Corp	OGC	RS	1,144	703.99	1.63	4.00	↓	Parkin	0.06u	(0.08)u	0.20u	n/a	8.1x	0.33u	0.31u	0.31u	4.0x	4.0x	3.64	0.4x	
SSR Mining Inc	SSRM	RS	5,175	219.36	23.59	44.00	↓	Parkin	0.74u	1.47u	2.55u	12.3x	7.1x	1.59u	2.20u	2.20u	8.3x	8.3x	31.74	0.7x	
Teranga Gold Corp	TGZ	AO	2,453	167.5	14.64	28.25	↑	DeMarco	0.01u	0.75u	1.64u	19.5x	8.9x	0.50u	1.68u	3.14u	8.7x	4.7x	14.79	1.0x	
Yamana Gold Inc	YRI	RM	6,570	986.45	6.66	9.00	↓	Parkin	0.10u	0.30u	0.30u	17.0x	17.3x	0.51u	0.73u	0.73u	7.0x	7.0x	5.51	1.2x	
Producteurs d'argent																					
First Majestic Silver Corp	FR	RM	3,069	214.9	14.28	18.00	↓	DeMarco	0.03u	0.21u	0.39u	69.3x	36.6x	0.53u	0.54u	1.01u	26.6x	14.1x	6.95	2.1x	
Fortuna Silver Mines Inc	FVI	RM	1,605	184.0	8.72	11.00	↓	DeMarco	0.18u	0.15u	0.94u	57.7x	9.3x	0.45u	0.47u	1.57u	18.5x	5.6x	7.07	1.2x	
Pan American Silver	PAAS	RM	8,400	210.1	39.98	57.00	↓	DeMarco	0.60u	1.03u	2.15u	38.7x	18.6x	1.60u	1.95u	3.49u	20.5x	11.5x	24.92	1.6x	
Petits producteurs (production <250 Koz)																					
Argonaut Gold Inc.	AR	RS	681	293.7	2.32	4.25	↓	Sclodnick	0.26u	0.23u	0.41u	10.2x	5.6x	0.40u	0.35u	0.76u	6.6x	3.1x	4.66	0.5x	
Golden Star Resources	GSC	RS	572	109.6	5.22	8.25	↓	DeMarco	0.21u	0.31u	0.66u	16.7x	7.9x	0.40u	0.74u	0.95u	7.1x	5.5x	7.04	0.7x	
TMAC Resources	TMR	AO	163	130.3	1.25	1.75	↓	DeMarco	0.04u	0.16u	(0.21)u	7.6x	-	0.76u	0.66u	(0.21)u	1.9x	-	1.71	0.7x	
Wesdome Corp.	WDO	RS	1,565	138.4	11.31	17.50	↓	DeMarco	0.32u	0.49u	0.80u	22.3x	14.1x	0.56u	0.79u	1.07u	14.4x	10.6x	11.55	1.0x	
Sociétés de mise en valeur																					
Artemis Gold Inc.	ARTG	RS	725	122.7	5.91	8.50	↓	DeMarco	0.00u	(0.04)u	(0.02)u	-	-	0.00u	(0.08)u	(0.02)u	-	-	8.37	8.37	
Barsele Minerals Corp.	BME	RM	80	128.5	0.62	0.60	↓	Sclodnick	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.78	0.8x
Bluestone Resources Inc.	BSR	RS	266	143.0	1.86	3.50	↓	Sclodnick	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	3.80	0.5x
Falco Resources Ltd.	FPC	RM	94	207.9	0.45	0.55	↓	Sclodnick	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.59	0.8x
Integra Resources Corp.	ITR	RS	240	54.6	4.40	7.25	↓	Sclodnick	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	7.73	0.6x
Liberty Gold Corp	LGD	RS	421	243.6	1.73	2.90	↓	Sclodnick	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	3.54	0.5x
MAG Silver Corp	MAG	RS	1,967	91.2	21.57	29.50	↓	DeMarco	(0.06)u	(0.18)u	0.59u	-	36.7x	(0.04)u	(0.04)u	0.80u	-	27.0x	19.50	1.1x	
Marathon Gold Corp.	MOZ	RS	526	205.6	2.56	3.00	↓	Sclodnick	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	3.49	0.7x
Minera Alamos	MAI	RS	292	436.2	0.67	1.10	↑	Sclodnick	n/a	n/a	0.04u	n/a	18.2x	n/a	n/a	0.05u	n/a	n/a	13.1x	0.97	0.7x
O3 Mining Inc.	OIII	RS	175	60.2	2.90	4.75	↓	DeMarco	(0.09)u	(0.20)u	-	-	-	(0.09)u	(0.20)u	-	-	-	6.52	6.52	
Osisko Mining	OSK	RS	1,336	340.7	3.92	6.25	↓	DeMarco	(0.16)u	(0.05)u	(0.04)u	-	-	(0.00)u	(0.02)u	(0.02)u	-	-	5.00	5.00	
Pure Gold Mining Inc.	PGM	RM	855	363.6	2.23	2.50	↓	Sclodnick	n/a	n/a	0.06u	n/a	38.1x	n/a	n/a	0.14u	n/a	15.5x	2.39	0.9x	
Sabina Gold and Silver Corp.	SBB	RS	786	324.8	2.42	3.25	↓	Sclodnick	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	3.56	0.7x	
SilverCrest Metals	SL	RS	1,524	128.5	11.86	17.00	↓	DeMarco	(0.22)u	(0.23)u	(0.04)u	-	-	(0.19)u	(0.20)u	(0.03)u	-	-	10.96	1.1x	

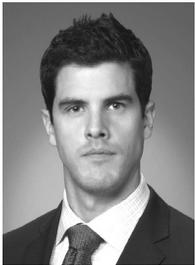
Système de notation: RS = Rendement supérieur; RM = Rendement moyen; RI = Rendement inférieur; R = Restriction; AO = Accepter offre; ER = En révision
Source: Rapports des sociétés, Estimations FBN, Refinitiv

u = dollar US; c = dollars canadiens

Pétrole et gaz

Analyse sectorielle

Moyennes sociétés et services pétroliers



Dan Payne

Analyste
403 290-5441

Adjoints :

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

Grandes capitalisations



Travis Wood

Analyst
403-290-5102

Adjoints :

Logan Fisher : 403-441-0933
Andrew Nguyen : 403-290-5445

Perspectives

► Pétrole brut :

Le pétrole brut poursuit sa hausse, soutenu par les progrès prometteurs réalisés dans le développement des vaccins, les prix au comptant du pétrole WTI ayant récemment atteint environ US\$45.71 le baril, son prix le plus élevé depuis mars (en hausse de 10% à 15% environ depuis le début de novembre). L'optimisme est maintenant de mise, car plusieurs vaccins devraient être approuvés et prêts à être distribués dès le début de l'année prochaine, ce qui a suscité un certain enthousiasme pour le pétrole brut. Pour l'avenir, la courbe des prix à terme est à peu près plane, les prix du CAL21, CAL22 et CAL23 oscillant autour de US\$45 et US\$46 le baril. Comparativement, nos prévisions de prix des matières premières se situent à US\$42.25/b pour le WTI en 2021 et US\$50.00/b pour 2022-2023. En attendant, les facteurs négatifs restent intacts, en particulier le risque de nouvelles mesures de confinement décrétées par les gouvernements pour freiner la propagation de la COVID-19. En outre, les pays de l'OPEP+ devraient se réunir au début de décembre pour débattre de la prolongation des restrictions de production pendant quelques mois encore face à la volatilité de la demande. Selon certaines sources, la majorité des producteurs de l'OPEP+ seraient favorables à cette mesure. Vu la fragilité actuelle du marché du pétrole brut, les conclusions de la réunion devraient orienter la trajectoire des prix à l'entrée dans la nouvelle année.

► Natural Gas :

Les prix du gaz naturel ont commencé à baisser ces dernières semaines (entre -10% et -15%), reflétant une corrélation inverse avec les prix du pétrole. En novembre, les prix des gaz NYMEX et de l'AECO étaient en moyenne de US\$2.85/MBTU et CA\$2.70/GJ, respectivement. Les prix à terme pour 2021 pour les gaz NYMEX et AECO sont de US\$2.81/MBTU et CA\$2.43/GJ, respectivement (comparativement à nos prévisions de près de US\$2.90/MBTU et C\$2.70/GJ). Le gaz naturel subit des pressions à la baisse d'une multitude de facteurs, notamment les prévisions d'un hiver plus chaud, les indications de producteurs annonçant qu'ils vont relever leur production à l'approche de

l'hiver et une augmentation du nombre d'appareils de forage. Si les prévisions météorologiques ne s'améliorent pas pour l'hiver, il faut s'attendre à ce que les prix continuent de baisser. En ce qui concerne les stocks, nous attendons toujours des ponctions importantes, les stocks totaux de situant actuellement à environ 3,94 Tpi³.

Les sociétés d'exploration et de production présenteront leurs prévisions pour 2021 entre décembre et janvier, et nous nous attendons à ce que leur stratégie reste la même qu'en 2020, avec une priorité donnée aux dépenses dans la limite des flux de trésorerie, tandis que les rendements excédentaires seront affectés à la réduction de la dette, aux dividendes et aux rachats d'actions. Après un bon mois de novembre, les actions pétrolières et gazières canadiennes chercheront à poursuivre leur hausse grâce au renforcement de leur prix des matières premières et à une amélioration de l'équilibre de l'offre et de la demande. L'année 2020, dans une mesure sans précédent, a été extrêmement difficile pour le secteur en général, mais nous continuons de trouver de la valeur dans des sociétés qui présentent des flux de trésorerie disponibles intéressants ainsi qu'un bilan solide dans un contexte favorable tandis que nos regards se portent vers 2021, ce qui se reflète dans nos titres favoris.

► 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 sans précédent des produits de base et participer positivement à la relance lorsque les prix mondiaux du pétrole augmenteront à nouveau. Cenovus jouit d'une base d'actifs de grande qualité – Foster Creek et Christina Lake – et affiche des coûts de soutien et un seuil de rentabilité parmi les plus bas du secteur. Cenovus a récemment annoncé qu'elle comptait acquérir Husky pour \$10.2 milliards avec pour objectif de réaliser des économies annuelles de \$1.2 milliard. Nous considérons cette transaction comme nécessaire et stratégique compte tenu du fait que la société est très confiante de pouvoir réaliser les économies qu'elle s'est fixées. En outre, l'intégration en aval et les capacités de transport accrues contribueront à réduire

Pétrole et gaz

Analyse sectorielle

Dan Payne

Analyste
403 290-5441

—

Adjoints :

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

Travis Wood

Analyst
403-290-5102

—

Adjoints :

Logan Fisher : 403-441-0933
Andrew Nguyen : 403-290-5445

l'exposition de la société au différentiel du WCS, de sorte que nous considérons Cenovus comme un titre de prédilection en ces temps de volatilité.

- › **Tourmaline Oil Corp. (TOU: TSX)** – L'un des plus importants producteurs de gaz naturel au Canada, TOU demeure parmi nos titres favoris pour les investisseurs recherchant une exposition au gaz naturel en raison de sa capitalisation et de ses activités endogènes solides, avec des caractéristiques fondamentales positives (coûts, gains d'efficacité des investissements et revenus nets) qui contribuent à la solide proposition de valeur du titre. La société présente par ailleurs un bilan sain, des stocks abondants, une structure de coûts de premier ordre, et continue de poursuivre des projets de croissance ambitieux. Dans le contexte macroéconomique actuel, TOU est l'un des titres les plus intéressants pour l'investisseur, car la société présente des liquidités positives et bien entretenues, est exposée à un certain nombre de thèmes productifs de valeur (gaz naturel et Topaz), qui, en somme, soutiennent ce qui est déjà une valorisation attrayante.
- › **ARC Resources Ltd. (ARX: TSX)** – Grâce à sa position dominante de plus de 630,000 acres nettes, ARC constitue une occasion de placement intéressante alliant croissance, bilan solide, flux de trésorerie disponibles et valeur pour offrir aux investisseurs une exposition ajustée en fonction du risque à des terrains de qualité dans Montney, s'étendant dans tout l'Alberta et la Colombie-Britannique. La société a opéré une croissance impressionnante dans Montney, mais à cela s'est ajoutée la stratégie d'acquisitions et de cessions menée conjointement en dehors de Montney, de sorte que la production totale est maintenant concentrée à plus de 85% dans cette formation (contre 25% en 2009). La concentration sur des terrains plus productifs s'est soldée par un allègement de la structure des coûts (baisse des coûts d'exploitation de plus de 40% pendant la même période), ce que nous jugeons essentiel pour la rentabilité. La valorisation d'ARC est soutenue par son approche disciplinée quant à l'affectation du capital, par une gestion financière prudente et par des antécédents d'exploitation exceptionnels.

Sélections

- › **Cenovus**
- › **Tourmaline**
- › **ARC**

Pétrole et gaz

Analyse sectorielle

John Hunt
 Analyste
 403 441-0955

Adjoint:
 Anthony Linton
 416 507-9054

Dan Payne
 Analyste
 403 290-5441

Adjoint:
 Baltej Sidhu
 403 290-5627

Travis Wood
 Analyste
 403 290-5102

Adjoints:
 Logan Fisher: 403 441-0933
 Andrew Nguyen: 403 290-5445

Symb.	Cote du titre	Δ	Analyste	Actions e.c. (M)	Cours 11/30	Cap. bours. (M)	Rend. (%)	VE/FTCD			Dettes nette/FT		FTPAs dilués			12 mois Cours		Cible	Rend.	Δ	
								est. 2019A	est. 2020E	est. 2021E	2020E	2021E	est. 2019A	est. 2020E	est. 2021E	2020E	2021E				
Grandes sociétés/Intégrées																					
Canadian Natural Resources	CNQ	RS	Wood	1181.1	\$29.63	\$34,995	6%	5.0x	9.5x	6.6x	4.1x	2.5x	\$8.60	\$4.39	\$6.36	6.7x	4.7x	\$35.00	24%		
Cenovus Energy	CVE	RS	Wood	1228.8	\$6.44	\$7,913	0%	5.0x	28.3x	5.3x	48.4x	2.8x	\$3.01	\$0.12	\$2.12	55.3x	3.2x	\$10.00	55%		
Ovitiv Inc (US)	OVV	RS	Wood	259.8	\$12.76	\$3,315	3%	6.4x	5.1x	4.7x	4.3x	3.8x	\$11.22	\$6.99	\$7.55	1.8x	1.7x	\$15.50	24%		
Imperial Oil	IMO	RM	Wood	736.3	\$22.48	\$16,552	4%	8.3x	37.6x	8.3x	8.9x	1.7x	\$4.59	\$0.68	\$3.25	32.8x	6.9x	\$22.00	2%	↑	
Sunoco Energy	SU	RM	Wood	1554.1	\$20.77	\$32,280	4%	6.8x	9.3x	7.4x	4.0x	2.7x	\$6.93	\$2.37	\$3.75	8.9x	5.5x	\$22.00	5%		
Husky Energy	HSE	AO	Wood	1008.0	\$5.27	\$5,312	1%	2.8x	15.2x	4.6x	13.0x	2.4x	\$3.23	\$0.44	\$2.26	11.9x	2.3x	\$4.00	-23%		
Grandes cap./Cap. Moyennes																					
Advantage Oil & Gas	AAV	RS	Payne	193.4	\$2.06	\$398	0%	4.1x	5.0x	2.8x	2.2x	1.0x	\$0.83	\$0.60	\$1.05	3.4x	2.0x	\$3.50	70%		
ARC Resources Ltd.	ARX	RS	Wood	353.4	\$6.44	\$2,276	4%	4.3x	4.8x	4.1x	1.4x	0.9x	\$1.97	\$1.72	\$1.92	3.7x	3.3x	\$8.00	28%	↓	
Baytex Energy	BTE	RM	Payne	566.5	\$0.66	\$374	0%	3.0x	5.6x	4.8x	6.3x	5.2x	\$1.62	\$0.53	\$0.62	1.2x	1.1x	\$0.75	14%		
Birchcliff Energy	BIR	RS	Payne	265.9	\$2.05	\$545	1%	4.1x	6.4x	3.5x	3.9x	1.9x	\$1.26	\$0.72	\$1.25	2.8x	1.6x	\$3.00	47%		
Crescent Point Energy Corp.	CPG	RS	Wood	529.7	\$2.33	\$1,234	0%	2.7x	3.7x	4.3x	2.6x	3.0x	\$3.35	\$1.60	\$1.29	1.5x	1.8x	\$2.50	8%		
Enerplus Corporation	ERF	RS	Wood	222.5	\$3.30	\$734	4%	1.7x	3.3x	3.6x	1.5x	1.7x	\$3.04	\$1.65	\$1.49	2.0x	2.2x	\$4.75	48%	↑	
Freehold Royalties	FRU	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	
Kell Exploration	KEL	RS	Payne	188.5	\$1.89	\$356	0%	5.6x	4.6x	5.3x	-0.6x	-0.1x	\$0.99	\$0.31	\$0.35	6.2x	5.4x	\$2.25	19%	↓	
MEG Energy	MEG	RS	Wood	302.6	\$3.65	\$1,105	0%	4.6x	8.1x	8.5x	11.7x	12.6x	\$2.41	\$0.83	\$0.76	4.4x	4.8x	\$3.00	-18%	↓	
NuVista Energy	NVA	RM	Payne	225.7	\$0.98	\$221	0%	4.3x	4.3x	4.1x	4.0x	3.7x	\$1.18	\$0.67	\$0.71	1.5x	1.4x	\$1.00	2%	↓	
Paramount Resources	POU	RM	Payne	133.8	\$3.81	\$510	0%	4.9x	7.2x	3.8x	6.0x	2.6x	\$2.29	\$1.06	\$2.24	3.6x	1.7x	\$3.75	-2%	↑	
Parex Resources	PXT	RS	Wood	131.0	\$17.80	\$2,332	0%	2.8x	4.9x	3.8x	-1.2x	-1.0x	\$5.02	\$2.73	\$3.52	6.5x	5.1x	\$19.50	10%	↓	
Peyto Exploration & Development	PEY	RS	Wood	164.9	\$2.85	\$470	1%	5.2x	5.5x	3.1x	4.8x	2.4x	\$1.95	\$1.44	\$2.65	2.0x	1.1x	\$5.00	77%	↑	
PrairieSky Royalty	PSK	RM	Wood	223.3	\$10.31	\$2,303	2%	18.4x	16.6x	15.2x	0.3x	-0.3x	\$0.94	\$0.61	\$0.67	16.4x	15.5x	\$10.00	-1%		
Seven Generations	VII	RS	Wood	335.4	\$5.40	\$1,811	0%	3.4x	4.1x	3.7x	2.5x	2.3x	\$3.98	\$2.42	\$2.71	2.2x	2.0x	\$8.00	48%	↑	
Spartan Delta	SDE	RS	Payne	67.8	\$3.15	\$214	0%	-92.2x	5.8x	3.4x	0.3x	-0.1x	-\$0.89	\$0.56	\$0.90	0.0x	0.0x	\$5.00	59%	↓	
Storm Resources	SRX	RM	Payne	121.6	\$2.28	\$277	0%	5.3x	6.5x	3.9x	2.4x	1.3x	\$0.49	\$0.46	\$0.79	0.0x	0.0x	\$2.75	21%	↓	
Tamarack Valley Energy	TVE	RS	Payne	220.9	\$0.95	\$210	0%	3.0x	3.2x	2.9x	1.7x	1.4x	\$0.97	\$0.53	\$0.53	1.8x	1.8x	\$1.50	58%		
Torc Oil & Gas	TOG	RS	Payne	228.5	\$2.13	\$487	0%	4.1x	6.3x	4.5x	2.9x	1.8x	\$1.37	\$0.53	\$0.72	4.0x	2.9x	\$2.75	29%		
Topaz	TPZ	RS	Payne	112.9	\$13.88	\$1,567	6%	-1.7x	14.6x	11.3x	-2.9x	-1.3x	\$11.16	\$0.99	\$1.12	14.1x	12.4x	\$18.00	35%	↑	
Tourmaline Oil	TOU	RS	Payne	296.5	\$18.08	\$5,361	3%	4.9x	6.0x	3.3x	1.6x	0.7x	\$4.43	\$4.25	\$6.66	4.3x	2.8x	\$32.50	83%	↑	
Vermilion Energy Inc.	VET	RM	Wood	158.3	\$5.21	\$825	0%	6.2x	5.4x	5.1x	4.5x	4.2x	\$5.82	\$3.01	\$3.08	1.7x	1.7x	\$4.75	-9%	↓	
Whitecap Resources	WCP	RS	Wood	408.3	\$3.92	\$1,600	4%	4.2x	5.7x	5.3x	2.6x	2.0x	\$1.64	\$1.05	\$1.05	3.7x	3.7x	\$3.50	-6%		
Petites capitalisations																					
Crew Energy	CR	RM	Payne	160.3	\$0.46	\$74	0%	4.1x	6.8x	5.1x	8.8x	5.8x	\$0.53	\$0.27	\$0.41	1.7x	1.1x	\$0.50	9%		
PetroShale	PSH	RM	Payne	187.3	\$0.12	\$22	0%	4.4x	6.3x	4.3x	7.4x	4.6x	\$0.39	\$0.24	\$0.36	0.5x	0.3x	\$0.15	30%		
Pipestone Energy	PIPE	RM	Payne	190.6	\$0.67	\$128	0%	32.4x	6.8x	2.9x	4.2x	1.6x	\$0.01	\$0.22	\$0.65	3.1x	1.0x	\$0.85	27%		
Surge Energy	SGY	RM	Payne	362.7	\$0.30	\$107	0%	4.0x	5.3x	5.1x	5.5x	4.5x	\$0.55	\$0.20	\$0.23	1.5x	1.3x	\$0.40	36%		
Yangarra Resources	YGR	RM	Payne	85.4	\$0.61	\$52	0%	2.3x	4.3x	3.9x	4.1x	3.7x	\$1.08	\$0.53	\$0.58	1.2x	1.0x	\$0.75	23%		

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

Symb.	Cote du titre	Δ	Analyste	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Prix de l'action 11-30	BAIIA (M)			VE/BAIIA			Dettes nette / BAIIA			12 mois cours		Cible	Rend.	Δ
							2019	2020e	2021e	2019	2020e	2021e	2019	2020e	2021e					
Services pétroliers																				
CES Energy Solutions Corp.	CES	RM	Payne	\$ 294.84	260.9	\$1.13	\$ 167.1	\$ 68.6	\$ 89.4	4.9x	5.1x	6.8x	2.3x	4.1x	3.0x	\$1.40	24%			
National Energy Services Reunited	NESR	RS	Payne	\$ 785.52	89.9	\$8.74	\$ 185.9	\$ 209.6	\$ 245.3	5.8x	5.3x	4.2x	1.7x	1.6x	1.0x	\$12.00	37%			
Precision Drilling Corp.	PD	RM	Payne	\$ 344.63	13.7	\$25.11	\$ 411.4	\$ 277.6	\$ 202.7	4.9x	5.1x	6.8x	3.3x	4.2x	5.5x	\$23.00	-8%			
Trican Well Services	TCW	RM	Payne	\$ 341.74	258.9	\$1.32	\$ 30.6	\$ 19.3	\$ 26.9	11.6x	17.6x	11.9x	1.3x	-0.4x	-0.3x	\$1.50	14%	↑		

Pipelines, services publics et infrastructures

Analyse sectorielle



Patrick Kenny, CFA

Analyste
403 290-5451

Adjoints:

Amber Brown: 403 290-5624
Zach Warnock: 403 355-6643

Aperçu

Le mois de novembre a été en grande partie centré sur l'élection présidentielle aux États-Unis; comme on s'y attendait, Joe Biden a su s'imposer comme le prochain président des États-Unis, mais la « vague bleue » a été loin de se matérialiser comme prévu, les républicains conservant le Sénat et gagnant des sièges à la Chambre des représentants. Nous nous attendons à ce que M. Biden déploie son programme de transition vers les énergies propres, mais il faut souligner que le Sénat républicain pourrait mettre en échec certaines des politiques plus progressives du nouveau président, ralentissant potentiellement le rythme de la transition, c'est-à-dire, l'accélération vers un réseau d'énergie dépendant à 100% des énergies renouvelables aux États-Unis d'ici 2035. L'indice S&P TSX était en hausse d'environ 10% en novembre grâce aux nouvelles positives sur les essais des vaccins, tandis que nos indices de référence pour les services publics et le secteur intermédiaire étaient en hausse de 6,5% et 14% environ en novembre.

► Mise à jour sur les produits de base:

Même si la hausse du nombre de cas de COVID lors de la deuxième vague a poussé une grande partie des pays d'Europe et d'Amérique du Nord à réinstaurer des mesures de confinement, les résultats positifs dans la recherche sur les vaccins ont entraîné une large reprise des prix des produits de base, portés par les espoirs d'un retour plus rapide en 2021 vers les conditions économiques d'avant la COVID, ce qui a fait fortement monter le WTI en novembre, avec un baril se négociant en moyenne autour de US\$41, soit 5% de plus qu'en octobre, mais en repli d'environ 30% par rapport à la moyenne de 2019 de US\$57. Du côté du gaz, les prix AECO ont conservé leur vigueur relative, dépassant régulièrement \$3/kpi³ environ en novembre et affichant une moyenne de \$2,85/kpi³ sur le mois complet, soit une hausse de 11% par rapport à la moyenne d'octobre de \$2,56/kpi³. Pour ce qui est des prix AECO, nous prévoyons toujours un environnement relativement solide tout au long de 2020 et au début de 2021, soit environ \$2,20/kpi³ et \$2,85/kpi³, ce qui est conforme aux prix à terme. En ce qui a trait aux perspectives de marketing, le différentiel du pétrole lourd WCS était toujours d'environ US\$10 le baril en moyenne en novembre (T3 2020 : environ US\$10 le baril), comparativement à une moyenne de près de US\$8 le baril au T2 2020, de sorte qu'il reste difficile de saisir les occasions liées à la volatilité des prix. Les contributions du marketing étaient globalement inférieures aux attentes au T3, si bien que nous anticipons un contexte difficile pour les entreprises du secteur intermédiaire jusqu'à la fin de l'année (GEI, PPL, IPL et KEY), car la

volatilité couve. Pour ce qui est des LGN, en raison de la baisse du prix des liquides pour 2020e, nous revoyons à la baisse nos prévisions en ce qui concerne l'écart de prix des liquides issus de la fracturation hydraulique à environ US\$12 le baril, soit près de 40% en dessous des niveaux de 2019. En 2020, la baisse des prix du propane est soutenue par des niveaux élevés de stocks au PADD 3, combinés à une demande qui joue en défaveur du propane Mt. Belvieu de référence. En plus de perspectives plus favorables pour les prix à l'AECO, nous prévoyons une baisse de l'apport des LGN issus de la fracturation hydraulique pour IPL, PPL, ALA et TWM.

► Mise à jour sur le transport par pipeline:

Avec la victoire de Joe Biden, nous nous attendons à ce qu'il honore sa promesse d'annuler le permis présidentiel visant le pipeline KXL, si bien que nous avons supprimé 50% de la valeur liée au risque (environ \$3 par action) incluse dans notre cours cible pour KXL, tandis que le pipeline Marketlink d'une capacité d'environ 700,000 b/j (de Cushing au golfe du Mexique; environ 5% du BAIIA) pourrait également souffrir d'une baisse des volumes liée à un ralentissement de la production de pétrole. Cependant, la perte de KXL pourrait favoriser ENB, car les expéditeurs seraient alors plus enclins à conclure des engagements à long terme sur le Réseau principal. Pendant ce temps, le refus de nouvelles concessions de pétrole et de gaz sur les territoires fédéraux devrait faire baisser la production américaine d'environ 1.1 Mb/j (environ 10%), ce qui soutiendrait les prix du WTI et comprimerait les différentiels avec les produits canadiens, favorisant alors la croissance de la production de sables bitumineux et la demande de nouvelles capacités de stockage en réservoirs pour le secteur intermédiaire. En comptant sur la Ligne 3R et sur TMX et en excluant KXL, nous continuons de tabler sur une utilisation durable des capacités du Réseau principal d'ENB de plus de 90%.

Pendant ce temps, en novembre, ENB a reçu plusieurs nouvelles positives pour la Ligne 3R (\$6 par action) : la Pollution Control Agency (PCA) du Minnesota a émis le permis 401 relatif à la qualité de l'eau, le département des Ressources naturelles a délivré tous les permis des États dont les dossiers étaient en cours, l'U.S. Army Corps of Engineers a approuvé tous les permis fédéraux et la Minnesota Public Utilities Commission a autorisé le début des travaux. Il ne reste donc plus qu'un permis d'État en attente (permis de construction du système de gestion des eaux pluviales), de sorte qu'ENB touche au but et pourra bientôt commencer sa période de travaux de six à neuf mois avant la fin de 2020, pour une livraison probable du projet de \$3,4 milliards (incluant Southern Access Expansion) avant notre date d'estimation de mise en service du 1er janvier 2022. Par ailleurs, le 16 octobre, des groupes opposés au projet ont déposé plainte contre DAPL auprès de la Cour d'appel des États-Unis, et la réponse d'Energy Transfer Partners et du Federal Army Corps of Engineers est attendue pour le 20 novembre. Nous attendons une décision de la Cour d'appel d'ici la fin de l'année sur la fermeture ou non du pipeline pendant le processus, d'une durée d'un an environ, qui permettra à l'Army Corps de présenter une étude d'impact environnemental.

Pipelines, services publics et infrastructures

Analyse sectorielle

► Mise à jour – Électricité et services publics :

La « vague bleue » n'ayant pas eu lieu, les attentes liées au rythme de la transition énergétique devraient être comblées plus lentement, mais nous continuons de considérer que la transition énergétique est inéluctable. À ce titre, nous considérons que Fortis est en pôle position pour tirer parti de la décarbonation. Rappelons-le, avec son programme quinquennal (de 2021 à 2025) d'investissements – récemment dévoilé – d'environ \$19,6 milliards, la société vise une réduction des émissions de gaz à effet de serre de scope 1 de 75% à l'échelle de la société d'ici 2035 par rapport aux niveaux de 2019. Le programme est largement soutenu par le plan intégré de ressources (PIR) de TEP, qui cherche à éliminer totalement la production de charbon d'ici 2032 et à ajouter environ 2,400 MW de nouvelles capacités de production d'énergie éolienne et solaire et 1,400 MW de nouveaux systèmes de stockage d'énergie, reflétant des possibilités d'affaires chiffrées à \$4 à \$6 milliards, dont environ 1/5 seulement sont comptabilisées dans le plan d'investissement de 2021-2025. En ce qui concerne Emera, la société a présenté son nouveau programme triennal (2021 à 2023) d'investissements, majoré d'autres options quantifiées à \$1,2 milliard (auparavant \$200-\$500 millions), prolongeant le TCAC de la base tarifaire de la société d'environ 8% jusqu'en 2023. Notons qu'environ 70% du programme d'immobilisations garanti vise Tampa Electric et Nova Scotia Power, avec environ 60% des dépenses totales d'investissement affectées aux améliorations de la fiabilité et à la production d'une énergie plus propre. Les autres options de \$1,2 milliard incluent le projet Atlantic Loop de grande ampleur, qui a pour objectif le développement d'un circuit d'énergies propres dans les provinces de l'Atlantique, permettant à la Nouvelle-Écosse d'abandonner le charbon avant la date proposée de 2040.

► Mise à jour sur les critères ESG :

Nous avons récemment mis à jour nos tableaux de bord ESG pour quatre sociétés appartenant à notre univers de couverture : Enbridge, TC Énergie, Tervita et Emera. ENB a gagné six points en passant de 71 à 77/100, de sorte que la société maintient son avance sur les autres du groupe des sociétés pipelinières et du secteur intermédiaire en ce qui concerne les critères ESG. L'amélioration du score d'ENB est principalement due à une baisse des émissions de GES sur douze mois ainsi qu'à une meilleure transparence dans la communication, améliorations toutefois légèrement contrebalancées par des faiblesses dans la sécurité des employés et les investissements à destination des communautés et des populations autochtones. Nous attendons avec impatience qu'Enbridge communique ses objectifs en termes de critères ESG au cours des prochains mois. Concernant TRP, le score ESG de la société a gagné deux points, passant de 71 à 73/100 et reflétant un meilleur score dans la communication d'informations, dont l'effet positif a cependant été en partie annulé par une augmentation des émissions de GES et du nombre de membres non indépendants au sein du conseil d'administration. Pour la suite, nous attendons

la publication des objectifs de réduction des émissions de GES par TRP ainsi que de sa feuille de route pour 2021, en espérant en avoir un bref aperçu lors de sa journée des investisseurs 2020 prévue en ligne le 17 novembre. De son côté, Tervita a publié son premier rapport sur la durabilité 2019 en octobre, qui lui a valu un score ESG de 50 (moyenne du groupe 56) en raison de ses importantes activités de réhabilitation, d'assainissement et de recyclage, d'investissements solides à destination des communautés et des populations autochtones, contrebalancés par un taux de roulement important des employés et une faible représentation de membres indépendants et de femmes au sein du conseil d'administration. Nous considérons que la publication du premier rapport de la société est un pas important vers plus de transparence et une meilleure communication sur les critères ESG, d'autant qu'elle s'est engagée à définir une base pour ses données et ses objectifs clés en termes de durabilité dans les rapports à venir. Enfin, nous avons mis à jour le score ESG total d'Emera en octobre, qui a gagné huit points pour s'établir à 74/100 (moyenne du groupe 73/100), reflétant une amélioration des normes de communication, une réduction d'environ 23% des émissions de GES, une diminution du taux de roulement des employés, contrebalancées par une baisse du nombre de membres indépendants au sein du conseil d'administration.

► Titres favoris :

Dans l'ensemble, compte tenu de nos estimations pour 2021, nous prévoyons une croissance stable des FPER par action en 2020e, les dividendes devant croître d'environ 2% en moyenne. Nous continuons de sélectionner nos titres de prédilection en fonction d'une approche à trois volets, soit : 1) un rendement à deux chiffres des flux de trésorerie disponibles (FPER); 2) un bilan sain; et 3) un fort potentiel d'éléments catalyseurs jusqu'au début de 2020. Nos titres favoris pour 2020 sont Enbridge (ENB), Keyera (KEY), Capital Power (CPX) et TC Énergie (TRP).

Sélections

- › *Enbridge (ENB)*
- › *Keyera (KEY)*
- › *Capital Power (CPX)*
- › *Energy (TRP)*

Pipelines, services publics et infrastructures

Analyse sectorielle

Patrick Kenny, CFA

Analyste

403 290-5451

Adjoints:

Amber Brown: 403 290-5624

Zach Warnock: 403 355-6643

	Parts		Cap. bours.	Distributions par part			Rendement des distr.		FTPAs distr. Dilués			C/FT distr.		Dette/ Enc. distr. 20e	12 mois				
	Cote du Symb.	e.c. titre		Cours 11-30	est. 2019	est. 2020e	est. 2021e	2020e	2021e	est. 2019	est. 2020e	est. 2021e	2020e		2021e	Cible	Rend.	Δ combiné	
Pipelines & divers																			
AltaGas	ALA	RS	279.4	\$18.64	\$5,209	\$0.96	\$0.96	\$0.96	5.2%	5.2%	\$1.92	\$2.06	\$2.34	9.0x	8.0x	5.8x	21.00	12.7%	17.8%
Enbridge Inc.	ENB	RS	2019.5	\$40.56	\$81,911	\$2.95	\$3.24	\$3.40	8.0%	8.4%	\$4.57	\$4.71	\$4.86	8.6x	8.3x	4.9x	55.00	35.6%	↓ 44.0%
Gibson Energy	GEI	RM	149.0	\$20.86	\$3,108	\$1.32	\$1.36	\$1.36	6.5%	6.5%	\$2.04	\$1.97	\$2.04	10.6x	10.3x	3.2x	24.00	15.1%	↓ 21.6%
Inter Pipeline	IPL	RM	429.2	\$12.94	\$5,554	\$1.71	\$0.48	\$0.48	3.7%	3.7%	\$1.95	\$1.68	\$1.44	7.7x	9.0x	6.9x	14.00	8.2%	11.9%
Keyera	KEY	RS	221.0	\$22.41	\$4,953	\$1.85	\$1.92	\$1.92	8.6%	8.6%	\$2.77	\$3.32	\$2.58	6.8x	8.7x	4.0x	27.00	20.5%	↓ 29.0%
Pembina Pipelines	PPL	RM	548.0	\$33.12	\$18,150	\$2.36	\$2.52	\$2.52	7.6%	7.6%	\$4.22	\$3.79	\$3.70	8.7x	9.0x	4.9x	35.00	5.7%	↓ 13.3%
Secure Energy	SES	RS	158.6	\$2.17	\$344	\$0.27	\$0.03	\$0.03	1.4%	1.4%	\$0.59	\$0.41	\$0.47	5.3x	4.6x	3.0x	2.50	15.2%	16.6%
Superior Plus	SPB	RM	176.0	\$12.16	\$2,140	\$0.72	\$0.72	\$0.72	5.9%	5.9%	\$1.58	\$1.41	\$1.30	8.6x	9.4x	3.5x	14.00	15.1%	21.1%
Tidewater Midstream	TWM	RS	338.5	\$0.72	\$244	\$0.04	\$0.04	\$0.04	5.6%	5.6%	\$0.17	\$0.15	\$0.25	4.8x	2.9x	3.8x	1.00	38.9%	44.4%
TC Energy Corp.	TRP	RS	940.0	\$57.13	\$53,702	\$3.00	\$3.24	\$3.50	5.7%	6.1%	\$5.42	\$5.58	\$5.50	10.2x	10.4x	5.1x	70.00	22.5%	↓ 28.7%
Tervita	TEV	RM	113.4	\$2.04	\$231	\$0.00	\$0.00	\$0.00	0.0%	0.0%	\$0.55	\$0.32	\$0.29	6.3x	7.1x	4.4x	2.50	22.5%	↓ 22.5%
Producteurs d'électricité																			
ATCO Ltd.	ACO	RM	114.7	\$39.04	\$4,476	\$1.62	\$1.74	\$1.81	4.5%	4.6%	\$3.34	\$2.19	\$2.08	17.8x	18.8x	4.4x	45.00	15.3%	19.9%
Canadian Utilities	CU	RM	273.1	\$32.44	\$8,859	\$1.69	\$1.74	\$1.74	5.4%	5.4%	\$4.23	\$2.57	\$2.97	12.6x	10.9x	5.1x	36.00	11.0%	16.3%
Capital Power	CPX	RS	105.5	\$33.24	\$3,506	\$1.86	\$1.99	\$2.12	6.0%	6.4%	\$5.31	\$4.97	\$5.06	6.7x	6.6x	3.9x	38.00	14.3%	20.7%
Emera Inc.	EMA	RM	248.7	\$53.85	\$13,392	\$2.39	\$2.47	\$2.57	4.6%	4.8%	\$2.89	\$3.42	\$4.23	15.7x	12.7x	6.2x	62.00	15.1%	19.9%
Fortis Inc.	FTS	RM	465.1	\$52.29	\$24,321	\$1.83	\$1.92	\$2.05	3.7%	3.9%	\$3.52	\$3.85	\$4.39	13.6x	11.9x	6.3x	61.00	16.7%	20.6%
Hydro One Ltd.	H	RM	596.9	\$30.30	\$18,087	\$0.95	\$1.01	\$1.07	3.3%	3.5%	\$1.86	\$1.65	\$1.72	18.4x	17.6x	5.5x	31.00	2.3%	↑ 5.8%
TransAlta	TA	RM	274.2	\$9.00	\$2,468	\$0.16	\$0.17	\$0.17	1.9%	1.9%	\$1.37	\$1.35	\$1.67	6.6x	5.4x	3.8x	10.00	11.1%	↓ 13.0%

Source: Rapports des sociétés, Estimations FBN, Refinitiv

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

Santé, biotechnologie et situations spéciales

Analyse sectorielle



Endri Leno

Analyste
416 869-8047

—

Adjoints:

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

Points saillants

Parmi les sociétés de notre univers de couverture qui ont publié leurs résultats en novembre, nous mettons en lumière Jamieson Wellness (TSX : JWEL), qui continue de tirer parti de la pandémie de COVID-19 (C-19), et CRH Medical (TSX : CRH), qui a observé une normalisation de ses volumes.

► Jamieson Wellness

JWEL a publié au T3 2020 des résultats supérieurs à nos estimations et légèrement au-dessus du consensus, car ses deux divisions ont continué de bien se tenir, à la fois au pays et à l'international, en raison d'une demande solide et soutenue de compléments destinés à renforcer l'immunité et à protéger la santé générale. Le chiffre d'affaires, le BAIIA ajusté et le BPA ajusté étaient supérieurs de 7%, 10% et 11% à nos estimations, et en hausse de 19%, 18% et 25% sur douze mois.

JWEL a relevé son chiffre d'affaires prévisionnel de \$385-\$395 millions à \$395-\$400 millions, et réduit ses fourchettes de BAIIA et de BPA ajustés de \$84-\$88 millions à \$86-\$88 millions et de \$1.08-\$1.15 à \$1.11-\$1.15. La révision à la hausse du chiffre d'affaires prévisionnel est encourageante, tandis que le maintien de la borne supérieure des fourchettes de BAIIA et de BPA est dû à des capacités de production inefficaces qui tournent déjà à plein régime et à des engorgements liés à la C-19: maintien des mesures de distanciation sociale dans la chaîne de production, augmentation des coûts de transport, recours à une société tierce pour l'emballage pour satisfaire une demande élevée et production destinée à regarnir les stocks. Selon nous, la plupart de ces motifs sont temporaires, car JWEL continue de faire croître ses capacités de production au T4 2020, et potentiellement au T1 2021.

Le segment des produits de marque a déclaré un chiffre d'affaires et un BAIIA en hausse de 5% et 8%, supérieurs à nos estimations, car 1) les ventes au pays ont crû de 9,5% a/a en raison d'une demande élevée et de gains de parts de marché; et 2) les ventes internationales ont augmenté de 82% grâce à la demande de Chine, d'Europe de l'Est et du Moyen-Orient, mais aussi à une accélération de l'envoi de produits contre la toux et le rhume pour garantir leur disponibilité.

Nous maintenons notre cote Rendement supérieur et modifions notre cours cible à \$42,75, correspondant à un ratio VE/BAIIA du prochain exercice de 18,5 (inchangé).

► CRH Medical

CRH a publié des résultats supérieurs aux estimations, car la courbe du nombre de cas continue de se normaliser et l'entité tire également parti d'acquisitions et de sa stratégie du taux contracté. Le chiffre d'affaires, le BAIIA ajusté et les FTA étaient supérieurs de 7%, 21% et 47% à nos estimations, et affichaient une croissance nulle (0%), un repli de 15% et une hausse de 16% sur douze mois, respectivement.

Le segment d'anesthésie a enregistré de meilleurs résultats, avec 94.1K opérations, ce qui était supérieur à notre estimation de 87K, pour un chiffre d'affaires par opération (après ajustement pour tenir compte de US\$800,000 facturés pour la période précédente) de US\$306 (notre estimation US\$303 et US\$299 au T2 2020). Le nombre d'opérations a augmenté tout au long du T3 pour retrouver des niveaux normalisés en août, qui se sont maintenus jusqu'en novembre. Malgré la deuxième vague de C-19, la direction ne s'attend pas à des fermetures comme il y en a eu au T2, car les centres de chirurgie ambulatoire ont continué de traiter les patients en toute sécurité. Pour ce qui est des acquisitions (US\$21,9 millions depuis le début de l'année), les projets restent d'actualité et CRH pourrait enregistrer une hausse des transactions au T4 en raison des craintes d'une augmentation de l'impôt sur les gains en capital sous une présidence démocrate.

Le segment des produits a présenté des résultats conformes aux attentes, car CRH a mis en œuvre des initiatives de croissance du segment grâce à des projets pilotes avec deux cliniques pour fournir des services accessoires clé en main et des services de marketing numérique.

Nous maintenons notre cote Rendement supérieur et notre cours cible de CA\$4,25, correspondant à un ratio VE/BAIIA 2021e d'environ 6,5.

Sélections

- [Jamieson Wellness](#)
- [CRH Medical](#)

Santé, biotechnologie et situations spéciales

Analyse sectorielle

Endri Leno

Analyste

416 869-8047

—

Adjoints:

Eduardo Garcia Hubner: 416 869-7476

Stephen Kwai: 416 869-7571

Santé et biotechnologie	Symb.	titre	Cote du titre Δ	Capitalisation		11/30	Dernier quartier déclaré	Rendement actuel	FTDPAD			C/FTDA		BAIIA (M)			Dette		Dette nette/ BAIIA	Cours cible				
				boursière (M)	e.c. (M)				Cours	Rendement	(A)	est.	est.	Ex1	Ex2	(A)	est.	est.			Ex1	Ex2	Nette (M)	Ex1
				Δ	11/30				déclaré	Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1			Ex2	Ex1	Ex2	12 mois
Santé et biotechnologie																								
Akumin	AKU.u	RM		230.89	70.2	3.29u	3/2020	0.0%	0.26u	0.10u	0.14u	31.9	24.3	75.4u	80.2u	86.8u	8.6	7.9	472.4u	5.4	3.25u			
Andlauer Healthcare Group	AND	RI		1,498.74	37.6	39.86	3/2020	0.5%	0.79	0.82	1.02	48.8	39.0	70.6	78.2	85.9	20.3	18.4	88.6	1.0	36.25			
CRH Medical	CRH	RS		260.12	71.5	3.64	3/2020	0.0%	0.41u	0.32u	0.46u	8.1	5.7	36.6u	26.8u	43.3u	9.7	6.0	70.1u	1.6	4.25			
IMV Inc.	IMV	RM		338.15	67.1	5.04	3/2020	0.0%	(0.48)	(0.46)	(1.09)	nmf	nmf	(24.7)	(34.9)	(83.9)	nmf	nmf	0.0	nmf	7.00			
Jamieson Wellness	JWEL	RS		1,433.74	39.8	35.98	3/2020	1.4%	0.96	1.15	1.24	31.4	29.0	75.9	88.0	100.0	18.3	16.1	157.0	1.6	42.75			
Knight Therapeutics	GUD	RS		721.08	130.9	5.51	3/2020	0.0%	0.16	0.15	0.25	30.1	18.1	(1.2)	20.2	38.1	18.4	9.8	-	-	6.75			
Medical Facilities Corp.	DR	RS	↑	230.50	31.1	7.41	3/2020	3.8%	0.66u	1.00u	0.86u	5.5	6.6	54.9u	57.9u	54.2u	5.9	6.3	106.2u	2.4	6.75			
Theratechnologies	TH	RM		231.04	77.0	3.00	3/2020	0.0%	(0.15)u	(0.12)u	0.11u	nmf	20.1	0.3u	(3.8)u	13.1u	nmf	15.0	25.1u	1.9	4.00			
Situations spéciales																								
K-Bro Linen	KBL	RS		406.13	10.6	38.45	3/2020	3.1%	2.65	2.14	2.74	17.9	14.0	47.6	41.0	49.0	12.4	10.4	102.3	2.1	35.00			
Just Energy Group	JE	R		-	-	6.34	2/2021	-	-	R	R	R	R	-	R	R	R	R	-	R	R			
Rogers Sugar	RSI	RM	↑	577.74	103.5	5.58	4/2020	6.5%	0.37	0.42	0.43	13.4	13.1	92.3	98.9	103.2	9.4	9.1	340.7	3.3	5.00			
Chemtrade Logistics Income Fund	CHE.UN	RM		463.81	92.8	5.00	3/2020	12.0%	1.27	0.80	1.00	6.3	5.0	335.6	279.8	333.9	7.0	5.9	1,402.5	4.2	5.50			

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

u = dollars US

Source: Rapports des sociétés, FBN, Refinitiv

Services financiers diversifiés

Analyse sectorielle



Jaeme Gloyn, CFA

Analyste

416 869-8042

—

Adjointe:

Julia Gul: 416 869-7495

Retombées de l'événement marketing et dernières nouvelles concernant certaines sociétés

▶ Home Capital Group Inc. (HCG: TSX)

Passage de la cote à rendement supérieur en raison des solides résultats du T3 2020 et retombées positives de l'événement marketing:

Les caractéristiques fondamentales sous-jacentes (p. ex., le crédit, la MNI, les dépenses d'investissement et les montages) continuent d'évoluer favorablement, comme les résultats du T3 2020 de HCG l'ont démontré. Points forts de l'événement marketing : i) la direction n'exclut pas la possibilité de nouvelles contrepassations au titre des PPC si les perspectives macroéconomiques du scénario de base persistent; ii) le ratio des frais devrait passer d'environ 45% à 47-49% aujourd'hui; iii) la MNI devrait rester vigoureuse au cours des trois ou quatre prochains mois, car les dépôts à taux réduit continuent de remplacer les dépôts à taux élevé arrivant à échéance; iv) les activités de montage resteront soutenues, malgré un T4 historiquement lent; v) l'objectif à moyen terme d'atteindre un RCP de 16-17% au T3 est en voie d'être atteint (la confiance s'est accrue grâce à un RCP de 15,5% au T3). Nous avons revu nos estimations à la hausse et prévoyons maintenant un RCP de 12-13% en 2021 et 2022, avant même la hausse susceptible de découler d'un programme dynamique de rachat d'actions. En conséquence, nous avons augmenté notre multiple de valorisation cible à environ 1.0 fois le ratio C/VCC sur notre estimation du T3 2021 et notre cours cible à 34\$. Nous faisons passer notre cote à Rendement supérieur.

▶ Groupe TMX (X : TSX)

Récapitulation de l'événement marketing : Analyse approfondie des moteurs des perspectives financières :

Le 26 novembre, nous avons accueilli John McKenzie, chef de la direction, dans le cadre de notre série de conférences B2F. La direction a réitéré les perspectives du chiffre d'affaires (croissance endogène d'environ 5%) et du BPA ajusté (croissance à deux chiffres). Bien que nous maintenions une opinion favorable sur les perspectives de croissance à long terme de TMX, ses antécédents en matière d'exécution stratégique et ses attributs défensifs, nous maintenons notre cote Rendement moyen en raison d'un rendement total inférieur à notre cours cible par rapport aux autres sociétés de notre univers de couverture. Notre cours cible de 141\$ repose sur un ratio C/B d'environ 22 fois notre prévision au titre du BPA de base DPM, plus un an. TMX se négocie actuellement à 20.5 fois le BPA de base DPM consensuel et à une décote de 0.6x et de 1.6x par rapport à NDAQ et à ICE, respectivement.

▶ People Corporation (PEO: TSX)

Consolidation classique :

PEO a acquis trois sociétés : Alliance pour la santé étudiante au Québec Inc. sur le marché des avantages sociaux pour les étudiants de niveau postsecondaire et ENCOMPASS Benefits & HR Solutions Inc. et Watermark Benefit Consulting Inc. sur le marché des avantages sociaux collectifs et des solutions de retraite. Dans l'ensemble, nous accueillons favorablement les opérations : les trois présentent un intérêt stratégique, leurs multiples semblent équitables, elles font appel à un levier financier qui respecte largement les clauses restrictives, et elles indiquent que PEO est toujours dans la course à la consolidation après n'avoir annoncé aucune acquisition depuis l'apparition de la COVID-19. Notre cours cible de 13\$ repose sur un ratio VE/BAIIA d'environ 14 sur les estimations prospectives sur un an. Nous réitérons la cote Rendement supérieur.

Sélections

- › *Element Fleet Management*
- › *People Corporation*

Services financiers diversifiés

Analyse sectorielle

Jaeme Gloyn, CFA

Analyste

416 869-8042

Adjointe:

Julia Gul: 416 869-7495

Symb.	Cote du titre	Δ	Cap. bours. (Md)	Actions e.c. (M)	Cours 11/30	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B		VCPA			C/V		Div. %	Cours cible 12 mois	Δ
							dernier exerc.	est. FE1	est. FE2	FE1	FE2	dernier trimest.	est. FE1	est. FE2	FE1	FE2			
Financement hypothécaire																			
Equitable Group	EQB	RS	1.60	16.8	95.09	12/2019	12.29	11.89	13.60	8.0	7.0	89.25	92.17	104.31	1.0	0.9	1.6%	110.00	↑
First National Financial	FN	RM	2.32	60.0	38.70	12/2019	3.02	3.90	3.68	9.9	10.5	7.74	7.80	9.38	5.0	4.1	5.4%	39.00	
Sagen MI Canada	MIC	AO	3.76	86.3	43.62	12/2019	5.35	5.09	4.68	8.6	9.3	43.57	44.22	46.76	1.0	0.9	5.0%	43.50	
Home Capital Group	HCG	RS	↑ 1.53	51.8	29.49	12/2019	2.50	3.39	4.07	8.7	7.2	31.28	32.19	36.09	0.9	0.8	0.0%	34.00	↑
Timbercreek Financial	TF	RM	0.72	81.1	8.84	12/2018	0.66	0.65	0.73	13.7	12.2	8.66	8.67	8.71	1.0	1.0	7.8%	9.00	
Financement spécialisé																			
ECN Capital	ECN	RS	1.46	242.5	6.04	12/2019	0.16	0.20	0.37	23.2	12.5	2.91	2.94	3.10	1.6	1.5	1.7%	7.50	↑
Element Fleet Management	EFN	RS	5.80	438.8	13.21	12/2019	0.36	0.76	0.86	17.5	15.4	7.34	7.41	7.78	1.8	1.7	2.0%	18.00	
goeasy	GSY	RS	1.26	14.9	84.98	12/2019	5.16	7.26	7.42	11.7	11.5	27.57	29.24	34.90	2.9	2.4	2.1%	93.00	↑
Entreprises de RH																			
Morneau Shepell	MSI	RS	2.1	70.0	29.73	12/2019	0.29	0.74	0.55	40.1	53.6	9.58	9.52	9.39	3.1	3.2	2.6%	36.00	
People Corporation	PEO	RS	0.8	71.2	11.05	12/2019	0.10	0.20	0.24	54.2	45.4	3.05	3.08	3.22	3.6	3.4	0.0%	13.00	↑
Bourses des valeurs																			
TMX Group	X	RS	↓ 7.23	56.6	127.79	12/2019	5.31	5.77	6.05	22.2	21.1	63.76	64.21	66.72	2.0	1.9	2.2%	141.00	↓
Assurance																			
Intact Financial Corp.	IFC	R	20.78	143.0	145.29	12/2019	6.05	R	R	R	R	56.22	R	R	R	R	2.3%	R	
Trisura Group Ltd.	TSU	RS	0.84	10.3	82.10	12/2019	0.58	3.09	4.16	26.5	19.8	26.86	27.73	31.96	3.0	2.6	0.0%	114.00	
Fairfax Financial Holdings	FFH	RS	11.69	26.2	445.40	12/2019	69.78	-22.29	40.94	nmf	8.4	442.17	447.95	481.48	0.8	0.7	3.0%	525.00	
Gestion d'actifs																			
Fiera Capital Corp.	FSZ	RM	1.11	103.8	10.74	12/2019	1.33	1.34	1.44	8.0	7.5	4.91	5.00	5.05	2.1	2.1	7.8%	11.50	

Système de notation: RS = Rendement supérieur, RM = Rendement moyen, RI = Rendement inférieur, R = Restriction, AO = Accepter offre, ER = En révision
Remarque: Les numéros BPA dilué et VCPA d'ECN et de FFH sont en USD. Tous les autres chiffres sont en CAD.

Source: Refinitiv, Rapports des sociétés, FBN

Services industriels diversifiés

Analyse sectorielle



Michael Storry-Robertson

Adjoint

416 507-8007

Enerflex Ltd.

► **Enerflex affiche de solides résultats pour le T3, mais en raison de la diminution du carnet de commandes des services techniques, nous nous attendons davantage à ce que les prochains trimestres soient difficiles.**

Pour le troisième trimestre, EFX a annoncé un BAIIA ajusté de \$38.2 millions (en excluant un soutien de l'État de \$6.5 millions sous forme de subventions salariales), soit 3% de plus que les prévisions des analystes (37.1 millions) et bien plus que les nôtres (\$32.0 millions). Bien que les résultats financiers du T3 aient dépassé les attentes, la faiblesse record des commandes dans le segment des systèmes techniques pour le trimestre, soit \$23.2 millions (baisse séquentielle de 46% et nouveau creux battant le record de 2011), souligne la diminution rapide du carnet de commandes du segment. EFX a terminé le troisième trimestre avec un carnet de commandes de \$186 millions dans le segment des systèmes techniques et un chiffre d'affaires de \$127.9 millions dans le segment des services techniques. Dans l'hypothèse d'un volume de commandes et d'un chiffre d'affaires similaires au début de 2021 (ce qui n'est pas irréaliste compte tenu du contexte macroéconomique difficile), le carnet de commandes des ST pourrait être complètement épuisé avant le début du T2 2021, ce qui pourrait nécessiter de nouveaux efforts de rationalisation des coûts. Cela dit, nous continuons à prévoir des niveaux d'activité vigoureux au second semestre de 2021 (pour tous les segments), les espoirs d'un retour progressif à la normale étant renforcés par les récents progrès positifs marqués par les vaccins contre la COVID-19. **Nous voyons au-delà des perspectives difficiles à court terme et réitérons notre cote Rendement supérieur et notre cours cible de \$8.00, qui repose sur un ratio VE/BAIIA 2021e de 7.5 (100 pb en dessous du ratio moyen actuel pour 2021 des pairs d'EFX qui exercent exclusivement leurs activités dans le secteur de la compression).**

Ag Growth International Inc.

► **Pour le troisième trimestre, Ag Growth inscrit un BAIIA ajusté record, éclipsé par l'enquête en cours sur la défaillance d'un silo.**

Ag Growth a annoncé un BAIIA ajusté de \$51.8 millions pour le T3, ce qui représente un nouveau record et dépasse à la fois le consensus (\$41.6 millions) et nos prévisions (\$44.1 millions). Bien que le BAIIA ajusté déclaré représente un solide dépassement des attentes des analystes, nous notons que le BAIIA ajusté de \$51.8 millions exclut l'impact d'une provision de \$40 millions qu'AFN a constituée au T3 « sur la base de la possible remise en état nécessaire de l'équipement fourni par Ag Growth » liée à l'effondrement des silos à céréales annoncé précédemment au terminal d'exportation de Fibreco à North Vancouver. Bien que l'enquête sur la cause de l'effondrement d'un silo à céréales commercial en septembre soit toujours en cours, cette provision de \$40 millions représente l'estimation d'AFN, pondérée par les probabilités, des coûts directs susceptibles d'être engagés, y compris le nettoyage et la remise en état des installations où se trouve la ligne de produits en question (si l'enquête détermine qu'AGI est à l'origine de la défaillance ou y a contribué). Nous soupçonnons que la surévaluation du cours de l'action d'AFN se maintiendra jusqu'à ce que l'enquête fournisse de plus amples détails (et que l'ampleur de l'indemnité susceptible d'être versée par l'assureur soit connue). Cela dit, nous continuons de voir des facteurs positifs à long terme pour les actions d'AGI sous la forme d'augmentations durables des volumes de production de céréales et d'investissements dans l'infrastructure de la chaîne d'approvisionnement agricole avec la reprise des importations de céréales par la Chine (en raison de mauvaises récoltes nationales et d'une demande de céréales fourragères en plein essor) et de nombreux pays qui constituent des réserves de céréales par suite de la perturbation de la chaîne d'approvisionnement causée par la pandémie de COVID-19, soutenant ainsi les prix des céréales (et les revenus des agriculteurs) malgré de fortes récoltes à court terme. **Nous réitérons notre cote Rendement supérieur et restons acheteurs de ce que nous considérons comme une faiblesse temporaire causée par un événement ponctuel, notre cours cible de \$41.00 reposant sur un ratio VE/BAIIA 2021e de 9.1, soit un peu plus que le ratio VE/BAIIA moyen historique à long terme d'AFN pour l'année à venir, soit 8.8, mais bel et bien dans sa fourchette de négociation habituelle.**

Sélections

► **Enerflex Ltd.** ► **Mullen Group**

	Symb.	Cote du titre	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 11/30	BAIIA (M)			VE/BAIIA			Dette nette BAIIA 2020e	12 mois cours		
						2019	2020e	2021e	2019	2020e	2021e		Target	Return	Δ
Ag Growth International Inc.	AFN	RS	583.97	18.7	31.21	144.3	144.5	165.5	9.3	9.7	8.0	5.7x	41.00	33%	↓
Enerflex Ltd.	EFX	RS	616.99	89.7	6.88	345.7	172.1	141.6	2.9	5.9	6.8	2.3x	8.00	17%	↓
Mullen Group Ltd.	MTL	RS	974.92	96.9	10.06	202.3	195.4	209.3	7.2	7.0	6.4	2.0x	12.00	23%	↑
Pason Systems Corp.	PSI	RM	601.73	83.7	7.19	129.6	31.7	27.5	3.4	14.2	17.0	-4.8x	7.50	7%	
Shawcor Ltd.	SCL	RM	226.74	70.4	3.22	136.4	29.3	111.5	4.6	20.0	5.4	13.0x	4.00	24%	

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

Analyse sectorielle



Zachary Evershed, CFA

Analyste

514 412-0021

—

Adjoint:

Thomas Bolland : 514 871-5013

Grand gagnant du concours Carton-caisse du Vendredi fou/Cyberlundi (CAS :TSX)

Alors que Cascades devrait bénéficier d'une forte augmentation de la demande de boîtes en carton en raison de l'accroissement des ventes en ligne du Vendredi fou dans le contexte de la pandémie, nous regardons plus loin pour envisager d'éventuels facteurs négatifs. En fin de compte, nous pensons que le rendement dépasse les risques dans les valorisations actuelles et nous recommandons Cascades en lui attribuant une cote Rendement supérieur et un cours cible de \$22.

▣ Les risques liés à l'augmentation de la capacité de production de carton-caisse sont exagérés :

Une capacité annuelle d'environ 3,9 millions de tonnes de cartons-caisses a été mise en service ou le sera au cours de la période 2020-2023, soit un accroissement d'environ 9,7% par rapport à la capacité nominale nord-américaine en 2019, pour un TCAC d'environ 2,4%. Si l'on considère uniquement les ajouts, l'augmentation substantielle de la capacité de l'industrie risque de déborder la demande même accrue (croissance de 1,5% des expéditions de carton de 2015 à 2019), ce qui entraînerait une pression sur les prix du carton-caisse, et cette perception contribue probablement au retard de Cascades sur le marché boursier (en novembre, hausse de 3,0% pour CAS contre une hausse de 10,3% pour l'indice composé S&P/TSX). La situation n'est cependant pas aussi grave si l'on considère les augmentations nettes de fermetures, puisque des fermetures compensatoires d'environ 0,9 million de tonnes annuelles ont été annoncées jusqu'à présent, et que d'autres sont probablement déjà prévues pour les années à venir (arrêt des actifs du dernier quartile), les fermetures étant généralement annoncées quelques mois à l'avance seulement. L'augmentation nette sur la période 2020-2023 est donc plus proche de 3 millions de tonnes ou moins, ce qui représente un TCAC d'environ 1,8%. Si l'on compare ces chiffres à la récente augmentation des expéditions de caisses, l'industrie semble beaucoup plus équilibrée, car la demande a repris en septembre et en octobre, en hausse de 6,2% et de 6,6% a/a, respectivement, ce qui porte l'augmentation à 2,2% a/a sur une base mixte. Bien que la hausse des expéditions devrait s'atténuer quelque peu avec l'assouplissement des mesures de confinement, nous pensons que le changement de niveau dans la pénétration du commerce électronique est là pour rester et aura un impact durable sur la

demande de carton, et la forte demande actuelle pourrait entraîner une nouvelle hausse des prix au début de 2022.

▣ Les Papiers tissu agissent comme un pivot alors que la COVID-19 continue de freiner la demande hors domicile :

Cascades continue à mettre en œuvre son programme d'optimisation des Papiers tissu en consolidant et en convertissant des lignes, en déplaçant la production vers ses actifs les plus importants et les plus efficaces. L'optimisation comprend maintenant le déplacement de son exposition (40/40/20 vente au détail/hors domicile/rouleaux) vers les marchés de détail finaux, car la pandémie de COVID-19 a entraîné une faible demande de produits hors domicile dans les hôtels, les restaurants et les écoles. Les dépenses d'investissement nécessaires pour convertir les produits hors domicile en produits de détail restent modestes pour les serviettes en papier et le papier hygiénique en rouleau unique, mais ne dépassent pas environ \$1,5 million par ligne pour augmenter la capacité d'emballage. Nous pensons que la réaffectation et la consolidation des actifs entraîneront un changement positif de la composition de l'offre, mais nous nous attendons à ce que la demande sur le front des produits hors domicile reste modérée jusqu'à ce que les voyages et le travail de bureau se rétablissent.

▣ Cote Rendement supérieur, cours cible de \$22 :

Notre cote Rendement supérieur découle d'un environnement favorable en matière de prix et de demande, et nous continuons à penser que les craintes d'augmentation de capacité pour le segment du carton-caisse se reflètent déjà dans la valorisation de CAS, dont le cours correspond à un ratio VE/BAIIA 2021e de seulement 4,6. Notre cours cible de \$22 est basé sur une analyse dite de la somme des parties.

Sélections

- CAS
- DXT
- HDI

Situations spéciales

Analyse sectorielle

Zachary Evershed, CFA

Analyste

514 412-0021

Adjoint:

Thomas Bolland: 514 871-5013

Symb.	Cote du titre	Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 11/30	Dernier exerc. déclaré	BPA dilué			C/B		BAIIA (M)			VE/BAIIA		Div. %	Dette nette/ BAIIA Ex2	12 mois Cours cible	Δ	
							(A)	est.	est.	Ex1	Ex2	(A)	est.	est.	Ex1	Ex2					
							Dem.	Ex.	Ex1	Ex2	Dem.	Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2					
Alaris Royalty Corp	AD	RS	520.2	35.6	14.62	12/2019	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	
Boyd Group Services Inc.	BYD	RM	4,548.7	21.5	211.84	12/2019	4.99	2.47	4.91	85.9	43.2	319.9	293.0	376.8	18.1	14.4	0.3%	1.8	230.00		
CanWel Building Materials	CWX	RS	550.9	77.9	7.07	12/2019	0.22	0.61	0.49	11.6	14.4	86.2	124.5	112.3	6.5	7.1	6.9%	2.1	8.00	↑	
Cascades	CAS	RS	1,511.4	103.5	14.60	12/2019	1.02	1.71	1.89	8.6	7.7	604.0	650.6	734.4	4.9	4.5	2.4%	2.7	22.00	↓	
Dexterra Group Inc.	DXT	RS	386.0	64.9	5.95	12/2019	0.07	0.33	0.33	18.1	17.8	16.5	35.1	65.4	13.8	7.0	5.0%	0.4	7.50	↑	
GDI Integrated Facility Services	GDI	RS	1,035.2	22.4	46.25	12/2019	0.31	1.86	1.54	24.9	30.1	77.5	101.8	103.7	9.6	9.0	0.0%	1.8	46.50	↑	
Hardwoods Distribution	HDI	RS	523.0	21.4	24.43	12/2019	1.48	1.93	2.04	12.7	12.0	78.9	93.7	97.8	8.0	7.5	1.5%	1.8	35.00	↑	
Intertape Polymer Group Inc.	ITP	RS	1,401.6	59.7	23.46	12/2019	0.99	1.41	1.41	12.6	12.6	172.1	201.0	210.6	7.7	7.2	4.1%	2.4	22.50	↑	
KP Tissue	KPT	RS	114.7	9.7	11.80	12/2019	0.04	1.21	0.50	9.7	23.5	145.0	204.2	189.9	6.1	7.0	6.2%	3.6	15.00	↓	
New Look Vision Group	BCI	RS	501.1	15.7	32.00	12/2019	1.67	1.09	1.48	29.4	21.6	56.4	78.8	94.0	10.0	8.1	0.0%	3.0	45.00	↑	
Park Lawn Corporation	PLC	RS	836.7	29.8	28.08	12/2019	0.80	1.05	1.12	26.9	25.0	53.3	74.7	84.8	14.6	12.6	2.2%	2.3	35.50	↑	
Richelieu Hardware	RCH	RI	2,129.3	56.3	37.82	11/2019	1.17	1.40	1.52	27.0	24.9	116.9	145.1	153.0	13.9	12.8	0.7%	0.0	33.00		
Savaria Corporation	SIS	RS	709.4	51.1	13.89	12/2019	0.53	0.53	0.67	26.1	20.8	55.6	58.6	65.2	13.2	11.7	3.3%	0.6	17.00		
Uni-Sélect	UNS	RM	353.5	42.4	8.34	12/2019	0.73	(0.30)	0.38	-21.2	16.6	129.9	81.7	117.4	9.3	6.2	0.0%	3.4	8.00	↑	

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

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

Source: Rapports des sociétés, FBN, Refinitiv

Technologie

Analyse sectorielle



Richard Tse

Analyste
416 869-6690

Adjoints:

Mihir Roul: 416 869-8049
John Shao: 416 869-7938

Une année historique touche à sa fin

L'année historique qui touche à sa fin aura été marquée par les résultats solides de notre secteur. Depuis le début de l'année, l'indice S&P de la technologie est en hausse de 33%, comparativement à 14% pour l'indice S&P 500. Au Canada, l'indice TSX de la technologie est en hausse de 68% comparativement à 4.5% pour l'indice TSX dans son ensemble! Cette hausse est sans nul doute en grande partie attribuable à Shopify, mais de nombreux titres ont dégagé des rendements tout aussi impressionnants cette année (Docebo, Lightspeed, Kinaxis et Real Matters). La question naturelle à présent est de savoir ce qui nous attend pour 2021. Il n'y a pas à douter que beaucoup de choses dépendront de l'évolution de la pandémie, mais, s'il y a une chose que nous pouvons affirmer avec une certaine assurance, c'est que les changements structurels accélérés par la crise de la COVID ne disparaîtront pas. Comme nous l'avons souligné dans des éditions antérieures de Vision, nous pensons que les changements structurels sont là pour durer et, s'il est possible que le monde retrouve un semblant de normalité en 2021, nous continuons de penser que, du fait de l'intérêt qui s'est porté sur certains titres pendant la pandémie, de nombreux autres titres classiques sont aujourd'hui négligés, et nous sommes d'avis qu'OpenText et CGI, parmi d'autres, continuent d'être fondamentalement sous-évalués. En ce qui concerne la sélection des titres, nous conseillons de continuer d'accumuler des actions de certains de nos titres de croissance favoris tels que Docebo, Lightspeed, Kinaxis, Nuvei, Shopify et Real Matters et de compléter avec des titres qui font référence comme CGI et Open Text. Nous présentons ci-dessous un bref aperçu de certains de ces titres :

► Lightspeed

Lightspeed continue de capter des parts de marché en utilisant une stratégie de croissance endogène et par acquisitions, ce qui fortifie sa position croissante de chef de file dans ses segments cibles. Autre élément impressionnant, la résilience de la société et sa capacité d'orienter ses clients, déjà acquis à la marque ou pas encore fidélisés, vers des produits pertinents dans le contexte sanitaire actuel. Pour l'avenir, bien qu'il reste des incertitudes à court terme avec la réinstauration, çà et là, des mesures de confinement dans le monde entier, la société a prouvé sa résilience au plus fort de la pandémie en début d'année, si bien que nous sommes confiants dans la valeur de ce titre au-delà du court terme.

► Kinaxis

Kinaxis reste l'un de nos titres favoris. Selon nous, il possède à la fois des attributs de défense et de croissance. Nous pensons que la pandémie actuelle sera une aubaine pour Kinaxis à long terme. C'est peut-être évident, mais la gestion de la chaîne d'approvisionnement est une technologie et un processus critique dans le contexte actuel. Ce qui est intéressant, c'est que nous avons entendu dire que de nombreuses sociétés se débattaient avec les systèmes existants (souvent Excel) alors que les nouveaux concurrents n'ont pas été capables de faire évoluer leurs logiciels. Et avec de nouveaux produits comme Demand Sense, RapidValue ainsi que l'acquisition récente de Rubikloud qui ajoute l'IA/ML, Kinaxis pourra, selon nous, se démarquer encore davantage, sans parler de l'ajout d'un cycle de produits, ce qui est généralement positif pour les sociétés de logiciels d'entreprise.

► Real Matters

Real Matters est un fournisseur de services de gestion de réseau pour les secteurs du prêt hypothécaire et de l'assurance dans l'immobilier résidentiel. La plateforme de Real Matters facilite la gestion des activités liées à l'immobilier comme les évaluations, les inspections aux fins d'assurance, la recherche de titres et la clôture de prêts hypothécaires. Une série de facteurs de croissance devraient faciliter la prochaine phase de réévaluation du titre, qui s'appuiera sur de « nouvelles » divisions telles que Titres et Clôture (T&C), mais aussi Données – et, dans ces cas, nous pensons que les investisseurs n'ont pas encore pris conscience de ces facteurs de croissance dans la perspective d'une réévaluation, alors que les activités d'évaluation subissent un ralentissement de la croissance après une extraordinaire accélération en début d'année du fait de taux d'intérêt historiquement bas.

► Shopify

Shopify reste selon nous la principale plateforme technologique pour le commerce électronique. La société vient de déclarer des résultats exceptionnels au T3 et les données préliminaires du Vendredi fou et du Cyber Lundi donnent à croire qu'elle s'oriente vers un T4 record. Pour les investisseurs, nous entrevoyons de nombreuses perspectives de croissance, à savoir : 1) expansion internationale, 2) l'augmentation du taux d'adoption de nouveaux services; 3) accomplissement; et 4) croissance de la taille de l'entreprise, sans compter ce que nous croyons être une mutation accélérée du secteur vers le commerce en ligne. Ce sont ces moteurs qui offrent le potentiel d'une augmentation significative du chiffre d'affaires à l'avenir et, compte tenu de l'exécution jusqu'à présent, nous pensons qu'il est raisonnable de tenir compte de ces moteurs potentiels dans le prix du titre étant donné l'historique de l'exécution.

Sélections

- Docebo (DCBO)
- Kinaxis (KXS)
- Lightspeed (LSPD)
- Nuvei (NVEI)
- Real Matters (REAL)
- Shopify (SHOP)

Technologie

Analyse sectorielle

Richard Tse

Analyste

416 869-6690

Adjoints:

Mihir Raul: 416 869-8049

John Shao: 416 869-7938

Symb.	Cote du titre	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 11/30	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B		BAIIA (M)			VE/BAIIA		Valeur compt.	Ratio d'endet.	Cours cible		
						(A)	est.	est.	Ex1	Ex2	(A)	est.	est.	Ex1	Ex2			12 mois	Δ	
						Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2			12 mois	Δ	
Absolute Software Corp.	ABT	RM	685	52.1	13.14	2020	0.24u	0.22u	0.24u	NMF	NMF	27.4u	28.7u	29.4u	14.2	13.8	(0.8u)	0%	18.00	
Altus Group Limited	AIF	RM	2,001	40.6	49.32	2019	1.46	1.82	1.91	27.1	25.8	88.1	98.7	101.9	20.9	20.3	9.5u	28%	52.00	
CGI Inc.	GIB.A	RS	25,119	261.8	95.95	2020	4.68	5.40	5.80	17.8	16.5	2426.3	2732.7	2883.4	9.9	9.4	27.7u	33%	115.00	
Constellation Software Inc.	CSU	RM	34,072	21.2	1,607.79	2019	27.84	36.08	44.00	34.5	28.3	933.0	1194.7	1303.4	22.1	20.3	42.6u	43%	1600.00	
Docebo Inc.	DCBO	RS	1,965	28.7	68.34	2019	(0.35u)	(0.06u)	(0.04u)	NMF	NMF	(5.7u)	(2.5u)	(0.8u)	NMF	NMF	1.6u	0%	65.00	↑
EXFO Inc.	EXFO	RM	163u	54.6	2.98u	2020	0.01u	0.21u	0.38u	14.3	7.8	18.2u	26.3u	30.9u	6.3	5.4	3.2u	18%	3.50u	
Kinaxis Inc.	KXS	RS	5,248	27.8	189.02	2019	1.36u	1.16u	1.90u	NMF	NMF	57.7u	56.8u	81.0u	67.8	47.5	9.9u	0%	250.00	
Lightspeed POS	LSPD	RS	6,968	119.9	58.12	2020	(0.48u)	(0.51u)	(0.52u)	NMF	NMF	(21.7u)	(29.9u)	(48.7u)	NMF	NMF	5.4u	4%	60.00	
Maxar Technologies Ltd.	MAXR	RM	1,763u	63.4	27.80u	2019	(3.02u)	3.59u	(1.71u)	7.7	NMF	416.0u	437.0u	451.7u	9.4	9.1	15.7u	71%	28.00u	↓
mdf commerce inc.	MDF	RM	199	22.7	8.75	2020	(0.03)	(0.20)	(0.09)	NMF	NMF	8.5	6.3	6.9	25.6	23.4	4.7u	11%	10.50	
Nuvei Corporation	NVEI	RS	7,822	131.5	59.50	2019	(0.32)	(0.04)	0.89	NMF	NMF	87.2	157.8	172.1	38.4	35.2	8.8u	9%	70.00	
Open Text Corporation	OTEX	RS	12,218u	272.8	44.78u	2020	2.89u	3.29u	3.41u	13.6	13.1	1,148.2u	1,231.8u	1,335.6u	11.8	10.9	14.9u	51%	55.00u	
Pivotree Inc.	PVT	RS	293u	26.6	10.77u	2019	(0.03u)	(0.02u)	0.07u	NMF	NMF	5.4u	5.6u	7.1u	NMF	NMF	0.5u	58%	14.00u	
Real Matters Inc.	REAL	RS	1,651	88.5	18.66	2020	0.56u	0.81u	1.05u	17.8	13.7	72.2u	90.5u	116.9u	12.7	9.8	2.4u	0%	40.00	
Shopify Inc.	SHOP	RS	134,831u	124.9	1,079.44u	2019	0.30u	3.48u	4.68u	NMF	NMF	71.3u	364.2u	578.0u	NMF	NMF	49.5u	11%	1,250.00u	
Sierra Wireless Inc.	SWIR	RM	554u	36.4	15.22u	2019	(0.01u)	(1.16u)	0.53u	NMF	28.9	21.0u	(25.8u)	26.8u	NMF	19.2	9.4u	7%	13.00u	

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

u = dollars US

Technologies propres et développement durable

Analyse sectorielle



Rupert Merer, P. Eng, CFA

Analyste
416 869-8008

Adjoints:

Hassaan Khan: 416 869-7538
Adnan Waheed: 416 869-6763

Points saillants des sociétés

Les actions des sociétés d'infrastructures publiques dédiées à la production d'énergies renouvelables faisant partie de notre univers de couverture ont bien rebondi, le secteur se négociant maintenant à des niveaux proches de notre évaluation de la juste valeur grâce à des rendements obligataires en baisse, une compression des écarts de rendement et une meilleure appréciation des modèles d'affaires des PÉI dont la production est sous contrat. Cependant, nous pensons que, à plus long terme, les valorisations pourraient augmenter si une prime devait être attribuée aux actions dites « vertes » en raison de leur rareté à mesure que le marché évolue en faveur des technologies propres sous l'effet d'une pression politique accrue. Parmi nos titres de prédilection, choisis sur la base de notre examen des profils de risque et de rendement, figurent AQN, BLX et INE.

▶ Algonquin Power & Utilities Corp.

(AQN : NYSE, AQN :TSX; Rendement supérieur; cours cible de US\$16.50) :

AQN a des actifs au Canada et aux États-Unis. Elle exerce ses activités par le truchement de ses deux filiales : 1) Liberty Power, qui détient des actifs d'énergie renouvelable (éoliens et hydroélectriques) et d'énergie thermique (cogénération à base de gaz naturel, électricité de pointe), et 2) Liberty Utilities, société de services publics spécialisée dans les actifs hydrauliques, gaziers et électriques. Avec les acquisitions d'ESSAL (\$162.1 millions) et de BELCO (\$365 millions), clôturées récemment, AQN fournit maintenant des services publics à plus d'un million de clients au Canada, aux États-Unis, au Chili et dans les Bermudes. Pour ce qui est des travaux de construction, il y a eu des retards mineurs, mais le projet d'énergie solaire Great Bay II de 43 MW a été mis en service en août et le projet Sugar Creek Wind de 202 MW, en novembre. L'année prochaine, de nouvelles capacités de 850 MW devraient être ajoutées grâce à la croissance endogène des actifs réglementés et non réglementés. Notre cours cible, qui comprend \$1 par action de potentiel de croissance au-delà du plan quinquennal de croissance, est fondé sur des FTA à long terme établis par l'application d'un coût des capitaux propres de 4.75%.

▶ Boralex Inc.

(BLX: TSX; Outperform; \$43.00 target):

BLX est un producteur d'énergie renouvelable qui possède des actifs éoliens, solaires et hydroélectriques aux États-Unis, en France et au Canada. La société a une capacité de production d'environ 2,212 MW exploitée essentiellement en vertu de contrats à long terme (durée résiduelle moyenne d'environ 14 ans); des travaux sont en cours pour faire croître la capacité de 97 MW. BLX vise des FPER de \$140 millions à \$150 millions d'ici 2023E tout en maintenant un ratio de distribution de 40% à 60%. BLX a une bonne visibilité sur l'augmentation de sa capacité à 2,800 MW d'ici 2023E et l'optimisation de sa structure de coûts. BLX a récemment acquis des participations de contrôle dans sept centrales solaires aux États-Unis, pour un prix d'achat de \$283 millions (US\$216.5 millions, durée moyenne pondérée du CAÉ de 21.5 années) et a conclu un accord avec la CDPQ pour acquérir la participation résiduelle de 49% dans trois parcs éoliens situés au Québec, pour une contrepartie de \$121.5 millions. Selon nous, ces acquisitions devraient porter la capacité d'exploitation nette totale de BLX à 2,330 MW et, bien que nous ne croyions pas que ces acquisitions contribuent fortement à la croissance, nous pensons qu'elles pourraient constituer une plateforme pour la croissance endogène future et permettre à BLX de réaliser des gains de synergie d'exploitation. Nous pensons que BLX, vu son implantation en France et son expansion aux États-Unis, pourrait remporter pour environ 200 MW de contrats par an sur les deux prochaines années. Le marché français présente une opportunité intéressante avec la possibilité de voir des appels d'offres pour des parcs éoliens d'une capacité totalisant plus de 1.5 GW jusqu'en 2024E. Les activités de BLX ne sont toujours pas touchées par la COVID-19 et les activités de développement se poursuivent. Notre cours cible, qui comprend \$7 par action de croissance, est fondé sur des FTA à long terme établis par l'application d'un coût des capitaux propres de 5.0% sur les flux de trésorerie d'exploitation.

Technologies propres et développement durable

Analyse sectorielle

Rupert Merer, P. Eng, CFA

Analyste

416 869-8008

Adjoints:

Hassaan Khan: 416 869-7538

Adnan Waheed: 416 869-6763

► Innergex énergie renouvelable inc.

(INE : TSX; Rendement supérieur; cours cible de \$27.00) :

INE compte parmi les plus importants PÉI d'énergie renouvelable du Canada, avec une capacité de production de 2,742 MW (nets). Sa capacité de production est diversifiée tant du point de vue des actifs d'énergie renouvelable (hydroélectricité environ 29%, éolien environ 57% et solaire environ 14%) que des régions (Canada environ 53%, États-Unis environ 33%, France environ 8%, Chili environ 6%). Selon nous, les activités de construction d'INE à court terme pourraient bientôt porter fruit, le projet d'énergie solaire Hillcrest de 200 MW devant entrer en service à la fin du T4 2020E, la centrale hydroélectrique au fil de l'eau Innavik de 8 MW dans le nord du Québec et le parc éolien Yonne II de 7 MW, en 2021E et le parc éolien Griffin Trail au Texas, d'ici le T3 2021. Pour ce qui est des projets de mise en valeur, les projets d'énergie solaire et de stockage en batterie Barbers Point et Kahana, à Hawaï, ont conclu des CAÉ tandis que le processus de sélection pour le contrat IAC est en cours pour les projets d'énergie solaire et de stockage en batterie Paeahu et Hale Kuawehi. En France, un fournisseur de batteries

a été choisi pour le projet autonome de stockage en batterie Tonnerre, et les négociations sont en cours. Du côté des fusions-acquisitions, rappelons qu'INE a récemment acquis Mountain Air, un portefeuille de six parcs éoliens dans le comté d'Elmore, pour un prix de \$77 millions environ. Le ratio de distribution d'INE reste élevé (nous l'estimons à 97% après ajustement pour supprimer les frais de mise en valeur pour 2020E), mais nous pensons qu'il devrait baisser grâce à un temps plus favorable et aux initiatives de croissance. INE cherche à équilibrer la croissance endogène (rendements initiaux habituellement faibles) avec l'acquisition d'actifs, aux rendements plus élevés à court terme. Notre cours cible, qui comprend \$3 par action de croissance, est fondé sur des FTA à long terme établis par l'application d'un coût des capitaux propres de 5% sur les flux de trésorerie d'exploitation.

Sélections

- Algonquin Power & Utilities Corp.
- Boralex Inc.
- Innergex énergie renouvelable inc.

Technologie énergétique	Symb.	Cote du titre	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 11/30	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B			Ventes par action			C/V	Valeur compt.	Ratio d'endet.	Cours cible 12 mois	Δ			
							(A)	est.	est.	Ex1	Ex2	Dern. Ex.	est.	est.	Ex1						Ex2	Ex1	Ex2
							Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	Dern. Ex.	est.	est.	Ex1						Ex2	Ex1	Ex2
5N Plus	VNP	RS	203.5	82	2.48	12/2019	0.05u	0.08u	0.17u	38.1	18.5	2.33u	2.07u	2.25u	1.6	1.4	1.35u	0.24	2.90				
Algonquin Power	AQN	RS	9417.5u	601	15.68u	12/2019	0.63u	0.63u	0.65u	32.4	31.5	3.25u	2.99u	3.21u	6.8	6.4	8.67u	0.43	16.50u	↑			
Atlantic Power	AT	RS	242.1u	118	2.06u	12/2019	(0.35)u	0.43u	0.43u	6.3	6.2	2.58u	2.44u	2.63u	1.1	1.0	1.02u	0.71	2.60u				
Ballard Power Systems	BLDP	RS	5001.8u	244	20.53u	12/2019	(0.16)u	(0.19)u	(0.14)u	nmf	nmf	0.46u	0.42u	0.45u	63.4	59.9	1.38u	0.00	25.00u	↑			
Boralex	BLX	RS	4237.1	103	41.04	12/2019	(0.45)	(0.43)	0.67	nmf	nmf	5.95	6.19	6.29	8.6	8.5	9.39	0.68	43.00	↑			
Brookfield Business	BBU	RS	5353.4u	150	35.78u	12/2019	1.12u	1.14u	2.15u	40.8	21.6	88.26u	85.79u	75.15u	0.5	0.6	20.63u	0.71	38.00u	↑			
Brookfield Infrastructure	BIP	RS	23156.7u	465	49.81u	12/2019	0.16u	(0.14)u	(0.01)u	nmf	nmf	8.58u	8.52u	9.32u	7.6	6.9	44.40u	0.69	55.00u	↑			
Brookfield Renewable Energy	BEP	RM	27358.5u	430	63.58u	12/2019	1.93u	1.86u	1.91u	44.3	43.3	5.47u	5.29u	6.07u	15.6	13.6	24.27u	0.35	55.00u	↑			
DIRTT Environmental Solutions	DRT	RS	141.4u	85	1.67u	12/2019	(0.05)u	(0.08)u	0.01u	nmf	nmf	2.87u	2.03u	2.22u	1.1	1.0	1.38u	0.00	2.50u	↓			
GFL Environmental Inc.	GFL	RS	12757.0	360	35.40	12/2019	(2.46)	(1.69)	(0.70)	nmf	nmf	18.24	11.40	13.57	4.0	3.4	1.38	0.00	34.00				
Innergex	INE	RS	4484.5	174	25.70	12/2019	(0.25)	(0.15)	0.54	nmf	61.6	4.10	3.52	3.95	9.5	8.5	6.40	0.80	27.00				
Lithium Americas	LAC	RS	1020.6u	91	11.26u	12/2019	(0.11)u	(0.31)u	0.60u	nmf	24.6	0.05u	0.05u	0.05u	nmf	nmf	1.59	0.48	12.50u				
NanoXplore	GRA	RS	129.7	140	3.50	06/2019	(0.03)	0.01	0.10	nmf	44.7	0.56	0.63	0.87	7.2	5.2	0.38	0.39	2.75				
Northland Power	NPI	RM	8971.7	202	44.51	12/2019	1.71	2.09	1.87	27.7	31.0	8.84	10.42	10.75	5.6	5.4	9.74	0.80	45.00	↓			
Pinnacle Renewable	PL	RS	278.6	33	8.32	12/2019	(0.33)	0.06	0.38	nmf	28.8	11.37	14.96	17.28	0.7	0.6	4.59	0.71	12.50	↑			
Sigma Lithium	SGMA	RS	177.6	69	2.59	12/2019	(0.02)	(0.23)	(0.07)	nmf	nmf	0.00	0.00	0.00	na	na	0.14	0.37	4.00				
TransAlta Renewables	RNW	RM	4772.0	266	17.94	12/2019	0.68	0.36	0.57	63.9	40.8	1.69	1.63	1.70	14.3	13.7	8.30	0.23	18.00				
Xebec Adsorption	XBC	RS	731.0	106	6.87	12/2019	0.03	(0.04)	0.05	63.9	40.8	0.72	0.68	1.16	14.3	13.7	0.81	0.14	6.50				

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

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

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

u = dollars US

Télécommunications et médias

Analyse sectorielle



Adam Shine, CFA

Analyste

514 879-2302

—

Adjoints:

Ahmed Abdullah: 514 879-2564

Luc Troiani, CFA: 416 869-6585

Reprise des titres du secteur des médias, qui devrait s'intensifier en 2021

▣ Corus – Baisse des pressions sur les revenus de la publicité télévisuelle avec des chiffres comparatifs plus faciles à soutenir au deuxième semestre de 2021 :

Corus publiera ses résultats du T1 2021 le 12 janvier. Nous prévoyons un chiffre d'affaires en baisse de 9.9%, à \$421.6M, un BAIIA ajusté en repli de 8.3%, à \$168.8M, et un BPA ajusté de \$0.32, comparativement à \$0.38. Les prévisions consensuelles sont de \$415M, \$145M et \$0.28, respectivement, mais tous ces chiffres paraissent trop faibles. Nous pensons que notre bénéfice prévisionnel pourrait être légèrement dépassé en raison d'une baisse des coûts liés à la programmation télévisuelle suite à un effet de calendrier. Les revenus tirés de la radio pourraient baisser de 25.0% (6.7% du chiffre total, -42.8% au T4 2019, -52.2% au T3 2019) et ceux tirés des activités télévisuelles, de 8.6% (-13.0% au T4 2019, -21.4% au T3 2019) tandis que les baisses de 13.0% des revenus tirés de la publicité (-24.6% au T4 2019, -31.5% au T3 2019) et de 0.4% de ceux tirés des abonnements seraient en partie contrebalancés par la croissance de 4.5% des autres revenus. Le BAIIA des activités de radio pourrait baisser de 42.2% (-82.7% au T4 2019, -118.2% au T3 2019) et celui des activités télévisuelles, de 5.8% (-9.0% au T4 2019, -30.5% au T3 2019). Nous tablons sur une contribution de \$3M de la SSUC (\$17.5M au T4 2019, \$13.5M au T3 2019). En plus de continuer de nuire aux ventes de publicités, la COVID a bousculé le calendrier de la production télévisuelle pendant l'été, de sorte que la nouvelle saison télévisuelle d'automne a subi un lancement en décalage, ce qui a nui aux revenus télévisuels du T1, mais a également fait baisser les dépenses de programmation. Notre cours cible est basé sur notre estimation de la VAN 2022E et correspond à un ratio VE/BAIIA implicite de 5.6 d'après les chiffres réels de 2020, de 4.9 et 4.8 d'après nos estimations pour 2021 et 2022, respectivement, loin derrière les valorisations des sociétés comparables de plus grande envergure, qui se négocient à un ratio moyen de 7.8 d'après les estimations pour 2020 et 2021.

▣ Transcontinental – Baisse des pressions sur les circulaires grâce à une valorisation prudente :

TCL publiera ses résultats du T4 2020 le 10 décembre. Nos estimations sont relativement alignées avec les prévisions consensuelles à l'approche de la publication des chiffres réels. L'action a bien monté en novembre, profitant de la reprise économique, mais nous voulons souligner certains points relatifs à la valorisation. D'abord, Transcontinental se négocie à un ratio VE/BAIIA inférieur d'environ 25% à la moyenne du groupe mixte des sociétés comparables et, chaque fois que l'écart est si important, cela indique qu'il y a une occasion d'achat. Ensuite, les sociétés comparables dans le secteur de l'emballage se négocient à un ratio de 8.0 (en excluant celles dont le ratio atteint ou est supérieur à 10), alors que nous utilisons un ratio de 7.5, les 50 pb d'écart représentant \$1.25 par action. Enfin, avec toutes les tergiversations sur l'avenir du Publisac à Montréal ces deux dernières années et les pressions supplémentaires sur les volumes des circulaires en 2019 et en 2020 (-15% en fin d'année, -45% au printemps), nous avons appliqué une décote de 50% aux activités des circulaires dans notre estimation de la VAN, ce qui fait baisser le prix de l'action de plus de \$4. En outre, pendant une opération de marketing en octobre, la direction a laissé entendre que son patrimoine immobilier valait au moins \$175M à \$200M. Non pas qu'il faille monétiser cela trop vite, mais une telle opération représenterait une hausse de l'action de \$1.50 à \$2. Notre cours cible repose sur notre estimation de la VAN pour 2022, avec un ratio VE/BAIIA implicite de 5.8 d'après nos estimations pour 2020 et 2021 et de 5.5 d'après nos estimations pour 2022.

Sélections

- *Corus*
- *Rogers*
- *Transcontinental*

Télécommunications et médias

Analyse sectorielle

Adam Shine, CFA

Analyste

514 879-2302

Adjoints:

Ahmed Abdullah: 514 879-2564

Luc Troiani, CFA: 416 869-6585

	Symb.	Cote du titre	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 11/30	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B		BAlIA (M\$)			V/E/BAlIA		Valeur compt.	Ratio d'endet.	Cours cible 12 mois	Δ	
							(A)	est.	est.	Ex1	Ex2	(A)	est.	est.	Ex1	Ex2					
							Dernier Ex	Ex1	Ex2	Dernier Ex	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2							
Radiodiffusion et divertissement																					
Cineplex Inc.	CGX	RM	659	63.3	10.40	12/2019	0.58	(7.62)	(1.25)	-1.4	-8.3	230.5	-158.5	134.2	NM	9.6	4.05	0.72	8.00		
Corus Entertainment Inc.	CJR.b	RS	894	208.4	4.29	08/2020	0.75	0.86	0.80	5.0	5.3	505.8	532.2	503.9	4.6	4.5	4.30	0.64	5.00	↑	
WildBrain Ltd.	WLD	RM	294	170.8	1.72	06/2020	(0.64)	(0.00)	0.05	NM	NM	81.8	82.3	90.4	9.1	7.8	0.46	0.84	1.80	↑	
Spin Master	TOY	RS	3,065	102.0	30.05	12/2019	0.90	0.65	1.26	35.8	18.3	219.0	176.2	252.9	13.1	8.8	6.98	-0.34	36.50	↑	
Stingray Digital	RAY.a	RS	478	73.5	6.50	03/2020	0.70	0.74	0.89	8.8	7.3	112.1	118.1	116.1	7.4	7.2	3.83	0.60	7.50		
TVA Group Inc.	TVA.b	RM	78	43.2	1.81	12/2019	0.49	0.54	0.53	3.3	3.4	72.4	68.2	64.9	1.6	1.4	6.46	0.14	2.00		
Impression et édition																					
Thomson Reuters	TRI	RM	51,171	497.1	102.94	12/2019	1.29	1.81	2.04	43.9	38.9	1493.0	1955.3	2067.0	21.6	20.2	19.23	0.24	111.00	↑	
Transcontinental Inc.	TCL.a	RS	1,678	87.0	19.28	10/2019	2.52	2.41	2.15	8.0	9.0	475.8	473.8	435.2	5.3	5.4	19.67	0.37	20.00	↑	
Publicité et marketing																					
Yellow Pages	Y	RM	↓	352	28.0	12/2019	3.44	2.23	2.25	5.7	5.6	161.3	130.0	118.0	2.6	2.4	NM	-0.05	13.00		
Télécommunications																					
BCE Inc.	BCE	RS	50,914	904.3	56.30	12/2019	3.50	3.02	3.45	18.7	16.3	10006.0	9661.4	10183.8	8.2	7.7	18.49	0.41	64.00		
Cogeco Communications Inc.	CCA	RS	4,505	47.9	94.01	08/2020	7.41	8.42	9.32	11.2	10.1	1148.7	1198.9	1247.7	5.8	5.4	54.79	0.52	120.00		
Quebecor Inc.	QBR.b	RS	8,101	250.5	32.34	12/2019	2.24	2.32	2.54	14.0	12.8	1879.5	1929.9	2003.2	7.1	6.6	4.34	0.83	39.00		
Rogers Communications Inc.	RCI.b	RS	30,932	504.9	61.26	12/2019	4.13	3.32	3.32	18.4	18.4	6212.0	5797.6	6227.4	8.2	7.5	19.87	0.44	68.00		
Shaw Communications	SJR.b	RS	11,629	515.0	22.58	08/2020	1.31	1.39	1.51	16.2	15.0	2391.0	2437.9	2503.8	7.0	6.5	12.10	0.46	28.00		
Telus Corp.	T	RS	↑	32,164	1284.0	25.05	12/2019	1.45	0.98	1.09	25.5	22.9	5554.1	5518.8	5967.4	9.4	8.6	9.73	0.60	27.00	↑

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

Analyse sectorielle



Cameron Doerksen, CFA

Analyste

514 879-2579

—

Adjoint :

Albert Matousek, MBA: 514 390-7825

Un rebond de la demande de transport reste attendu

► NFI

(NFI : TSX; Rendement supérieur, cours cible de \$21.00):

Nous maintenons notre cote Rendement supérieur pour NFI Group après la publication des résultats du T3. Le titre NFI devrait rester sous pression en raison des inquiétudes qui entourent la fréquentation des transports publics et les financements destinés au secteur des autobus, ainsi que l'endettement relativement élevé de la société. Cependant, nous pensons que ces éléments se reflètent déjà dans le cours de l'action et que la demande à long terme des clients des transports publics sera résiliente. Notre avis positif est soutenu par les éléments suivants :

► Le transport public est un service essentiel qui finira par rebondir.

Environ 70% des revenus de la société proviennent de clients des services publics (agences de transport en commun) et, même si le carnet de commandes est tombé de \$4.9 milliards au T2 à \$4.5 milliards, le fait que les commandes d'autobus de transport soient soutenues par des programmes de financement sur lesquels les gouvernements se sont déjà engagés apporte une certaine visibilité sur les livraisons en 2021. Les nouvelles commandes ont ralenti ces derniers trimestres, car les agences de transport public font face à des déficits de leurs budgets d'exploitation, mais les systèmes de transport en commun sont des services essentiels et nous pensons que la fréquentation et les nouvelles commandes d'autobus rebondiront tandis que la propagation de la pandémie ralentira en 2021. Notons que les soumissions en cours de NFI ont augmenté de 27% a/a au T3.

► **La demande d'autobus soutenue par des fonds de relance.** Le programme Green Industrial Revolution Plan du Royaume-Uni annoncé le 18 novembre prévoit le financement initial de £120 millions pour le déploiement d'au moins 4,000 nouveaux autobus à émission zéro, tous construits au Royaume-Uni, ce qui pourrait être une très bonne nouvelle pour la filiale ADL de la société, chef de file du secteur dans ce pays. Au début de 2021, le gouvernement présentera sa stratégie nationale pour l'autobus, avec de nouveaux réseaux de « superbus », plus fréquentés, et le développement de villes et centres-villes entièrement électriques. La nouvelle administration américaine devrait elle aussi soutenir largement le transport en commun, un bon point pour les nouvelles commandes d'autobus et le financement d'autobus à émission zéro.

► **Les agences de transport en commun adoptent de plus en plus les autobus à émission zéro.** Les États-Unis comptent le plus grand nombre d'autobus au monde et NFI a plus d'autobus zéro émission à l'essai dans des agences de transport en commun américaines que n'importe quel autre de ses concurrents, de sorte que la société est bien placée pour tirer parti de cette tendance.

► **Le programme de transformation de NFI fera croître les marges.** Baptisé NFI Forward, il devrait permettre de réaliser des économies annuelles de \$75 millions, ce qui représente entre 250 et 300 pb environ pour les marges brutes. La direction indique que des économies de \$13.5 millions ont déjà été réalisées en 2020 et qu'elle s'attend à en réaliser encore \$29 millions en 2021.

► **Évaluation.** En tablant sur des prévisions plus normalisées pour 2022, l'action se négocie à des ratios VE/BAIIA d'environ 7.0 et C/B d'environ 12, inférieurs aux moyennes prévisionnelles de 9.0 et 15.3, respectivement.

Sélections

► *TFI International*

► *NFI Group*

► *Cargojet*

	Actions		e.c. (M)	Cours 11-30	Cap. bours. (M)	Dernier exercice déclaré	BPA			FTDPAD			C/FT		Ratio d'endet.	Cours cible			
	Symb.	Cote du titre Δ					(A) Dernier Ex	est. Ex1	est. Ex2	C/B Ex1 Ex2	(A) Denier Ex	est. Ex1	est. Ex2	Ex1		Ex2	12 mois	Δ	
Air Canada	AC	RM	297	24.70	7,336	12/2019	3.37	-13.13	-7.91	na	na	18.92	(5.32)	(0.71)	nmf	nmf	nmf	21.00	↑
Bombardier Inc.	BBD.b	RM	2411	0.53	1,278	12/2019	-0.25	-0.60	-0.17	na	na	-0.51	-1.16	-0.04	nmf	nmf	nmf	88.00	0.50
BRP Inc.	DOO	RS	90	74.09	6,639	01/2020	3.83	5.16	5.46	14.4x	13.6x	1.59	4.01	2.78	18.5x	26.7x	145%	88.00	↑
CAE Inc.	CAE	RM	266	31.42	8,351	03/2020	1.34	0.42	0.96	73.9x	32.6x	(80.30)	(80.00)	(90.00)	nmf	nmf	50%	34.00	↑
Canadian National Rail	CNR	RM	713	136.00	96,941	12/2019	5.80	5.39	6.25	25.2x	21.8x	8.97	8.62	9.27	15.8x	14.7x	42%	141.00	↑
Canadian Pacific Rail	CP	RM	136	419.57	56,978	12/2019	16.44	17.65	19.48	23.8x	21.5x	21.65	23.33	26.34	18.0x	15.9x	56%	433.00	↑
Cargojet Inc.	CJT	RS	16	222.17	3,465	12/2019	0.85	-2.47	5.89	na	37.7x	(4.79)	4.76	7.81	46.7x	28.5x	73%	264.00	↑
Chorus Aviation Inc.	CHR	RM	162	4.29	694	12/2019	0.62	0.44	0.46	9.6x	9.2x	(3.37)	(1.79)	1.39	nmf	3.1x	75%	3.70	↑
Exchange Income Corporation	EIF	RS	36	38.70	1,398	12/2019	2.97	0.81	1.75	47.8x	22.1x	7.58	5.08	6.15	7.6x	6.3x	62%	40.00	↑
Héroux-Devtek Inc.	HRX	RS	36	14.46	526	03/2020	1.00	0.63	0.68	22.9x	21.2x	2.26	1.71	1.96	8.4x	7.4x	38%	17.50	↑
NFI Group Inc.	NFI	RS	63	19.63	1,227	12/2019	u1.64	-0.79	u0.65	na	23.2x	u0.99	u0.02	u1.44	0.0x	10.5x	68%	21.00	↑
Transat A.T. Inc.*	TRZ	R	38	5.87	222	10/2019	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R
TFI International Inc.	TFII	RS	91	65.90	5,994	12/2019	3.94	4.09	4.54	16.1x	14.5x	3.53	6.23	6.08	10.6x	10.8x	38%	77.00	↑

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

*sur la base du BAIIAL (comprend les frais de location)

Source: Rapports des sociétés, Refinitiv, FBN

u = dollars US

Liste alphabétique des sociétés

5N Plus	VNP	67	CT REIT	CRT.un	45	Lithium Americas	LAC	67	Spartan Delta	SDE	52
Absolute Software Corp.	ABST	65	Dexterra Group Inc.	DXT	63	Loblaw	L	43	Spin Master	TOY	69
Advantage Oil & Gas	AAV	52	DIRTT Environmental Solutions	DRT	67	Lundin Gold Inc.	LUG	49	SSR Mining Inc	SSRM	49
Adventus Mining	ADZN	47	Docebo Inc.	DCBO	65	Lundin Mining	LUN	47	Stantec Inc.	STN	56
Aecon Group	ARE	56	Dollarama	DOL	43	MAG Silver Corp	MAG	49	Stelco	STLC	56
Ag Growth International Inc.	AFN-T	61	DREAM Industrial REIT	DIR.un	45	Manulife Financial	MFC	41	Stella-Jones	SJ	56
Agnico-Eagle Mines Ltd	AEM	49	DREAM Office REIT	D.un	45	Marathon Gold Corp.	MOZ	49	Stingray Digital	RAY.a	69
Air Canada	AC	70	Dundee Precious Metals	DPM	49	MAV Beauty Brands	MAV	43	StorageVault Canada	SVLV	45
Akumina	AKU.u	58	ECN Capital	ECN	60	Maverix Metals Inc	MMX	49	Storm Resources	SRX	52
Alamos Gold Inc	AGI	49	Eldorado Gold Corp	ELD	49	Maxar Technologies Ltd.	MAXR	65	Summit Industrial	SMU.un	45
Alaris Royalty Corp	AD	63	Element Fleet Management	EFN	60	mdf commerce Inc.	MDF	65	Sun Life Financial	SFL	41
Algonquin Power	AGN	67	Emera Inc.	EMA	55	Medical Facilities Corp.	DR	58	Suncor Energy	SU	52
Alio Gold Inc.	ALO	49	Empire Company	EMP.a	43	MEG Energy	MEG	52	Superior Plus	SPB	55
Alithya Group Inc.	ALYA	65	Enbridge Inc.	ENB	55	Metro	MRU	43	Surge Energy	SGY	52
Allied Properties REIT	AP.un	45	Enbridge Income Fund	ENF	55	Minera Alamos	MAI	49	Tamarack Valley Energy	TVE	52
AltaGas	ALA	55	Endeavour Mining	EDV	49	Minto Apartment REIT	MI.un	45	Taseko Mines	TKO	47
AltaGas Canada Inc.	ACI	55	Enerflex Ltd.	EFX	61	Moreau Shepell	MSI	60	TC Energy Corp.	TRP	55
Altus Group Limited	AIF	65	Enerplus Corporation	ERF	52	MTY Food Group	MTY	43	Teck Resources	TECKb	47
American Hotel Income Properties	HOT.un	45	Equinox Gold Corp	EQX	49	Mullen Group Ltd.	MTL	61	Telus Corp.	T	69
Andlauer Healthcare Group	AND	58	Equitable Group	EQB	60	NanoXplore	GRA	67	Teranga Gold Corp	TGZ	49
ARC Resources Ltd.	ARX	52	ERES REIT	ERE.un	45	National Bank	NA	41	Teriva	TEV	55
Argonaut Gold Inc.	AR	49	Ero Copper	ERO	47	National Energy Services Reunited	NESR	52	TFI International Inc.	TFII	70
Artemis Gold Inc.	ARTG	49	Exchange Income Corporation	EIF	70	Nevada Copper	NCU	47	Theratechnologies	TH	58
Artis REIT	AX.un	45	EXFO Inc.	EXFO	65	New Gold Inc	NGD	49	Thomson Reuters	TRI	69
ATCO Ltd.	ACO	55	Extencicare	EXE	45	New Look Vision Group	BCI	63	Tidewater Midstream	TWM	55
Atlantic Power	AT	67	Fairfax Financial Holdings	FFH	60	Newmont	NGT	49	Timbercreek Financial	TF	60
ATS Automation	ATA	56	Falco Resources Ltd.	FPC	49	Nexa Resources	NEXA	47	Titan Mining	TI	47
AuRico Metals Inc	AMI.TO	49	Fiera Capital Corp.	FSZ	60	NFI Group Inc.	NFI	70	TMAC Resources	TMR	49
AutoCanada	ACQ	56	Filo Mining	FIL	47	North American Construction Group Ltd.	NOA	56	TMX Group	X	60
Automotive Properties REIT	APR.un	45	Finning International Inc.	FTT	56	Northland Power	NPI	67	Topaz	TPZ	52
B2Gold	BTO	49	First Capital REIT	FCR	45	NorthWest H.P. REIT	NWH.un	45	Torc Oil & Gas	TOG	52
Ballard Power Systems	BLDP	67	First Majestic Silver Corp	FR	49	Nuvei Corporation	NVEI	65	Torontom Industries Ltd.	TIH	56
Bank of Montreal	BMO	41	First National Financial	FN	60	NuVista Energy	NVA	52	Toronto-Dominion Bank	TD	41
Bank of Nova Scotia	BNS	41	First Quantum Minerals	FM	47	O3 Mining Inc.	OIII	49	Tourmaline Oil	TOU	52
Barrick Gold	ABX	49	Flagship Communities REIT	MHCu.TO	45	OceanaGold Corp	OGC	49	TransAlta	TA	55
Barsele Minerals Corp.	BME	49	Fortis Inc.	FTS	55	Open Text Corporation	OTEX	65	TransAlta Renewables	TRNW	67
Baytex Energy	BTE	52	Fortuna Silver Mines Inc	FVI	49	Osisko Gold Royalties Ltd	OR	49	Transat A.T. Inc.	TRZ	70
BCE Inc.	BCE	69	Franco-Nevada Corp	FNV	49	Osisko Mining	OSK	49	Transcontinental Inc.	TRCL.a	69
Birchcliff Energy	BIR	52	Freehold Royalties	FRU	52	Ovintiv Inc (US\$)	OVV	52	Trevali Mining	TV	47
Bird Construction Inc.	BDT	56	GDI Integrated Facility Services	GDI	63	Pan American Silver	PAAS	49	Trican Well Services	TCW	52
Bluestone Resources Inc.	BSR	49	GFL Environmental Inc.	GFL	67	Paramount Resources	POU	52	Tricon Capital Group	TCN	45
Boardwalk REIT	BEI.un	45	Gibson Energy	GEI	55	Parex Resources	PXT	52	Trilogy Metals	TMQ	47
Bombardier Inc.	BBD.b	70	Gildan	GIL	43	Park Lawn Corporation	PLC	63	Trisura Group Ltd.	TSU	60
Boralex	BLX	67	goeasys	GSY	60	Parkland Fuel Corporation	PKI	43	TVA Group Inc.	TVA.b	69
Boyd Group Services Inc.	BYD	63	Golden Star Resources	GSC	49	Pason Systems Corp.	PSI	61	Uni-Sélect	UNS	63
Brookfield Business	BBU	67	Goodfood Market	FOOD	43	Pembina Pipelines	PPL	55	Veresen Inc.	VSN	55
Brookfield Infrastructure	BIP	67	Granite REIT	GRT.un	45	People Corporation	PEO	60	Vermilion Energy Inc.	VET	52
Brookfield Renewable	BEP	55	Great-West Lifeco	GWO	41	PetroShale	PSH	52	Wesdome Corp.	WDO	49
Brookfield Renewable Energy	BEP	67	H&R REIT	HR.un	45	Peyto Exploration & Development	PEY	52	Wheaton Precious Metals Corp	WPM	49
BRP Inc.	DOO	70	Hardwoods Distribution	HDI	63	Pinnacle Renewable	PL	67	Whitecap Resources	WCP	52
BSR REIT	HOM.un	45	Headwater Exploration	HWX	52	Pipestone Energy	PIPE	52	WildBrain Ltd.	WILD	69
BTB REIT	BTB.un	45	Héroux-Devtek Inc.	HRX	70	Pivotree Inc.	PVT	65	WPT Industrial REIT	WIRU-T	45
C&E Inc.	CAE	70	Home Capital Group	HCG	60	PrairieSky Royalty	PSK	52	WSP Global	WSP	56
Canadian National Rail	CNR	70	Hudbay Minerals	HBM	47	Precision Drilling Corp.	PD	52	Xebec Adsorption	XBC	67
Canadian Natural Resources	CNQ	52	Husky Energy	HSE	52	Premium Brands Holdings	PBH.TO	43	Yamana Gold Inc	YRI	49
Canadian Pacific Rail	CP	70	Hydro One Ltd.	H	55	Pure Gold Mining Inc.	PGM	49	Yangarra Resources	YGR	52
Canadian Tire	CTC.a	43	iA Financial	IAG	41	Quebecor Inc.	QBR.b	69	Yellow Media Inc.	YLO	69
Canadian Utilities	CU	55	IAMGOLD Corp	IMG	49	Real Matters Inc.	REAL	65			
Canadian Western Bank	CWB	41	IBI Group Inc.	IBG	56	Richelieu Hardware	RCH	63			
CanWel Building Materials	CWX	63	Imperial Oil	IMO	52	RioCan REIT	REI.un	45			
CAP REIT	CAR.un	45	IMV Inc.	IMV	58	Ritchie Bros. Auctioneers	RBA	56			
Capital Power	CPX	55	Innergex	INE	67	Rogers Communications Inc.	RCL.b	69			
Capstone Mining	CS	47	Inovalis REIT	INO.un	45	Rogers Sugar	RSI	58			
Cargojet Inc.	CJT	70	Intact Financial Corp.	IFC	60	Roots Corporation	ROOT	43			
Cascades	CAS	63	Integra Resources Corp.	ITR	49	Royal Bank of Canada	RY	41			
Cenovus Energy	CVE	52	Inter Pipeline	IPL	55	Royal Gold Inc	RGLD	49			
Centerra Gold Inc	CG	49	InterRent REIT	IIP.un	45	Sabina Gold and Silver Corp.	SBB	49			
CES Energy Solutions Corp.	CES	52	Intertape Polymer Group Inc.	ITP	63	Sagen MI Canada	MIC	60			
CGI Inc.	GIB.A	65	Invesque	IVQu	45	Sandstorm Gold Ltd	SSL	49			
Chartwell Retirement Residences	CSH.un	45	Jamieson Wellness	JWEL	58	Saputo	SAP	43			
Chemtrade Logistics Income Fund	CHE.un	58	Josemaria Resources	JOSE	47	Savaria Corporation	SIS	63			
Choice Properties REIT	CHP.un	45	Just Energy Group	JE	58	Secure Energy	SES	55			
Chorus Aviation Inc.	CHR	70	K-Bro Linen	KBL	58	Seven Generations	VII	52			
CIBC	CM	41	Kelt Exploration	KEL	52	Shaw Communications	SJR.b	69			
Cineplex Inc.	CGX	69	Keyera	KEY	55	Shawcor Ltd.	SCL	61			
Cogeco Communications Inc.	CCA	69	Killam Apartment REIT	KMP.un	45	Sherritt International	S	47			
Cominar REIT	CUF.un	45	Kinaxis Inc.	KXS	65	Shopify Inc.	SHOP	65			
Constellation Software Inc.	CSU	65	Kinross Gold Corp	K	49	Sienna Senior Living	SIA	45			
Copper Mountain Mining	CMMC	47	Kirkland Lake Gold Corp	KL	49	Sierra Wireless Inc.	SWIR	65			
Corus Entertainment Inc.	CJR.b	69	Knight Therapeutics	GUD	58	Sigma Lithium	SGMA	67			
Couche Tard	ATD.b	43	KP Tissue	KPT	63	SilverCrest Metals	SIL	49			
Crescent Point Energy Corp.	CPG	52	Lassonde	LAS.a	43	Slate Office REIT	SOT.un	45			
Crew Energy	CR	52	Laurentian Bank	LB	41	Sleep Country Canada	ZZZ	43			
CRH Medical	CRH	58	Liberty Gold Corp	LGD	49	SmartCentres REIT	SRU.un	45			
Crombie REIT	CRR.un	45	Lightspeed POS	LSPD	65	SNC-Lavalin	SNC	56			

Succursales

Ancaster • 911, Golf Links Road, Suite 201, Ancaster, ON, L9K 1H9 • 905-648-3813
Baie-Comeau • 600, Boul. Lafèche, bureau 340-B, Baie-Comeau, QC, G5C 2X8 • 418-296-8838
Barrie • 126 Collier Street, Barrie, ON, L4M 1H4 • 705-719-1190
Beauce • 11333, 1^{re} Avenue, bureau 200, Saint-Georges, QC, G5Y 2C6 • 418-227-0121
Bellevue West Van • Suite #209, 1455 Bellevue Avenue, West Vancouver, BC, V7T 1C3 • 604-925-3734
Berthierville • 779, rue Notre-Dame, Berthierville, QC, J0K 1A0 • 450-836-2727
Bin-Scarth • 24 Binscarth Rd, Toronto, ON, M4W 1Y1 • 416-929-6432
Brampton • 10520 Torbram Road (at Sandalwood Parkway), Brampton, ON, L6R 2S3 • 905-456-1515
Brandon • 633-C, 18th Street, Brandon, MB, R7A 5B3 • 204-571-3200
Calgary • 239 8th Ave., SW, Suite 100, Calgary, AB, T2P 1B9 • 403-476-0398
Calgary - Southport • 10655 Southport Road SW, Suite 1100, Southland Tower, Calgary, AB, T2W 4Y1 • 403-301-4859
Chatham • 380 St. Clair, Street, Chatham, ON, N7L 3K2 • 519-351-7645
Chicoutimi • 1180, boulevard Talbot, Suite 201, Chicoutimi, QC, G7H 4B6 • 418-549-8888
Collingwood • 108 Hurontario Street, Collingwood, ON, L9Y 2L8 • 705-446-0255
DIx30 • 9160, boulevard Leduc, Bureau 710, Brossard, QC, J4Y 0E3 • 450-462-2552
Drumheller • 356 Centre Street, PO Box 2176, Drumheller, AB, T0J 0Y0 • 403-823-6857
Drummondville • 595, boulevard Saint-Joseph, Bureau 200, Drummondville, QC, J2C 2B6 • 819-477-5024
Duncan • 2763 Beverly Street, Suite 206, Duncan, BC, V9L 6X2 • 250-715-3050
Edmonton • 10175 – 101 Street NW, Suite 1800, Edmonton, AB, T5J 0H3 • 780-412-6600
Edmonton-North • TD Tower, 10088 – 102 Avenue, Suite No. 1701, Edmonton, AB, T5J 2Z1 • 780-421-4455
FrederictonNB • 551 King Street, Fredericton, NB, E3B 4Z9 • 506-450-1740
Gatineau • 920, St-Joseph, Bureau 100, Hull-Gatineau, QC, J8Z 1S9 • 819-770-5337
Granby • 150, rue St-Jacques, Bureau 202, Granby, QC, J2G 8V6 • 450-378-0442
Halifax • Purdy's Wharf Tower II, 1969 Upper Water Street, Suite 1601, Halifax, NS, B3J 3R7 • 902-496-7700
Halifax-Spring Garden • 400-5657 Spring Garden Road, Parklane Terraces, Halifax, NS, B3J 3R4 • 902-425-1283
Joliette • 40, rue Gauthier Sud, Bureau 3500, Joliette, QC, J6E 4J4 • 450-760-9595
Kelowna • 1631 Dickson Ave. Suite 1710, Landmark 6, Kelowna, BC, V1Y 0B5 • 250-717-5510
Lac-Mégantic • 3956, rue Laval, suite 100, QC, G6B 2W9 • 819-583-6035
Laval • 2500, boulevard Daniel Johnson, Bureau 610, Laval, QC, H7T 2P6 • 450-686-5700
Lethbridge • 404, 6th Street South, Lethbridge, AB, T1J 2C9 • 403-388-1900
Lévis • 1550, boulevard Alphonse-Desjardins, Bureau 110, Lévis, QC, G6V 0G8 • 418-838-0456
London Pall Mall • 256 Pall Mall Street, Suite 201, London, ON, N6A 5P6 • 519-439-6228
London-City Centre • 802-380 Wellington Street, London, ON, N6A 5B5 • 519-646-5711
Metcalfe • 1155, rue Metcalfe, Suite 1450, Montréal, QC, H3B 2V6 • 514-879-4825
Mississauga • 350, Burnhamthorpe road West, Suite 603, Mississauga, ON, L5B 3J1 • 905-272-2799
Moncton • 735 Main Street, Suite 300, Moncton, NB, E1C 1E5 • 506-857-9926
Mont Saint-Hilaire • 436, boulevard Sir-Wilfrid-Laurier, Suite 100, Mont Saint-Hilaire, QC, J3H 3N9 • 450-467-4770
Mont-Tremblant • 1104, rue de Saint-Jovite, 2^e étage, Mont-Tremblant, QC, J8E 3J9 • 450-569-3440
Montréal International • 1, Place Ville-Marie, Bureau 1700, Montréal, QC, H3B 2C1 • 514-879-5576
Montréal L'Acadie • 9001, boulevard de l'Acadie, Bureau 802, Montréal, QC, H4N 3H5 • 514-389-5506
North Bay • 680 Cassells Street, Suite 101, North Bay, ON, P1B 4A2 • 705-476-6360
Oak Bay • #220 - 2186 Oak Bay Avenue, Victoria, BC, V8R 1G3 • 250-953-8400
Oakville • 305 Church Street, Oakville, ON, L6J 7T2 • 905-849-3558
Oshawa • 575 Thornton Road North, Oshawa, ON, L1J 8L5 • 905-433-0210
Ottawa • 50 O'Connor Street, Suite 1602, Ottawa, ON, K1P 6L2 • 613-236-0103
Outremont • 1160, boulevard Laurier Ouest, App. 1, Outremont, QC, H2V 2L5 • 514-276-3532
Owen Sound • 1717 2nd Ave. E., Suite 202, Owen Sound, ON, N4K 6V4 • 519-372-1277

Peterborough • 201 George Street North, suite 401, Peterborough, ON, K9J 3G7 • 705-740-1110
Plessisville • 1719, rue St-Calixte, Plessisville, QC, G6L 1R2 • 819-362-6000
Kirkland • 16,766 Route Transcanadienne, bureau 503, Kirkland, QC, H9H 4M7 • 514-426-2522
PVM Montréal • 1, Place Ville-Marie, Bureau 1700, Montréal, QC, H3B 2C1 • 514-879-5200
Québec • 500, Grande-Allée Est, Bureau 400, Québec, QC, G1R 2J7 • 418-649-2525
Québec - Sainte-Foy • Place de la Cité, 2600, boulevard Laurier, Bureau 700, Québec, QC, G1V 4W2 • 418-654-2323
Red Deer • 4719 48th Avenue, Suite 200, Red Deer, AB, T4N 3T1 • 403-348-2600
Regina • 2075, Prince Of Wales Drive, Suite 305, Regina, SK, S4V 3A3 • 306-781-0500
Repentigny • 534, rue Notre-Dame, Bureau 201, Repentigny, QC, J6A 2T8 • 450-582-7001
Richmond • 135-8010 Saba Road, Richmond, BC, V6Y 4B2 • 604-658-8050
Richmond Hill • 9130 Leslie Street, Suite 200, Richmond Hill, ON, L4B 0B9 • 416-753-4016
Rimouski • 127, boulevard René-Lepage Est, Bureau 100, Rimouski, QC, G5L 1P1 • 418-721-6767
Rivière-du-Loup • 10, rue Beaubien, Rivière-du-Loup, QC, G5R 1H7 • 418-867-7900
Rouyn-Noranda • 104, 8^e rue, Rouyn-Noranda, QC, J9X 2A6 • 819-762-4347
Saint John • 69 King Street, 2nd floor, St-John, NB, E2L 1G5 • 506-642-1740
Sainte-Marie-de-Beauce • 249, Du Collège, Bureau 100, Ste-Marie, QC, G6E 3Y1 • 418-387-8155
Saint-Félicien • 1120, boulevard Sacré-Cœur, Saint-Félicien, QC, G8K 1P7 • 418-679-2684
Saint-Hyacinthe • 1355, rue Daniel-Johnson Ouest, bureau 4100, Saint-Hyacinthe, QC, J2S 8W7 • 450-774-5354
Saint-Jean-sur-Richelieu • 395, boul. du Séminaire Nord, Suite 201, Saint-Jean-sur-Richelieu, QC, J3B 8C5 • 450-349-7777
Saint-Jérôme • 265, rue St-George, Suite 100, Saint-Jérôme, QC, J7Z 5A1 • 450-569-8383
Saskatoon - 8th St. • 1220 8th Street East, Saskatoon, SK, S7H 0S6 • 306-657-3465
Sept-Îles • 805, boulevard Laure, Suite 200, Sept-Îles, QC, G4R 1Y6 • 418-962-9154
Shawinigan • 550 Avenue De la Station, bureau 200, Shawinigan, QC, G9N 1W2 • 819-538-8628
Sherbrooke • 1802, rue King Ouest, Suite 200, Sherbrooke, QC, J1J 0A2 • 819-566-7212
Sidney • 2537, Beacon Avenue, Suite 205, Sidney, BC, V8L 1Y3 • 250-657-2200
Sorel • 26, Pl. Charles-de-Montmagny, Suite 100, Sorel, QC, J3P 7E3 • 450-743-8474
St. Catharines • 40 King Street, St. Catharines, ON, L2R 3H4 • 905-641-1221
Sudbury • 10 Elm Street, Suite 501, Sudbury, ON, P3C 1S8 • 705-671-1160
Theford Mines • 222, boulevard Frontenac Ouest, bureau 107, Theford Mines, QC, G6G 6N7 • 418-338-6183
Thunder Bay • 979, Alloy Dr, Suite 104, Thunder Bay, ON, P7B 5Z8 • 807-683-1777
Toronto 1 • Exchange Tower, 130 King Street West, Suite 3200, Toronto, ON, M5X 1J9 • 416-869-3707
Toronto Midtown • 22 St. Clair Ave East, suite 1202, Toronto, ON, M4T 2S5 • 416-507-8870
Trois-Rivières • 7200, rue Marion, Trois-Rivières, QC, G9A 0A5 • 819-379-0000
Val d'Or • 840, 3^e avenue, Val d'Or, QC, J9P 1T1 • 819-824-3687
Valleyfield • 1356, boulevard Monseigneur-Langlois, Valleyfield, QC, J6S 1E3 • 450-370-4656
Vancouver - PB1859 • 1076 Alberni Street, Suite 201, Vancouver, BC, V6A 1A3 • 778-783-6420
Vancouver 1 • 475 Howe Street, Suite 3000, Vancouver, BC, V6C 2B3 • 604-623-6777
Victoria • 700-737 Yates Street, Victoria, BC, V8W 1L6 • 250-953-8400
Victoria - Fort • 1480 Fort Street, Victoria, BC, V8S 1Z5 • 250-475-3698
Victoriaville • 650, boulevard Jutras Est, Bureau 150, Victoriaville, QC, G6S 1E1 • 819-758-3191
Waterloo • 180 King Street South, Suite 701, Waterloo, ON, N2J 1P8 • 519-742-9991
White Rock • 2121 160th Street, Surrey, BC, V3Z 9N6 • 604-541-4925
Windsor • 1 Riverside Drive West, Suite 600, Windsor, ON, N9A 5K3 • 519-258-5810
Winnipeg • 200 Waterfront Drive, Suite 400, Winnipeg, MB, R3B 3P1 • 204-925-2250
Yorkton • 89 Broadway Street West, Yorkton, SK, S3N 0L9 • 306-782-6450

International

NBF Securities UK

(Regulated by The Financial Services Authority) 71 Fenchurch Street, 11th floor
London, England EC3M 4HD
Tel.: 44-207-680-9370
Tel.: 44-207-488-9379

New York

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

National Bank of Canada Financial Inc.

New York

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

Membre de

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

Bureau corporatifs

Montréal Financière Banque Nationale

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

Toronto National Bank Financial

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

Canada (Sans frais)

1 800 361-8838
1 800 361-9522

États-Unis (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'assurent aucune obligation que ce soit de mettre ces renseignements à jour ou de communiquer tout fait nouveau concernant les sujets ou les titres évoqués. Les opinions exprimées sont fondées sur l'analyse et l'interprétation de l'auteur de ces renseignements, et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés dans les présentes, et rien dans le présent rapport ne constitue une déclaration selon laquelle toute stratégie ou recommandation de placement contenue aux présentes conviendrait à la situation individuelle d'un destinataire. Dans tous les cas, les investisseurs doivent mener leurs propres vérifications et analyses de ces renseignements avant de prendre ou d'omettre de prendre toute mesure que ce soit en lien avec les titres ou les marchés qui sont analysés dans le présent rapport. Il importe de ne pas fonder de décisions de placement sur ce seul rapport, qui ne remplace pas une vérification diligente ou les travaux d'analyse exigés de votre part pour motiver une décision de placement.

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

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

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

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

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

FBN ou ses sociétés affiliées interviennent souvent comme conseillers financiers, prêteurs, placeurs pour compte ou 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 affiliées peuvent agir à titre de teneurs de marché relativement aux titres mentionnés dans le présent rapport. Le présent rapport ne peut pas être considéré comme indépendant des intérêts propres de FBN et de ses sociétés affiliées.

FBN est membre du Fonds canadien de protection des épargnants.

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

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

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

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

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

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

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

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

Résidents de Hong Kong : En ce qui concerne la diffusion de ce document à Hong Kong par NBC Financial Markets Asia Limited (« NBCFMA »), titulaire d'un permis de la Securities and Futures Commission (« SFC ») qui l'autorise à mener des activités réglementées de type 1 (négociation de valeurs mobilières) et de type 3 (négociation avec effet de levier sur le marché de change), le contenu de cette publication est uniquement présenté à titre d'information. Il n'a été approuvé, examiné ou vérifié par aucune autorité de réglementation de Hong Kong, ni n'a été déposé auprès d'une telle autorité. Rien dans ce document ne constitue une recommandation, un avis, une offre ou une sollicitation en vue de l'achat ou de la vente d'un produit ou d'un service ni une confirmation officielle d'aucune transaction. Aucun des émetteurs de produits, ni NBCFMA ni aucun membre de son groupe, ni aucune autre personne ou entité désignée dans les présentes n'est obligé de vous aviser de modifications de quelque information que ce soit et aucun des susmentionnés n'assume aucune perte que vous 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 « Professional Investors », tel que défini par la *Securities and Futures Ordinance de Hong Kong* (« SFO »)). Si vous avez des doutes quant à votre statut, vous devriez consulter un conseiller financier ou communiquer avec nous. Ce document n'est pas un document de marketing et n'est pas destiné à une distribution publique. Veuillez noter que ni ce document ni le produit qui y est mentionné ne sont visés par une autorisation de vente de la SFC. Prière de vous reporter au prospectus du produit pour des renseignements plus détaillés.

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

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