

AVRIL 2021

VISI **Mensuel économique et financier** N



**BANQUE NATIONALE
DU CANADA**

MARCHÉS FINANCIERS

Études financières

Économie et Stratégie

Bureau Montréal

Stéfane Marion 514 879-3781
Économiste et stratège en chef

Matthieu Arseneau 514 879-2252
Chef économiste adjoint

Kyle Dahms 514 879-3195
Économiste

Angelo Katsoras 514 879-6458
Analyste géopolitique

Daren King 514 412-2967
Économiste

Jocelyn Paquet 514 412-3693
Économiste

Paul-André Pinsonnault 514 879-3795
Économiste principal

Bureau Toronto

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

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

Analyse technique

Dennis Mark 416 869-7427

Banques et assurances

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

Distribution et produits de consommation

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

ESG et développement durable

Amber Brown 403 290-5624

FNB et produits financiers

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

Immobilier

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

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

Metals & Mining

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

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

Michael Parkin 416 869-6766
Adjoint : Alessandro Cairo 416 869-8511
Adjoint : Jonathan Egilo 416 507-8177
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 : James Harwood 403 290-5445

Pipelines, services publics et infrastructures

Patrick Kenny 403 290-5451
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

Adjoint : Michael Story-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 : Louka Nadeau 416 869-7538
Adjoint : Viveck Panjabi 416 869-6763

Télécommunications et médias

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

Transport et produits industriels

Cameron Doerksen 514 879-2579
Adjoint : 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	4
L'économie	6
Taux d'intérêt et marché obligataire ...	15
Marché boursier et stratégie de portefeuille	22
Analyse technique	29
Analyse sectorielle	36
› Liste de sélections FBN.....	37
› Glossaire des tableaux des analystes ...	38
› Recommandations des analystes.....	39
› Liste alphabétique des sociétés	71

Points saillants

Économie

- En mars, l'indice PMI JPMorgan/Markit révélait l'amélioration la plus rapide des conditions d'exploitation dans le secteur manufacturier à l'échelle mondiale en plus de 10 ans. L'excès de la demande dans le segment des biens a entraîné un rebond rapide du commerce international et une hausse des coûts de transport. Le récent blocage du canal de Suez après l'échouage d'un porte-conteneurs géant n'a fait qu'exacerber le problème. Outre les difficultés de transport, le secteur mondial de la fabrication a également subi les contrecoups d'un incendie dans une usine japonaise de microprocesseurs et d'une vague de froid dans le Midwest américain qui a perturbé l'activité dans le secteur pétrochimique. Tous ces éléments combinés expliquent l'allongement marqué des délais de livraison dans le secteur manufacturier, mais aussi la hausse importante du prix des intrants. Une partie de cette hausse semble avoir été répercutée sur les clients, si bien que l'inflation a surpris par sa vigueur ces dernières semaines. La tendance à la hausse de l'inflation devrait se poursuivre dans les prochains mois, les données de l'IPC bénéficiant d'un effet de base positif et de l'accélération de la reprise économique dans plusieurs régions. Nous maintenons notre prévision de croissance mondiale inchangée à 6.0% en 2021. La Chine sera certes l'un des moteurs de l'expansion cette année, son économie étant bien positionnée pour bénéficier de la forte demande dans le secteur des biens. Les États-Unis devraient aussi contribuer à la croissance considérant l'avancement de la campagne de vaccination dans le pays et l'ampleur de l'aide budgétaire déployée par Washington. La zone euro, de son côté, devrait rester à la traîne, handicapée par les mesures de confinement mises en place pour freiner une troisième vague d'infections à la COVID-19.
- Bien que toujours très solide, la croissance du PIB américain au T1 pourrait être un peu moins élevée que ce que nous avons anticipé dans la précédente édition du Mensuel économique. Rappelons que la région centrale des États-Unis a souffert d'une vague de froid sans précédent en février dont les effets se sont répercutés sur plusieurs indicateurs. Ce passage à vide ne risque toutefois pas de faire dérailler la reprise. Au moment d'écrire ces lignes, environ 36%

des Américains avaient reçu au moins une dose du vaccin, une performance qui place les États-Unis au deuxième rang des grandes économies à ce chapitre après le Royaume-Uni. La campagne d'immunisation allant bon train, les règles de distanciation sociale ont pu être assouplies dans plusieurs États et l'emploi n'a pas tardé à bénéficier de ce déconfinement progressif. Dopée par l'amélioration des perspectives d'emploi et l'arrivée des chèques d'aide promis par l'administration Biden, la confiance des consommateurs a enregistré en mars sa troisième plus importante progression mensuelle depuis les années 70. Le secteur des services, délaissé pendant la pandémie, devrait être le principal bénéficiaire lors de la réouverture. Le regain de vie des entreprises non manufacturières était déjà bien visible dans le rapport ISM de mars. L'indice des services a grimpé à un niveau record de 63.7, stimulé par une croissance sans précédent de l'activité des entreprises et des nouvelles commandes. Avec le rebond du secteur des services, l'économie américaine entre dans une période faste. Nous gardons par conséquent notre prévision de croissance inchangée à 6.6% pour 2021.

- Beaucoup espéraient que la progression de la campagne de vaccination permettrait de limiter la troisième vague, mais c'est vraisemblablement « trop peu, trop tard ». Celle-ci est bien entamée au Canada et l'augmentation des cas est généralisée au niveau régional. Malgré le resserrement des règles sanitaires qui risquent de s'intensifier encore davantage, nous gardons confiance dans la résilience de l'économie à la lumière des données économiques de l'époque de la deuxième vague. Au premier trimestre, le PIB réel pourrait connaître une croissance annualisée enviable de 5.7%. En termes nominaux, les résultats du premier trimestre pourraient être encore plus spectaculaires grâce à l'envolée des prix des matières premières ce qui permettrait au PIB de dépasser son niveau d'avant la crise après seulement 5 trimestres. C'est de bon augure pour les bénéfices des entreprises et ultimement pour l'investissement et l'embauche lorsque la pandémie sera sous contrôle. Nous révisons notre prévision de croissance à 5.6% en 2021 (précédemment à 5.4%), car le ralentissement attendu au T2 en raison des mesures sanitaires ne contrebalance que partiellement la poussée spectaculaire observée au premier trimestre.

Taux d'intérêt et devise

- Nous prévoyons que les marchés continueront sur la voie d'une hausse des taux et de courbes modestement plus abruptes ce printemps, ce qui sera ponctué par de brèves périodes de consolidation. La prudence des autorités monétaires est compréhensible face à un événement sanitaire sans précédent, mais, à nos yeux, la reprise demeure très réelle, faisant de l'inflation moins une menace transitoire (mécanique), et justifiant le retrait des mesures de détente monétaire extrêmes. Quand les banquiers centraux reconnaîtront ce fait (ce qu'ils feront assurément), un aplatissement de la courbe devrait se produire... ce qui pourrait être l'épisode de cet été.
- Une dynamique en faveur de hausses de taux plus précoces est clairement en train de se cristalliser au sein du FOMC. Le nombre de ses participants qui s'attendent à une augmentation des taux des fonds fédéraux en 2023 a augmenté d'un en septembre à cinq en décembre et même à sept en mars. En outre, quatre membres du comité sur 18 s'attendent maintenant à une hausse des taux fédéraux avant la fin de 2022 (il n'y en avait qu'un en décembre). Cette dynamique devrait continuer de se renforcer d'ici la réunion de juin, particulièrement si, comme nous le prévoyons, le rythme rapide de rétablissement de l'emploi continue au cours des prochains mois.
- Pour la BdC, la conjoncture économique plus ferme a fait bouger les attentes du marché qui anticipe maintenant une réduction de l'assouplissement quantitatif dès la réunion d'avril, de \$4 milliards à \$3 milliards par semaine. Dans un discours, le mois dernier, le sous-gouverneur Toni Gravelle n'a rien dit pour décourager ces attentes. Au contraire, il a pratiquement confirmé que la Banque du Canada prévoit de ralentir ses achats d'obligations à court terme. Et conformément à l'annonce antérieure d'une réduction des achats massifs de la Banque, en octobre, nous pensons que celle-ci fera modestement porter ses achats restants sur des échéances plus éloignées (sur une base relative).
- Alors que le ralentissement de l'assouplissement quantitatif par la BdC est apparemment assuré, la plus grande inconnue semble être l'indication prospective de la Banque sur le taux directeur. Alors que, selon des projections antérieures, l'écart de production devait être résorbé en 2023 (et donc

Points saillants

ouvrir la voie à des hausses de taux), la conjoncture plus ferme pourrait entraîner une absorption dès 2022 des capacités inutilisées. La question qui se pose est donc de savoir si la Banque modifiera structurellement ses indications prospectives pour repousser les attentes d'une hausse des taux en 2022 ou si elle laissera son cadre de référence intact en le mettant simplement à jour avec des indications prospectives aux dates plus rapprochées (c.-à-d. 2022). Pour le plus de souplesse, nous aurions tendance à privilégier la première option.

- › Le dollar canadien a été la plus performante des grandes monnaies au 1T. Une croissance du PIB plus forte que prévu, des prix des produits de base élevés et un marché immobilier résidentiel en ébullition soutenu par un niveau d'emploi record dans des secteurs à rémunérations élevées préparent le terrain pour une réduction progressive de l'assouplissement quantitatif par la Banque du Canada dès ce mois. Nous gardons confiance dans notre objectif de CA\$1.20 pour 1 USD au deuxième semestre de 2021.

Répartition des actifs et marché boursier

- › Après un bref repli entre février et mars, les actions mondiales ont établi un nouveau record en avril. Les gains restent généralisés, tant sur le plan sectoriel que régional, ce qui est encourageant. Les marchés émergents, pour leur part, peinent encore.
- › La principale pierre d'achoppement pour les marchés émergents (qui représentent environ 60% de l'économie mondiale) est la remontée rapide des taux obligataires dans les économies avancées et un bond potentiel du dollar américain qui augmenterait les paiements d'intérêts de nombreux pays où une grande partie de la dette est libellée en USD.
- › Le taux de l'obligation du Trésor de 10 ans est revenu à son niveau d'avant la pandémie. Cela suffira-t-il à faire monter l'USD beaucoup plus? Nous ne le pensons pas. Étant donné notre prévision de l'inflation, les taux d'intérêt réels resteront négatifs pendant un avenir prévisible. Ce contexte, combiné à un gonflement du double

déficit (du compte courant et budgétaire), laisse présager une prochaine dépréciation du billet vert.

- › La performance de l'indice S&P/TSX depuis le début de 2021 reste brillante. À l'avenir, nous restons constructifs pour les perspectives de bénéfice au Canada et nous nous attendons à un rétrécissement de l'écart de ses ratios C/B avec l'indice S&P 500. Bien que la campagne de vaccination contre la COVID canadienne accuse un retard sur celle des États-Unis et a forcé de grandes provinces à restreindre l'activité dans un certain nombre de secteurs jusqu'en mai, les marchés du travail continuent de faire montre d'une étrange

résilience et les programmes gouvernementaux continuent de soutenir les ménages et les entreprises et seront maintenus tout l'été.

- › Notre répartition des actifs demeure inchangée ce mois-ci. Les actions restent surpondérées par rapport à notre portefeuille de référence et les titres à revenu fixe, sous-pondérés. Pour le moment, nous sommes d'un optimisme prudent et nous attendons à ce que la faiblesse passagère de l'activité économique et des bénéfices soit corrigée par une augmentation des mesures de stimulation budgétaires et monétaires.

Rotation sectorielle FBN

Secteurs du S&P/TSX	Pondération*	Recommandation	Variation
Énergie	12.2	Équipondérer	
Matériaux	12.4	Surpondérer	
Industrie	12.2	Équipondérer	
Consommation discrétionnaire	4.0	Équipondérer	
Consommation de base	3.6	Équipondérer	
Santé	1.4	Équipondérer	
Finance	31.1	Surpondérer	
Technologies de l'information	10.2	Sous-pondérer	
Services de télécommunications	4.9	Équipondérer	
Services publics	4.8	Sous-pondérer	
Immobilier	3.2	Sous-pondérer	
Total	100		

* Au 09 Avril 2021

L'économie





Matthieu Arseneau
Chef économiste adjoint
514 879-2252



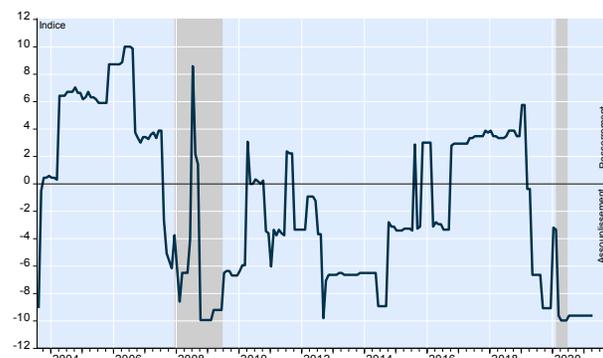
Jocelyn Paquet
Économiste
514 412-3693

Monde : Pressions accrues sur la chaîne d'approvisionnement

Quel est l'écart de production de l'économie mondiale? Voilà une question à laquelle il est bien difficile de répondre à l'heure actuelle. Selon la plupart des grandes banques centrales, le niveau de production économique demeure bien en dessous du potentiel. La COVID-19 continue de limiter l'activité dans bien des régions et plusieurs secteurs demeurent soumis à des règles de distanciation sociale strictes. Aucune raison, donc, pour les grands argentiers de réduire la stimulation monétaire.

Monde : La politique monétaire demeure très accommodante

Indice de la politique monétaire internationale du Council on Foreign Relations



FBN Économie et Stratégie (données du Council on Foreign Relations)

Force est d'admettre, toutefois, que la crise actuelle est unique en son genre puisque ses impacts sont concentrés dans les secteurs d'activité qui nécessitent une proximité physique. Résultat? Deux économies distinctes semblent maintenant exister en parallèle à l'échelle mondiale. La première est celle qui regroupe les secteurs les plus affectés par la pandémie. Plusieurs segments de cette économie – la plupart produisant des services – restent pour l'instant fermés ou fonctionnent au ralenti, ce qui rend l'estimation précise de l'écart de production très difficile. Nous devons très certainement attendre le retrait complet des mesures de distanciation sociale avant d'avoir une meilleure idée des dégâts à plus long terme infligés par la COVID au secteur des services.

En attendant, ces segments pourraient continuer de freiner la croissance, surtout dans les régions où la campagne de vaccination demeure peu avancée et où le nombre de nouvelles infections au coronavirus augmente rapidement. La zone euro, le Brésil et l'Inde semblent particulièrement à risque en ce moment.

L'autre économie englobe les secteurs ayant bénéficié de la réaffectation de la demande depuis le début de la pandémie. Étant privés de sorties au restaurant ou de voyages à l'étranger, les consommateurs des pays développés (qui, dans bien des cas, ont vu leur revenu augmenter pendant la pandémie) ont réorienté leurs achats vers les biens. Ce déplacement de la demande a été favorable au secteur manufacturier, qui devrait continuer de propulser l'économie mondiale jusqu'à ce que l'immunisation de masse permette une réouverture plus complète de l'économie.

Monde : La production manufacturière de retour au niveau d'avant la crise

Production manufacturière internationale. Dernière observation : janvier 2021



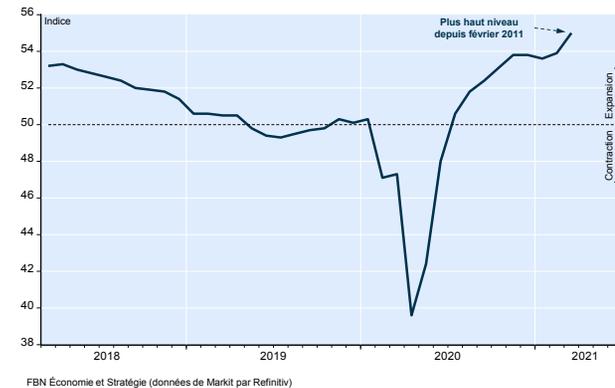
FBN Économie et Stratégie (données du FMI)

En mars, l'indice PMI JPMorgan/Markit révélait en effet l'amélioration la plus rapide des conditions d'exploitation dans le secteur manufacturier à l'échelle mondiale en plus de 10 ans. Les usines de 23 des 27 pays couverts étaient en expansion et celles de l'Allemagne, des États-Unis, de la France et du Canada semblaient particulièrement sollicitées.

L'économie

Monde : Le secteur manufacturier en plein essor

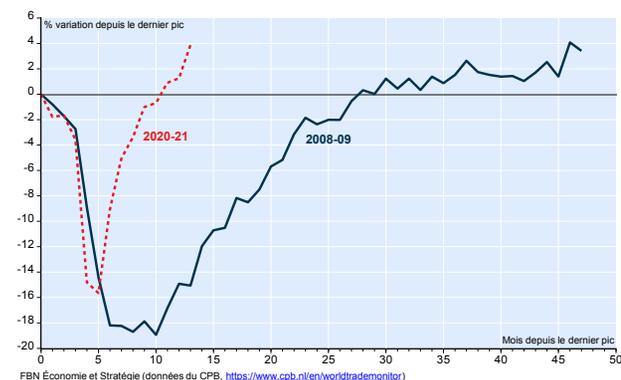
Indice PMI JPMorgan de la fabrication mondiale, dernière observation : mars 2020



Comme les biens doivent être importés plus souvent que les services, l'excès de la demande dans le secteur manufacturier a entraîné un rebond rapide du commerce international. En effet, les échanges internationaux de marchandise se situaient déjà 3,9% au-dessus de leur niveau d'avant la COVID en janvier. À titre de comparaison, il avait fallu plus de deux ans pour effacer les pertes subies lors de la Grande récession de 2008-2009.

Monde : Rebond rapide des échanges internationaux

Commerce international de marchandises, variation depuis le dernier pic



Le secteur maritime, entravé par des contraintes d'exploitation liées à la COVID-19, peine à faire face à ce regain rapide et, par conséquent, les coûts de transport augmentent. Le récent blocage du canal de Suez après l'échouage d'un porte-conteneurs géant n'a fait qu'exacerber le problème.

Monde : Le rebond de la demande fait grimper les coûts de transport

Coût de référence pour transporter un conteneur de 40 pieds de Hong Kong à Los Angeles



Outre les difficultés de transport, le secteur mondial de la fabrication a également subi les contrecoups d'un incendie dans une usine japonaise de microprocesseurs et d'une vague de froid dans le Midwest américain qui a perturbé l'activité dans le secteur pétrochimique. Tous ces éléments combinés expliquent l'allongement marqué des délais de livraison dans le secteur manufacturier, mais aussi la hausse importante du prix des intrants (la plus considérable des dix dernières années selon Markit). Une partie de cette hausse semble avoir été répercutée sur les clients – les prix facturés par les usines ont augmenté à un rythme record en mars – et les consommateurs, si bien que l'inflation a surpris à la hausse ces dernières semaines.

Monde : L'inflation surprend à la hausse

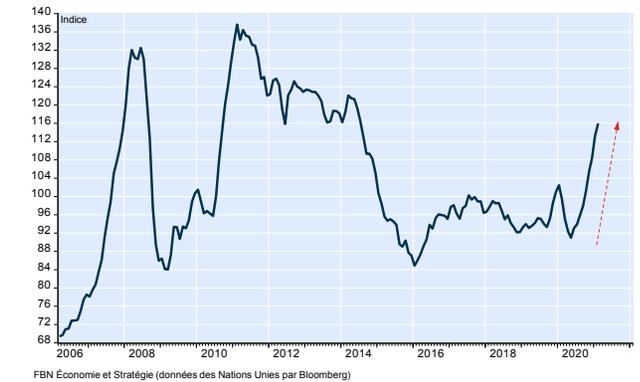
Indice global des surprises d'inflation de CITI



Plus précisément, nous notons l'augmentation rapide du prix des aliments qui constitue un élément important du panier de consommation, surtout dans les économies émergentes.

Monde : Le prix des aliments augmente rapidement

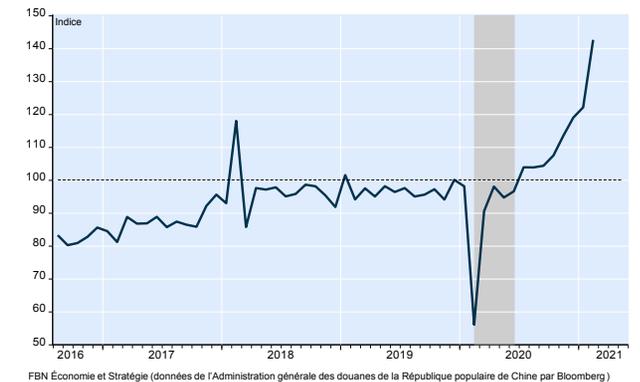
Indice du prix des produits alimentaires de l'Organisation des Nations Unies pour l'alimentation et l'agriculture



La tendance à la hausse de l'inflation devrait se poursuivre dans les prochains mois, les données de l'IPC bénéficiant d'un effet de base positif et de l'accélération de la reprise économique dans plusieurs régions. Nous maintenons notre prévision de croissance mondiale inchangée à 6,0% en 2021. La Chine sera certes l'un des moteurs de l'expansion cette année, son économie étant bien positionnée pour bénéficier de la forte demande dans le secteur des biens. Déjà en mars, les données chinoises affichaient une hausse d'environ 40% des exportations de marchandises par rapport au niveau d'avant la crise.

Chine : L'économie soutenue par la demande extérieure

Exportations de marchandises, désaisonnalisées par FBN, séries indexées sur 100 en décembre 2020

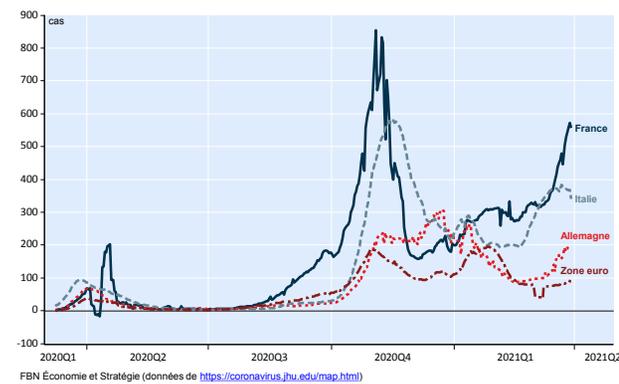


L'économie

Les États-Unis devraient aussi contribuer à la croissance considérant l'avancement de la campagne de vaccination dans le pays et l'ampleur de l'aide budgétaire déployée par Washington (voir la section suivante). La zone euro, de son côté, devrait rester à la traîne, handicapée par les mesures de confinement mises en place pour freiner une troisième vague d'infections à la COVID-19.

Zone euro : Les cas de COVID de nouveau en hausse

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



Notre prévision de croissance pour 2022 reste également inchangée à 4.4%.

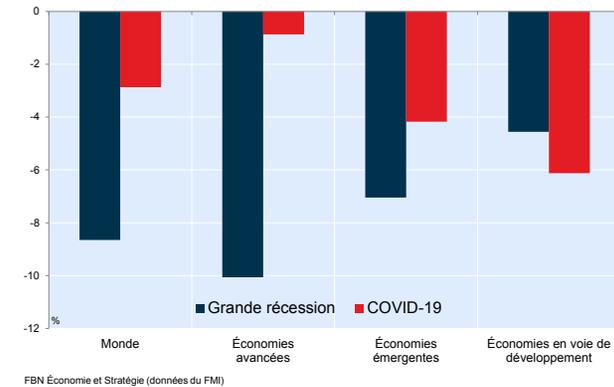
Perspectives mondiales				
	2020	2021	2022	
Économies avancées	-4.7	5.2	3.8	
États-Unis	-3.5	6.6	3.8	
Zone euro	-6.6	4.3	4.0	
Japon	-4.9	3.3	2.5	
Royaume-Uni	-10.0	5.5	4.9	
Canada	-5.4	5.6	4.0	
Australie	-2.4	4.5	3.0	
Corée du Sud	-1.0	3.5	3.0	
Économies émergentes	-2.1	6.6	4.9	
Chine	2.3	8.4	5.4	
Inde	-7.4	12.0	6.5	
Mexique	-8.2	5.0	3.0	
Brésil	-4.1	3.5	2.6	
Russie	-3.1	3.8	3.5	
Monde	-3.2	6.0	4.4	

FBN Économie et Stratégie (données FBN et Consensus Economics)

Le rebond spectaculaire du PIB mondial que nous anticipons au cours des deux prochaines années n'éliminera pas les effets à long terme de la crise de la COVID. Au contraire, le FMI prévoit que le PIB mondial se situera en 2024 à 3% en dessous du niveau qu'il aurait atteint sans l'apparition du SARS-CoV-2. Aucune région ne sera totalement épargnée, mais les pertes devraient être plus importantes dans les économies émergentes et celles en voie de développement, où la réponse budgétaire mise en place pour faire face à la crise a été moins importante. De manière générale, toutefois, les effets économiques à long terme de la crise actuelle devraient être moins prononcés qu'au lendemain de la Grande récession.

Monde : La crise de la COVID laissera des traces

Impact sur le niveau de PIB réel 4 ans après la crise, Grande récession et crise de la COVID-19



États-Unis : Pleins gaz!

Bien que toujours très solide, la croissance du PIB américain au T1 pourrait être un peu moins élevée que ce que nous avons anticipé dans la précédente édition du Mensuel économique. Rappelons que la région centrale des États-Unis a souffert d'une vague de froid sans précédent en février dont les effets se sont répercutés sur plusieurs indicateurs. Après plusieurs gains consécutifs, la consommation des ménages a reculé au cours du mois, tout comme l'investissement des entreprises et l'investissement résidentiel.

Ce passage à vide ne risque toutefois pas de faire dérailler la reprise. C'est du moins ce que suggère la fulgurante progression de l'indice hebdomadaire de la Réserve fédérale de New York depuis la fin du mois de février.

États-Unis : Résurgence de l'activité économique

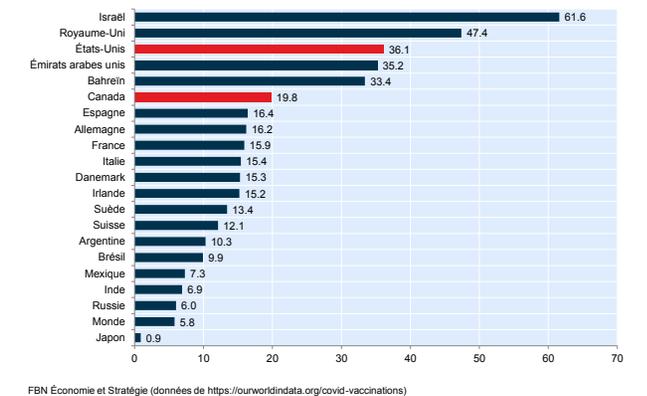
Indice hebdomadaire de l'activité économique de la Réserve fédérale de New York*



Inutile de chercher bien loin l'explication de ce soudain sursaut. Celui-ci découle directement de l'amélioration marquée de la situation épidémiologique, elle-même liée à la progression rapide de la campagne de vaccination. Au moment d'écrire ces lignes, environ 36% des Américains avaient reçu au moins une dose du vaccin, une performance qui place les États-Unis au deuxième rang des grandes économies à ce chapitre après le Royaume-Uni.

États-Unis : La vaccination progresse rapidement

Pourcentage de la population ayant reçu au moins une dose de vaccin contre la COVID-19

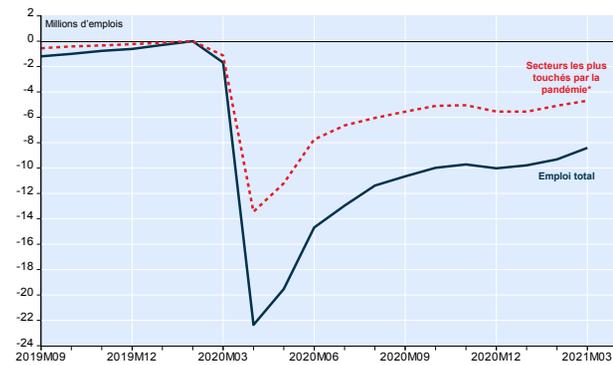


La campagne d'immunisation allant bon train, les règles de distanciation sociale ont pu être

assouplies dans plusieurs États. L'emploi n'a pas tardé à bénéficier de ce déconfinement progressif. En effet, pas moins de 916K postes ont été créés en mars aux États-Unis, ce qui est le meilleur résultat enregistré depuis le mois d'août. Les secteurs des loisirs et de l'hébergement (+280K) et de l'éducation/soins de santé (+110K), durement touchés par la pandémie, faisaient bonne figure dans le rapport.

États-Unis : Rebond de l'emploi sur fond de déconfinement

Variation des effectifs salariés non agricoles depuis février 2020



Malgré les gains solides de mars, l'emploi total demeurait à 8.3 millions en dessous de son niveau d'avant la crise. Un long chemin reste donc à parcourir, mais plusieurs indicateurs permettent d'être très optimistes quant à l'évolution future du marché du travail. La plus récente enquête JOLTS, par exemple, faisait état d'une augmentation du nombre de postes à pourvoir de 7,099K en janvier à 7,367K en février, soit le plus haut niveau observé depuis janvier 2019. Exprimé en fonction de l'emploi total, le nombre d'ouvertures de postes a même atteint un record historique en février. Le plus récent rapport de la NFIB signalait lui aussi une augmentation des postes disponibles, un pourcentage record (42%) des petites entreprises sondées affirmant avoir de la difficulté à pourvoir un ou plusieurs postes vacants.

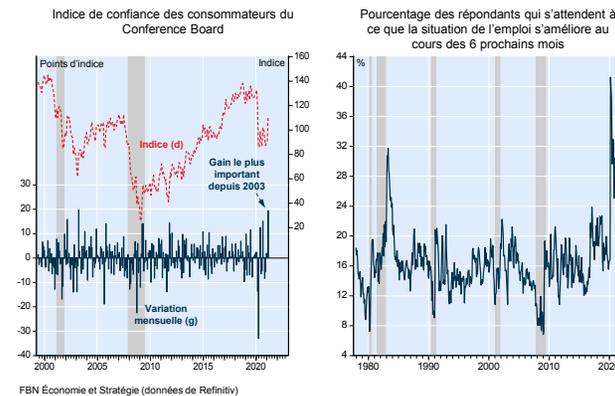
États-Unis : Perspectives positives pour le marché de l'emploi

Ratio postes à pourvoir/emploi total et % des entreprises ayant de la difficulté à combler un/plusieurs postes



Dopée par l'amélioration des perspectives d'emploi et l'arrivée des chèques d'aide promis par l'administration Biden, la confiance des consommateurs a enregistré en mars sa troisième plus importante progression mensuelle depuis les années 70.

États-Unis : La confiance renaît

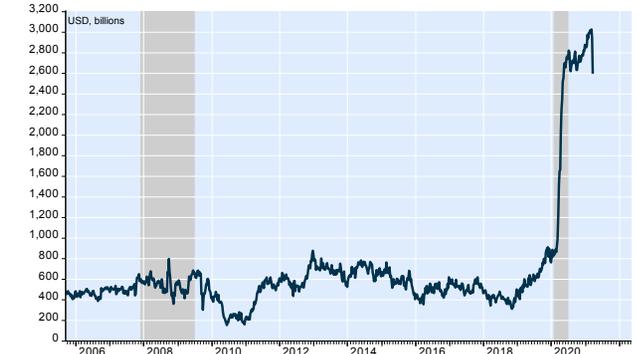


C'est de bon augure pour la consommation dans les prochains mois. Il faut dire que les ménages américains sont bien placés pour profiter de la réouverture de l'économie. Non seulement ils ont vu leur revenu disponible augmenter nettement depuis le début de la crise, mais une bonne partie des sommes accumulées dort actuellement dans des comptes de dépôt bancaires.

Ces fonds sont facilement accessibles et pourront donc être redéployés rapidement par les consommateurs.

É.-U. : Les ménages en bonne posture pour profiter de la réouverture

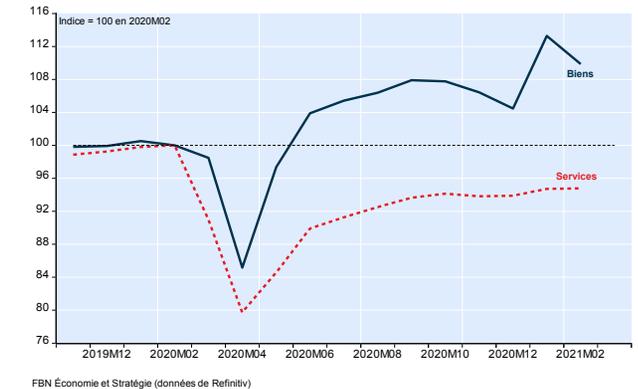
Dépôts dans les banques à charte, variation sur 12 mois



Le secteur des services, délaissé pendant la pandémie, devrait être le principal bénéficiaire lors de la réouverture.

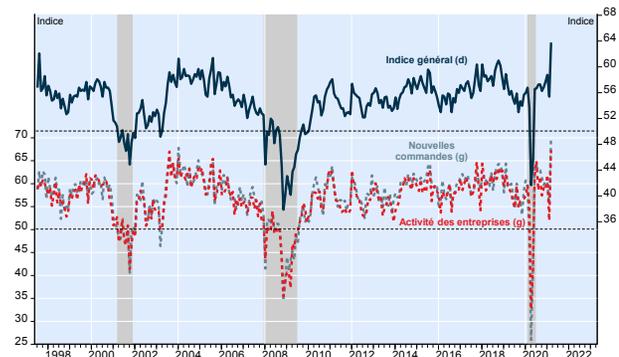
États-Unis : La réouverture favorable au secteur des services?

Dépenses de consommation personnelles



Le regain de vie des entreprises non manufacturières était déjà bien visible dans le rapport ISM de mars. L'indice des services a grimpé à un niveau record de 63.7, stimulé par une croissance sans précédent de l'activité des entreprises et des nouvelles commandes. L'ensemble des 18 secteurs non manufacturiers couverts par l'enquête notait une expansion pendant le mois.

États-Unis : Déjà des signes de reprise dans le secteur des services

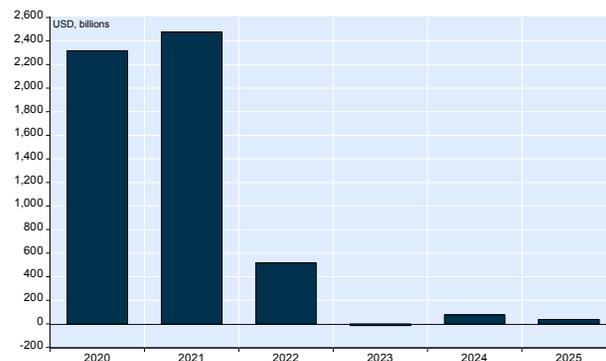


FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Avec le rebond du secteur des services, l'économie américaine entre dans une période faste. L'emploi se remet peu à peu du choc de la pandémie, la confiance des consommateurs est au rendez-vous, le secteur immobilier est en plein essor et l'investissement des entreprises reprend par sa vigueur. La Réserve fédérale, pendant ce temps, semble déterminée à maintenir sa politique monétaire très accommodante. Comme si ce n'était pas assez, le gouvernement fédéral continue d'injecter de l'argent dans l'économie. Selon les calculs du CBO, les dépenses liées aux mesures budgétaires mises en place pour contrer les effets de la pandémie seront encore plus grandes en 2021 qu'elles ne l'ont été l'an dernier. Voilà autant de raisons de croire à un rebond solide du PIB cette année. Nous gardons par conséquent notre prévision de croissance inchangée à 6,6% pour 2021.

États-Unis : Washington ouvre les vannes

Effet estimé sur le déficit des mesures budgétaires mises en place pour contrer les effets de la pandémie



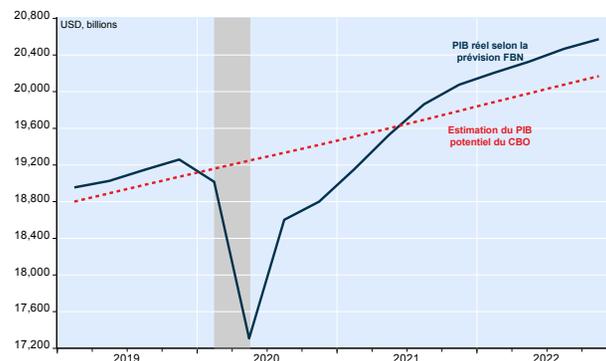
FBN Économie et Stratégie (données du CBO)

Notre prévision pour une croissance de 3,8% en 2022 reste aussi inchangée pour l'instant, mais nous reconnaissons que le plan d'infrastructures de \$2,000 milliards proposé par l'administration Biden présente un risque de hausse pour cette prévision.

À la lumière des plus récentes données disponibles, nous anticipons que le PIB réel des États-Unis sera de retour à son potentiel au troisième trimestre de 2021.

États-Unis : Le PIB de retour au potentiel au T3 2021

Évolution du PIB réel selon les prévisions de FBN et PIB potentiel estimé par le CBO



FBN Économie et Stratégie (données du CBO)

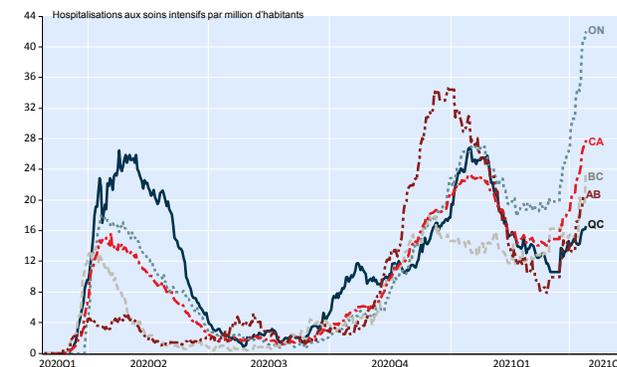
Canada : Trop peu, trop tard

La troisième vague de COVID-19 est bien entamée au Canada et l'augmentation des cas est généralisée au

niveau régional. Dans 9 provinces sur 10, le nombre de cas de la dernière semaine est supérieur à la moyenne du dernier mois. Ce qui frappe davantage dans les données liées à la COVID-19, c'est l'augmentation rapide des hospitalisations aux soins intensifs dont le niveau dépasse déjà le sommet de la deuxième vague. En Ontario, les séjours aux soins intensifs ont monté en flèche, forçant le gouvernement à resserrer de nouveau les règles sanitaires. D'autres provinces lui ont emboîté le pas. Beaucoup espéraient que la progression de la campagne de vaccination permettrait de limiter la troisième vague, mais c'est vraisemblablement « trop peu, trop tard ». Le pourcentage de la population ayant reçu au moins une dose de vaccin est de moins de 20%, soit beaucoup moins élevé qu'aux États-Unis où la proportion atteint 36% (voir deuxième graphique page 5). La contagion et la virulence des variants n'auront pas donné un long répit au système de santé.

Canada : Séjours aux soins intensifs en cours liés à la COVID-19

Hospitalisations aux soins intensifs par million d'habitants



FBN Économie et Stratégie (données de INSPQ, Radio Canada <https://ici.radio-canada.ca/info/2020/coronavirus-covid-19-pandemie-cas-carte-maladie-symptomes-propagation/>)

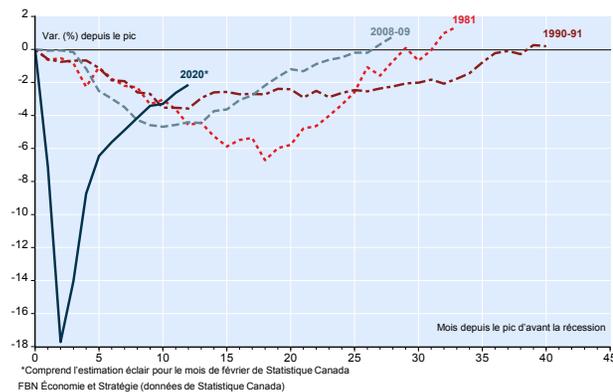
Malgré le resserrement des règles sanitaires qui risquent de s'intensifier encore davantage, nous gardons confiance dans la résilience de l'économie à la lumière des données économiques de l'époque de la deuxième vague. Alors que la zone euro pourrait connaître une deuxième contraction trimestrielle consécutive au T1 et que l'Angleterre connaîtrait également un recul pendant le trimestre selon le consensus des économistes, le Canada a échappé à cette situation. Malgré le fait que les commerces non essentiels étaient fermés pendant le mois de janvier en Ontario et au Québec, le PIB a connu un bond de 0,7%. L'estimation

L'économie

préliminaire de Statistique Canada donne à croire que la production a crû encore de 0.5% en février, ce qui représenterait un dixième gain mensuel de suite. Ainsi, le PIB n'est plus qu'à 2.0% de son sommet d'avant la récession après un an, ce qui se compare avantageusement aux autres récessions. Dans un tel contexte, le PIB au premier trimestre pourrait connaître une croissance annualisée enviable de 5.7%.

Canada : Perspective historique sur le PIB pendant les récessions

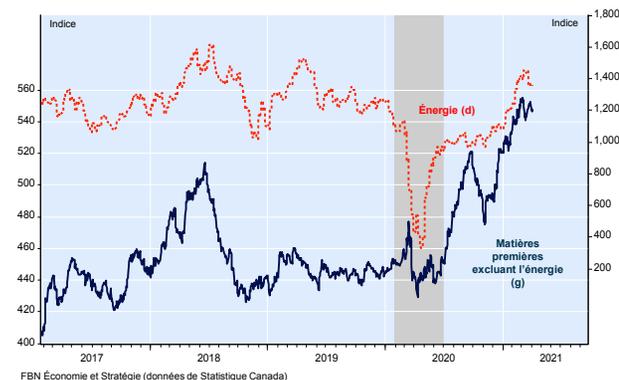
PIB pendant les récessions, données mensuelles



En termes nominaux, les résultats du premier trimestre pourraient être encore plus spectaculaires. En effet, l'envolée des prix des matières premières est telle que nous attendons une hausse du PIB nominal annualisé de près de 13% ce qui permettrait à celui-ci de dépasser son niveau d'avant la crise après seulement 5 trimestres.

Canada : Prix des matières premières en forte hausse

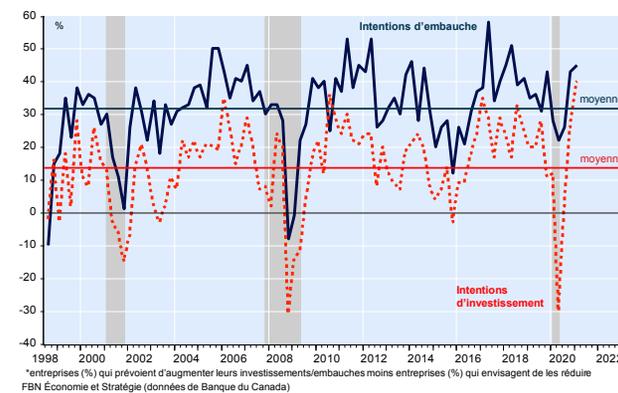
Indices des prix des matières premières libellés en dollars canadiens



C'est de bon augure pour les bénéficiaires des entreprises et ultimement pour l'investissement et l'embauche lorsque la pandémie sera sous contrôle. Le moral des entreprises était d'ailleurs gonflé à bloc en mars comme en témoigne l'Enquête sur les perspectives des entreprises de la Banque du Canada. Les intentions d'investissement étaient les plus favorables depuis que les données sont compilées. Quant à elles, les intentions d'embauche étaient les plus favorables en près de trois ans.

Canada : Une vigueur spectaculaire s'annonçait en mars

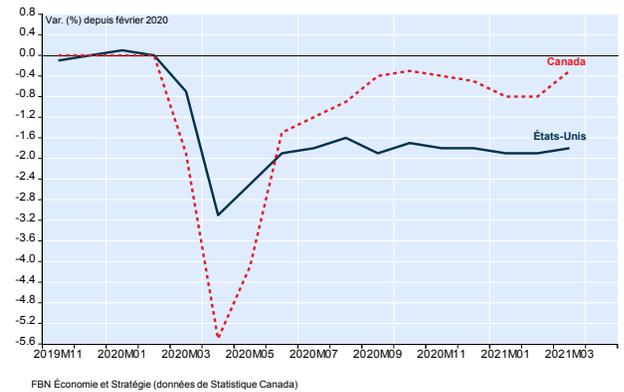
Intentions d'investissement et d'embauche (solde des opinions*)



Les données de l'emploi du mois de mars, bien meilleures que prévu, corroborent cet enthousiasme. Tandis que les cas de COVID-19 diminuaient dans le pays, les secteurs les plus touchés par les mesures de distanciation sociale ont fortement rebondi ce qui a permis un gain spectaculaire de 303K emplois. L'emploi à temps plein, de son côté, était en hausse un onzième mois de suite et n'était plus qu'à 1% de son sommet d'avant la récession, ce qui se compare avantageusement aux 4% de décalage observés aux États-Unis. Le taux d'activité s'est nettement amélioré et ne se situait que trois dixièmes en dessous du niveau de février 2020. Cette situation est également plus favorable que celle au sud de la frontière où le taux d'activité reste inférieur de 2.0% à son niveau d'avant la crise. Il y a lieu de penser que le redressement plus spectaculaire du marché du travail au Canada s'explique en partie par la subvention salariale d'urgence que le gouvernement a versée aux entreprises pour éviter les licenciements indésirés.

Le taux d'activité est presque remonté au niveau d'avant la pandémie

Taux d'activité, Canada et États-Unis

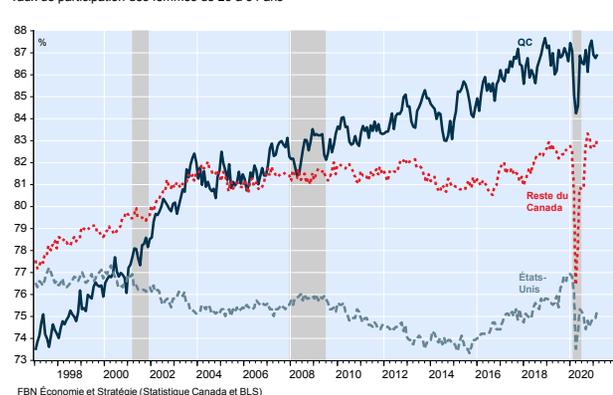


L'écart de taux d'activité pourrait continuer de se creuser entre le Canada et les États-Unis au cours des prochaines années si le gouvernement fédéral va de l'avant avec un financement imposant des services de garde visant à alléger la facture des parents d'enfants en bas âge. En 1997, le gouvernement du Québec a décidé de mettre en place un programme de service de garde extrêmement abordable qui a été couronné de succès. Le FMI, la Banque du Canada et la Réserve fédérale de San Francisco, entre autres, ont loué l'expérimentation québécoise qui a permis une forte augmentation du taux de participation des femmes sur le marché du travail. Au moment de la mise en place, le taux de participation des femmes de 25 à 54 ans du reste du Canada dépassait celui du Québec de 4 points de pourcentage. C'est maintenant l'inverse. Si les États-Unis avaient le même taux de participation des femmes qu'au Québec, cela représenterait 7.5 millions de travailleuses supplémentaires.

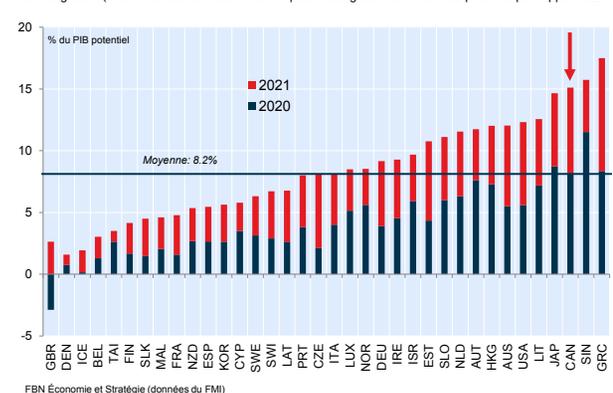
À nos yeux, cette voie doit être privilégiée pour maximiser le PIB potentiel, plutôt qu'une prolongation supplémentaire des programmes extraordinaires de soutien du revenu qui aurait l'effet inverse en désincitant les prestataires de rechercher un emploi. Les gouvernements au Canada ont déjà déployé le troisième programme de stimulation budgétaire le plus imposant des pays avancés selon le FMI,

mettant la table pour une relance qui s'annonce prometteuse au deuxième semestre. Des ajustements de nos prévisions pourraient survenir à la suite de la présentation du budget fédéral. Entre-temps, nous révisons notre prévision de croissance à 5,6% en 2021 (précédemment à 5,4%), car le ralentissement attendu au T2 en raison des mesures sanitaires ne contrebalance que partiellement la poussée spectaculaire observée au premier trimestre.

Canada : L'expérience québécoise s'est avérée un succès



Canada : Troisième plan d'aide le plus imposant parmi les pays avancés



Prévisions économiques provinciales

	2018	2019	2020p	2021p	2022p	2018	2019	2020p	2021p	2022p
	PIB réel (croissance en %)					PIB nominal (croissance en %)				
Terre-Neuve-et-Labrador	-3.5	4.0	-6.0	3.7	2.8	0.8	4.1	-9.0	12.5	4.6
Île-du-Prince-Édouard	2.5	5.1	-2.9	4.5	4.0	3.6	7.0	-0.7	6.1	6.9
Nouvelle-Écosse	1.9	2.4	-4.0	5.0	3.3	3.6	3.8	-2.7	6.9	5.0
Nouveau-Brunswick	0.5	1.2	-3.5	4.4	3.3	3.6	3.0	-1.7	8.6	5.5
Québec	2.9	2.7	-5.3	5.4	4.2	5.4	4.3	-4.0	8.4	6.1
Ontario	2.8	2.1	-5.6	5.6	4.1	4.1	3.8	-3.8	8.2	5.9
Manitoba	1.5	0.6	-3.9	4.7	3.5	2.5	1.0	-3.1	9.5	5.2
Saskatchewan	1.2	-0.7	-4.8	4.9	3.5	3.2	0.1	-8.9	12.8	4.5
Alberta	1.9	0.1	-7.5	6.2	3.7	3.4	2.7	-9.7	16.0	5.0
Colombie-Britannique	2.7	2.7	-4.7	5.7	4.2	4.9	4.4	-3.2	10.0	5.5
Canada	2.4	1.9	-5.4	5.6	4.0	4.2	3.6	-4.6	9.8	5.7

	Emploi (croissance en %)					Taux de chômage (%)				
Terre-Neuve-et-Labrador	0.5	1.3	-5.9	4.1	0.4	14.1	12.3	14.2	13.0	12.4
Île-du-Prince-Édouard	4.2	3.4	-3.2	4.0	2.2	9.4	8.6	10.6	8.2	7.9
Nouvelle-Écosse	1.9	2.3	-4.7	4.5	1.6	7.7	7.3	9.8	8.4	8.0
Nouveau-Brunswick	0.6	0.7	-2.6	3.0	1.2	8.0	8.2	10.1	8.7	8.5
Québec	1.5	2.0	-4.8	4.3	2.8	5.5	5.2	8.9	6.9	5.9
Ontario	1.7	2.8	-4.7	4.4	2.9	5.7	5.6	9.6	8.0	6.4
Manitoba	1.1	1.0	-3.7	3.2	2.0	6.0	5.4	8.0	7.1	6.5
Saskatchewan	0.6	1.7	-4.6	3.0	2.3	6.2	5.5	8.4	7.4	7.1
Alberta	1.9	0.6	-6.5	4.6	3.2	6.7	7.0	11.5	9.5	8.2
Colombie-Britannique	1.4	2.9	-6.5	5.8	2.6	4.8	4.7	9.0	6.5	5.5
Canada	1.6	2.2	-5.1	4.5	2.7	5.9	5.7	9.6	7.6	6.5

	Mises en chantier de logements (000)					IPC (Croissance en %)				
Terre-Neuve-et-Labrador	1.1	0.9	0.8	0.8	0.6	1.7	1.0	0.2	2.6	2.5
Île-du-Prince-Édouard	1.1	1.5	1.2	1.3	1.2	2.3	1.2	0.0	2.1	2.3
Nouvelle-Écosse	4.8	4.7	4.9	5.0	4.2	2.2	1.6	0.3	2.3	2.3
Nouveau-Brunswick	2.3	2.9	3.5	3.6	2.9	2.2	1.7	0.2	2.1	2.2
Québec	46.9	48.0	54.1	60.0	50.0	1.7	2.1	0.8	2.5	2.3
Ontario	78.7	69.0	81.3	83.0	77.0	2.4	1.9	0.6	2.5	2.3
Manitoba	7.4	6.9	7.3	7.3	6.3	2.5	2.3	0.5	2.2	2.4
Saskatchewan	3.6	2.4	3.1	3.5	3.2	2.3	1.7	0.6	2.2	2.2
Alberta	26.1	27.3	24.0	28.0	27.0	2.5	1.7	1.1	2.2	2.2
Colombie-Britannique	40.9	44.9	37.7	38.0	36.6	2.7	2.3	0.8	2.4	2.4
Canada	212.8	208.7	217.8	230.5	209.0	2.3	1.9	0.7	2.4	2.3

e: estimé p: prévision
Données historiques de Statistique Canada et de la SCHL, prévisions de la Banque Nationale du Canada.

États-Unis Scénario économique

(Variation annuelle en %)*	2018	2019	2020	2021	2022	2020	T4/T4 2021	2022
Produit intérieur brut (\$constants, 2012)	3.0	2.2	(3.5)	6.6	3.8	(2.4)	6.8	2.5
Dépenses personnelles	2.7	2.4	(3.9)	7.5	4.7	(2.7)	8.1	2.9
Construction résidentielle	(0.6)	(1.7)	6.1	15.0	(2.0)	14.3	6.4	(5.0)
Investissements des entreprises	6.9	2.9	(4.0)	7.1	1.9	(1.4)	5.7	0.3
Dépenses publiques	1.8	2.3	1.1	1.5	1.4	(0.5)	2.9	1.7
Exportations	3.0	(0.1)	(12.9)	7.0	6.4	(10.9)	7.0	5.5
Importations	4.1	1.1	(9.3)	13.1	3.1	(0.6)	6.9	1.0
Variation des stocks (milliards \$)	53.4	48.5	(77.4)	55.5	50.4	62.1	50.8	11.9
Demande intérieure	3.0	2.3	(2.7)	6.7	3.5	(1.5)	6.8	2.0
Revenu réel disponible	3.6	2.2	5.8	0.5	(1.0)	3.1	2.0	(0.1)
Emploi des salariés	1.6	1.3	(5.7)	2.5	3.2	(6.0)	4.1	2.0
Taux de chômage	3.9	3.7	8.1	5.1	3.9	6.8	4.2	3.8
Taux d'inflation	2.4	1.8	1.3	2.8	2.4	1.2	3.0	2.5
Bénéfices avant impôts	6.1	0.3	(5.8)	13.1	6.2	(0.7)	7.0	6.0
Compte courant (milliards \$)	(449.7)	(480.2)	(647.2)	(720.2)	(701.4)

* Sauf indication contraire.

Scénario financier**

	actuel 09/04/21	T1 2021	T2 2021	T3 2021	T4 2021	2020	2021	2022
Taux cible fonds fédéraux	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
Bons du Trésor 3 mois	0.02	0.03	0.05	0.05	0.10	0.09	0.10	0.20
Obligations fédérales								
2 ans	0.16	0.16	0.25	0.30	0.40	0.13	0.40	0.95
5 ans	0.87	0.92	1.00	1.10	1.20	0.36	1.20	1.65
10 ans	1.67	1.74	1.80	1.90	2.00	0.93	2.00	2.30
30 ans	2.34	2.41	2.45	2.50	2.55	1.65	2.55	2.75
Taux de change								
US\$/Euro	1.19	1.18	1.19	1.23	1.23	1.22	1.23	1.20
YEN/\$US	110	111	112	109	108	103	108	104

** fin de période

Dynamique trimestrielle

	T1 2020 publié	T2 2020 publié	T3 2020 publié	T4 2020 prévision	T1 2021 prévision	T2 2021 prévision	T3 2021 prévision	T4 2021 prévision
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	(5.0)	(31.4)	33.4	4.3	6.5	9.3	7.0	4.4
IPC (var. a/a %)	2.1	0.4	1.3	1.2	1.9	3.5	3.0	3.0
IPC de base (var. a/a %)	2.2	1.3	1.7	1.6	1.4	2.4	1.9	2.1
Taux de chômage (%)	3.8	13.1	8.8	6.8	6.2	5.3	4.5	4.2

Financière Banque Nationale

Canada Scénario économique

(Variation annuelle en %)*	2018	2019	2020	2021	2022	2020	T4/T4 2021	2022
Produit intérieur brut (\$constants, 2012)	2.4	1.9	(5.4)	5.6	4.0	(3.2)	4.5	3.2
Dépenses personnelles	2.5	1.6	(6.1)	4.2	5.3	(4.8)	4.6	3.9
Construction résidentielle	(1.7)	(0.2)	3.9	11.5	(1.9)	14.4	(2.6)	0.0
Investissements des entreprises	3.1	1.1	(13.1)	0.3	7.2	(13.1)	4.7	7.1
Dépenses publiques	3.2	1.7	(0.3)	3.3	2.0	1.3	1.6	2.1
Exportations	3.7	1.3	(9.8)	6.3	4.7	(7.1)	5.2	4.8
Importations	3.4	0.4	(11.3)	5.9	4.9	(6.0)	2.8	4.8
Variation des stocks (millions \$)	15,486	18,766	(15,533)	10,575	15,525	1,721	15,300	14,300
Demande intérieure	2.5	1.4	(4.5)	4.2	3.9	(2.5)	3.1	3.3
Revenu réel disponible	1.5	2.2	9.0	(2.9)	0.2	6.8	(2.4)	1.1
Emploi	1.6	2.2	(5.1)	4.5	2.7	(2.9)	3.2	2.0
Taux de chômage	5.9	5.7	9.6	7.6	6.5	8.8	6.8	6.2
Taux d'inflation	2.3	1.9	0.7	2.4	2.3	0.8	2.5	2.3
Bénéfices avant impôts	3.8	0.6	(6.1)	15.5	5.4	4.3	5.7	6.0
Compte courant (milliards, \$)	(52.2)	(47.4)	(42.7)	(25.0)	(35.0)

* Sauf indication contraire.

Scénario financier**

	actuel 09/04/21	T1 2021	T2 2021	T3 2021	T4 2021	2020	2021	2022
Taux à un jour	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
Bons du Trésor 3M	0.09	0.09	0.10	0.15	0.15	0.07	0.15	0.30
Obligations fédérales								
2 ans	0.25	0.23	0.30	0.35	0.45	0.20	0.45	0.95
5 ans	0.96	0.99	1.00	1.05	1.10	0.39	1.10	1.55
10 ans	1.50	1.56	1.60	1.65	1.75	0.68	1.75	2.10
30 ans	1.92	1.99	2.00	2.05	2.10	1.21	2.10	2.30
Taux de change								
CAD par USD	1.26	1.26	1.24	1.22	1.20	1.27	1.20	1.22
Prix du pétrole (WTI), \$U.S.	60	59	62	64	65	48	65	60

** fin de période

Dynamique trimestrielle

	T1 2020 publié	T2 2020 publié	T3 2020 publié	T4 2020 prévision	T1 2021 prévision	T2 2021 prévision	T3 2021 prévision	T4 2021 prévision
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	(7.5)	(38.5)	40.6	9.6	5.7	1.0	5.8	5.4
IPC (var. a/a %)	1.8	0.0	0.3	0.8	1.5	2.9	2.7	2.5
IPC ex. aliments et énergie (var. a/a %)	1.8	1.0	0.6	1.1	1.1	1.8	2.1	2.0
Taux de chômage (%)	6.4	13.1	10.1	8.8	8.4	7.9	7.4	6.8

Financière Banque Nationale

Taux d'intérêt et marché obligataire



Taux d'intérêt et marché obligataire



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



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



Jocelyn Paquet
Économiste
514 412-3693

Ne pas s'écarter de la voie (de la moindre résistance)

Arrêtez-nous si ce scénario ressemble à une redite :

- › le nombre d'infections au virus reste élevé (et en fait en hausse), les services de santé de certaines régions sont débordés par les variants et les gouvernements imposent une troisième (ou un quatrième) série de restrictions;
- › les autorités monétaires continuent d'intervenir, pesant de leur poids considérable, optant pour la patience et une protection marginale en attendant l'avis de fin d'alerte dans plusieurs régions;
- › les autorités budgétaires poursuivent leurs mesures de stimulation avec délectation, le président Biden agissant comme stimulateur en chef;
- › une impulsion budgétaire américaine aussi massive nous rapproche un peu plus d'un point de transition de la politique monétaire, à partir duquel la détente monétaire extraordinaire peut être réduite très graduellement (à commencer par une diminution des achats d'obligations en 2021-2022 et une petite poussée à la hausse du taux directeur à partir du début de 2023);
- › une croissance nettement supérieure au potentiel réduit rapidement les ressources non utilisées, particulièrement dans les économies avancées – l'Amérique du Nord notamment étant sur la voie d'une performance économique nettement supérieure;
- › les emplois resteront peut-être à la traîne du PIB dans cette reprise et la sensibilité à l'inégalité des revenus et des débouchés est plus grande que jamais... mais les progrès du marché du travail seront suffisants pour justifier une augmentation régulière des taux d'intérêt réels (c.-à-d. de moins en moins négatifs) aux États-Unis et au Canada;
- › ajoutez à cela des craintes légitimes de l'inflation et les taux nominaux pourraient continuer de remonter, l'obligation américaine de 10 ans atteignant 2% avant la fin de cette année;
- › une tendance à l'accentuation de la courbe pourrait se manifester encore quelques mois, mais d'ici l'été, le retrait nécessaire de la détente monétaire démesurée devra être escompté plus sérieusement,

marquant un point d'inflexion dans la dynamique de la courbe des taux (c.-à-d., hausse des taux avec un aplatissement de la courbe);

- › l'argument en faveur d'une action plus marquée de la Banque du Canada que de la Fed ne nous semble pas l'emporter massivement (mais pourrait être plus convaincant si le rythme rapide d'augmentation de l'emploi de mars devait continuer), même si la conservation d'un mandat politique moins flexible de la BdC semble probable;
- › la répartition des actifs continue de privilégier une position longue en actions/titres de crédit par opposition à une sous-pondération des obligations souveraines et un raccourcissement de leur durée, même en cas de ponction d'un peu de liquidité du système et de réduction du programme et de la politique extraordinaires.

Tout cela pour dire que nous continuons de prévoir que les marchés poursuivront sur la voie d'une hausse des taux et de courbes modestement plus abruptes ce printemps, ce qui sera ponctué par de brèves périodes de consolidation. La prudence des autorités monétaires est compréhensible face à un événement sanitaire sans précédent, mais, à nos yeux, la reprise demeure très réelle, faisant de l'inflation moins une menace transitoire (mécanique), et justifiant le retrait des mesures de détente monétaire extrêmes. Quand les banquiers centraux reconnaîtront ce fait (ce qu'ils feront assurément), un aplatissement de la courbe devrait se produire... ce qui pourrait être l'événement à suivre cet été.

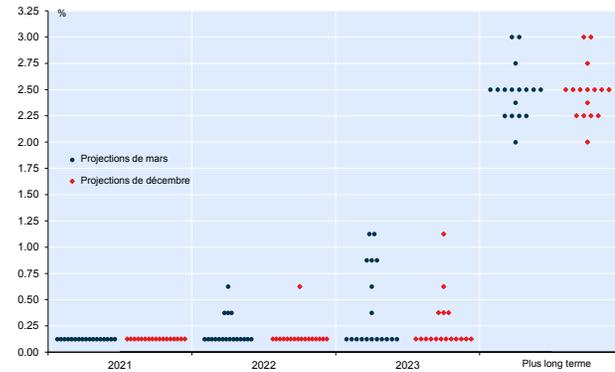
Fed : Le graphique à points évolue lentement, mais sûrement

Malgré l'embellie des perspectives de croissance avec la campagne de vaccination et la remise en marche graduelle de l'économie, la Fed est restée ultra accommodante à sa réunion de politique monétaire de mars. Certes, elle a nettement révisé à la hausse ses prévisions de croissance pour 2021 et ses projections d'inflation sur l'horizon prévisible à plus de 2%, mais cela n'a pas suffi pour faire bouger les points médians sur le graphique à points très scruté de la Fed. Cela signifie que les participants médians du FOMC ne prévoient pas que la Fed commence à relever le taux directeur avant **au moins** 2024.

Taux d'intérêt et marché obligataire

Fed : Un mouvement modeste des points du graphique

Comparaison du graphique du Sommaire des projections économiques du FOMC entre mars et décembre



FBN Économie et Stratégie (données de la Fed)

Cela dit, une dynamique en faveur de hausses de taux plus précoces est clairement en train de se cristalliser au sein du FOMC. Le nombre de ses participants s'attendant à une augmentation des taux des fonds fédéraux en 2023 a augmenté d'un en septembre à cinq en décembre et même à sept en mars. En outre, quatre membres du comité sur 18 s'attendent maintenant à une hausse des taux fédéraux avant la fin de 2022 (il n'y en avait qu'un en décembre). Cette dynamique devrait continuer de se renforcer d'ici la réunion de juin, particulièrement si, comme nous le prévoyons, le rythme rapide de rétablissement de l'emploi se poursuit au cours des prochains mois.

Le débat sur les hausses de taux continuera sans doute à faire rage, mais l'attention à plus court terme porte sur les achats d'actifs de la Fed. Un coup d'œil rapide sur le procès-verbal de mars vous apprendra qu'elle n'est toujours pas intéressée à laisser entrevoir une réduction prochaine de ses achats. Et vous constaterez aussi que la Fed est encore loin de réaliser une progression importante vers ses objectifs de politique monétaire. Elle a aussi fait savoir clairement qu'elle réagira à des données économiques observées et non à des prévisions. Et les réactions comprennent des changements des indications prospectives. En d'autres termes, le FOMC n'annoncera aucune forme de réduction de l'AQ avant d'avoir effectivement constaté un progrès important. Un seul mois avec près d'un million de nouveaux emplois nets ne suffira pas pour faire bouger le curseur, mais la poursuite sur

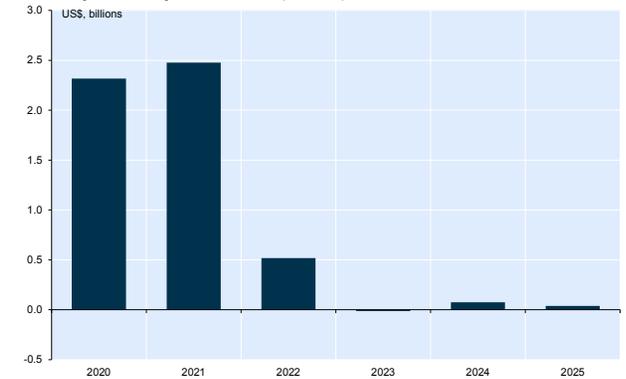
cette ligne de tendance plus abrupte pendant plusieurs mois pourrait le faire, à notre avis.

Si le déficit d'emplois dû à la COVID, qui dépassait les 10 millions à la fin de l'année et se situe aujourd'hui à 8,5 millions, diminue encore de quelques millions et s'il se produit une amélioration du taux d'activité/d'emploi (et d'autres paramètres du marché du travail moins évidents), la Fed pourrait se sentir suffisamment à l'aise pour donner le coup d'envoi d'une réduction de l'AQ cet été. Cela ne signifierait pas que le rythme des achats ralentirait immédiatement (M. Powell a dit qu'il donnera un long préavis), mais le légendaire bol de punch serait graduellement retiré, à partir de la fin du T3 ou au T4. Les douze mois et plus qui suivront laisseraient à la Fed le temps de ramener ses achats d'actifs à zéro net et de mettre en place une hausse des taux à partir du début de 2023.

Pour être clairs, nous ne voulons pas dénigrer le nouveau mandat de la Fed qui exprime clairement à l'égard des objectifs d'inflation et d'emploi qu'elle croira qu'ils sont atteints quand elle le verra. La Fed pourrait, sans états d'âme, retarder le retrait graduel de l'AQ ou la hausse des taux d'intérêt si un écueil majeur émergeait. Cela devrait aller sans le dire, mais la Fed laissera effectivement l'inflation filer (dans des proportions raisonnables) sans retirer les mesures de stimulation tant qu'elle ne constatera pas les progrès attendus sur le marché du travail. Simplement, avec des consommateurs dopés aux injections budgétaires et alors que les vaccinations avancent à une vitesse fulgurante, nous n'entrevoions pas beaucoup de grands phénomènes ralentisseurs qui pourraient surgir à partir de là. Comme nos collègues le soulignent dans le *Mensuel économique*, l'économie américaine recevra encore plus de doses de stimulants en 2021 qu'en 2020. Attachez vos ceintures.

États-Unis : L'empreinte budgétaire plus grande en 2021 encore qu'en 2020

Effets budgétaires des législations reliées à la pandémie par année



FBN Économie et Stratégie (données du CBO)

BbC : Réduire les achats massifs... et après?

La réunion de la BdC de mars s'est déroulée sans grands éclats, mais ce n'était que le calme avant la tempête. En mars, la dixième décision est tombée alors qu'une grande incertitude entourait encore les impacts économiques des mesures de confinement en Ontario et au Québec et faisait suite à deux mois de pertes d'emplois. Entretemps, le mois de février a effacé toutes les pertes d'emplois de décembre et de janvier et le mois de mars en a vu s'ajouter 300,000 de plus. Et pendant ce temps, le PIB continuait d'augmenter en janvier (et en février, à en croire l'estimation éclair de Statistique Canada), dépassant facilement les prévisions qui avaient fait consensus.

Le raffermissement de la conjoncture économique a modifié les attentes du marché qui anticipe maintenant pleinement un ralentissement de l'assouplissement quantitatif (AQ) à la réunion des de la Banque du Canada en avril, de \$4 milliards par semaine à \$3 milliards par semaine. Dans un discours prononcé le mois dernier, le sous-gouverneur de la BdC Toni Gravelle n'a rien dit pour décourager ces attentes. Il a plutôt quasiment confirmé que la Banque prévoyait de mettre un bémol à ses achats d'actifs en avril. M. Gravelle nous a rappelé les indications prospectives antérieures sur l'AQ de janvier qui précisaient qu'avec le temps, il ne faudrait plus autant de détente si la reprise répondait aux attentes ou était plus forte ainsi que

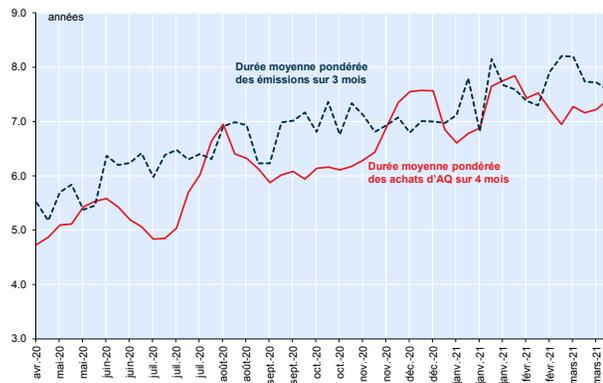
Taux d'intérêt et marché obligataire

celles de mars quand la Banque a dit qu'elle ajustera le rythme des achats massifs « à mesure que [sa] confiance à l'égard de la vigueur de la reprise augmentera ». Immédiatement après, il a noté que la croissance du premier trimestre semble être plus forte que ce qui avait été prévu précédemment, ce qui sera de nouveau reflété dans les projections fraîches d'avril. Pour nous, cela revient à reconnaître que la confiance des grands argentiers a augmenté suffisamment. Des données plus récentes ne font que corroborer cette opinion, bien que nous ayons maintenant affaire à une résurgence du virus et à une augmentation des restrictions, ce qui retarde notre retour au potentiel.

Dans le droit fil des annonces d'un ralentissement de l'AQ par la Banque en octobre, nous pensons que l'institution privilégiera modestement, et sur une base relative, l'achat de titres à échéance plus lointaine. Cela soulagera un peu la pression sur la structure des échéances des forces à la fois économiques et inflationnistes ainsi que de l'allongement continu des durées des obligations du Canada.

L'allongement des échéances des actifs achetés et des émissions continue

DMP mobile sur 4 semaines des achats d'AQ et DMP mobile sur 3 mois des émissions



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

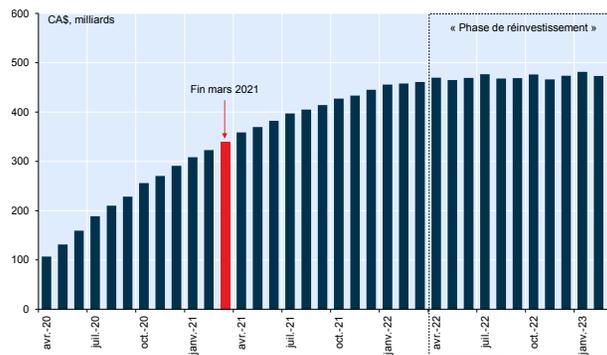
Que se passera-t-il après avril? L'AQ continuera de réduire d'intensité à mesure que la reprise se poursuivra, mais le sous-gouverneur Gravelle nous a appris que le programme ne sera pas ramené systématiquement à zéro sur une base brute. La réduction suivra plutôt une approche par phases, qui nous fera passer de la phase de stimulation à celle du réinvestissement :

« [Nous] finirons par atteindre un rythme [des achats d'actifs] qui maintiendra – mais n'augmentera plus – le degré de détente monétaire. Nos avoirs en obligations du gouvernement du Canada seront alors globalement stables et nous réinvestirons les revenus tirés des actifs qui arriveront à échéance. »

Ce rythme stable est influencé à la fois par le rythme de l'AQ que déploiera la Banque au cours des prochains mois et le rythme de l'émission d'OdC (étant donné que la Banque étoffe aussi ses positions en obligations en participant aux adjudications régulières), si bien que l'estimation est ici imparfaite. Cependant, sur la base d'hypothèses raisonnables pour le rythme de l'AQ (réduction de \$500 millions chaque trimestre) et pour les émissions (nous tablons sur environ \$275 milliards pour l'exercice 2021), les positions détenues par la BdC culmineraient effectivement en avril 2022. Le rythme nécessaire pour maintenir des positions plus ou moins stables serait d'environ \$1 milliard par semaine. Il semble que nous resterions dans cette phase pendant un certain temps en attendant que la Banque choisisse de laisser certaines de ses positions arriver à échéance sans en réinvestir une partie ou la totalité du produit.

BdC : L'évolution potentielle du programme d'AQ

Position effectives/estimées de la BdC en OdC sur la base des attentes en matière d'AQ/émissions



FBN Économie et Stratégie (données de la BdC) | Nota : Suppose des réductions trimestrielles de l'AQ de \$500 millions après avril 2021 et des émissions en 2021-2022 de \$275 milliards

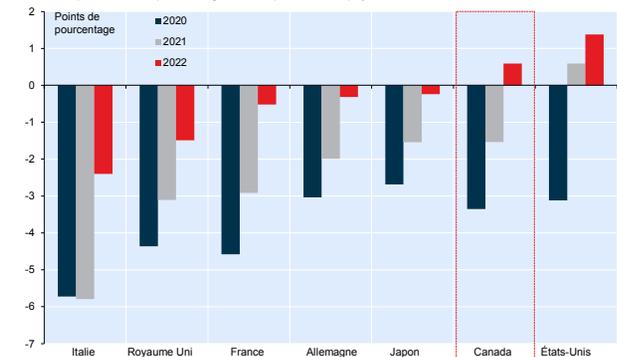
Il est important de noter que, être dans la « phase de réinvestissement » ne signifie pas que les taux d'intérêt ne peuvent pas être augmentés. M. Gravelle a pris soin de souligner que la décision sur l'AQ et la décision sur les taux directeurs sont deux questions distinctes. Cependant, si nous entrevoyons la possibilité que les achats nets atteignent le niveau zéro grosso modo

d'ici un an, nous ne pensons pas qu'une hausse des taux d'intérêt à l'été 2022 soit assurée. Nous avons déjà fait remarquer que la BdC se préoccupe de plus en plus de l'emploi dans ses efforts pour atteindre durablement ses objectifs de maîtrise de l'inflation. Par conséquent, si nous parvenons à zéro net dans les achats d'AQ, mais qu'il reste des ressources inutilisées sur le marché du travail qui amèneraient la Banque à conclure que l'inflation n'atteint pas ses objectifs de façon durable, elle pourrait maintenir le taux directeur bas pendant plus longtemps. C'est là que nous en sommes dans nos réflexions. Nous prévoyons que la première augmentation des taux d'intérêt de la BdC aura lieu au début de 2023 – dans les mêmes délais que celle de la Fed. Pour être clairs, nous pensons que le ralentissement net de l'AQ par la BdC aura lieu en premier, mais nous ne pensons pas que la Banque voudra nettement prendre les devants sur la Fed en matière de hausse des taux d'intérêt.

Nos prévisions seront indubitablement mises à l'épreuve à la réunion d'avril. Les indications prospectives actuelles de la Banque reposent sur l'hypothèse de la résorption de l'écart de production. Des projections antérieures, dont le RPM de janvier, ont indiqué que celle-ci est à prévoir en 2023. Cependant, l'amélioration des perspectives devrait conduire la Banque à conclure que l'écart de production sera résorbé au courant de 2022. C'est ce que nous en pensons et que pense aussi le FMI dans ses nouvelles *Perspectives de l'économie mondiale*.

L'écart de production résorbé en 2022 au Canada et plus tôt aux États-Unis

Écart de production en pourcentage du PIB, par année et pays



FBN Économie et Stratégie (données du FMI)

Taux d'intérêt et marché obligataire

La Banque pourrait choisir simplement de mettre à jour ses indications prospectives pour préciser qu'elle « maintiendra le taux directeur à sa valeur plancher jusqu'à ce que les capacités excédentaires dans l'économie se résorbent, de sorte que la cible d'inflation de 2 % soit atteinte de manière durable », ce à quoi elle s'attend en 2022. Pour nous, cela indiquerait que la Banque est tout à fait à l'aise avec les attentes d'une hausse des taux en 2022 et y adhère. Nous ne pensons pas qu'elle souhaite orienter les marchés vers cela, du moins pas encore (même avec le rapport sur l'emploi explosif de mars). Au lieu de cela, nous pensons qu'elle devra apporter un ajustement plus structurel à ses indications prospectives, peut-être en incorporant l'aspect de l'emploi, pour se donner un peu plus de flexibilité en ce qui concerne le taux directeur. Alors que la réduction des achats massifs paraît assurée à la prochaine réunion, c'est cette question qui semble être notre plus grande inconnue.

Un dernier mot sur les perspectives du taux directeur : il y a aussi l'enjeu du marché immobilier résidentiel chauffé à blanc. La Banque a soulevé des préoccupations au sujet des augmentations de prix insoutenables et des indices d'activité spéculative, mais a noté que les hausses de taux sont un outil peu efficace pour y remédier. Nous estimons que des mesures macroprudentielles conviendraient mieux pour répondre à cette situation qu'une augmentation des coûts d'emprunt qui s'appliquerait à l'ensemble de l'économie. De fait, le BSIF vient de proposer un taux admissible minimal applicable aux prêts hypothécaires non assurés plus élevé. La transition de 4.79% à 5.25% est relativement modeste, mais nous ne serions pas étonnés de voir d'autres mesures suivre. Et si celles-ci sont efficaces, cela laisserait plus de temps à la Banque avant d'augmenter son taux de financement à un jour cible. L'affaire est à suivre, car de nouvelles informations pourraient émerger prochainement dans le cadre d'un nouveau budget fédéral...

L'incertitude de l'offre bientôt résolue

L'exercice 2021-2022 est maintenant amorcé et nous ne sommes qu'à quelques jours de la publication du premier budget fédéral complet depuis le début de 2019. Le gouvernement fédéral a présenté un *Portrait économique et budgétaire* et l'*Énoncé économique de l'automne* en juillet et

novembre (qui contenaient tous deux une forme de *stratégie de gestion de la dette*), mais les perspectives économiques et le contexte des taux d'intérêt ont changé spectaculairement dans l'intervalle. Alors comment les événements récents affectent-ils les perspectives budgétaires et d'emprunt?

La semaine dernière, nous avons exposé un [aperçu détaillé du budget du 19 avril et de la stratégie de gestion de la dette](#). Par souci de concision, nous résumons ici les principaux points à retenir et faits saillants que nous suivrons de près lors de la présentation du budget.

En ce qui concerne l'équilibre budgétaire, la reprise économique plus vigoureuse pourrait se solder par un déficit sensiblement en accord avec les indications prospectives antérieures, malgré des restrictions plus strictes liées à la COVID et une nouvelle vague de mesures de stimulation à venir. Nous projetons un déficit d'ensemble pour 2021-2022 compris entre \$120 milliards et \$130 milliards, bien que les prévisions ici soient incertaines et tributaires de nombreuses variables et que notre fourchette de confiance de cette estimation soit large.

En ce qui concerne le stock de bons du Trésor, la mise à jour de stratégie de gestion de la dette de novembre nous indiquait que d'ici la fin de mars 2021 le stock de bons du Trésor canadiens en circulation serait de l'ordre de \$329 milliards. À l'époque, nous nous situions à \$266 milliards, si bien qu'il aurait fallu une accélération rapide du rythme des émissions. Au lieu de cela, le stock de bons du Trésor a nettement diminué et à la fin de l'exercice écoulé il se situait à \$219 milliards. Oui, cela représente \$110 milliards de moins que ce qu'on nous avait annoncé cinq mois plus tôt. Cela signifie qu'aujourd'hui nous sommes plus près d'un niveau correspondant à l'état stable du stock de bons du Trésor et qu'il restera probablement peu de titres dont il faudra prolonger la durée. En utilisant certaines hypothèses réalistes pour le rythme d'émission de bons du Trésor en 2021-2022, nous verrions le stock de ces bons (à transformer en obligations, plus longues) chuter plus modestement d'environ \$40 milliards cette année.

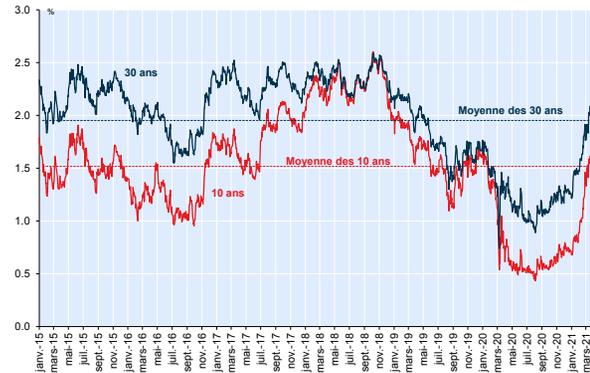
Enfin, nous avons \$101 milliards d'obligations qui doivent arriver à échéance au cours de cet exercice et qui devront être refinancées. Ajoutez le tout (déficit/besoins financiers, évolution du stock de bons du Trésor et des échéances) et nous arrivons à un programme d'obligations pour 2021-2022 de \$250 à \$275 milliards. Cela représenterait une diminution d'environ \$100 milliards par rapport à l'exercice écoulé, mais resterait élevé comparativement aux normes d'avant la COVID. (Soulignons ici que la fourchette de confiance dans les variables utilisées pour établir cette estimation est extrêmement large. Les émissions pourraient donc être inférieures ou supérieures à ce que nous estimons actuellement.)

Au-delà de la taille brute du programme d'emprunt, un des points qui retiendront l'attention sera de savoir où ces nouvelles obligations seront placées sur la courbe. Dans l'*Énoncé économique de l'automne*, en novembre, le raisonnement était que les taux d'intérêt sont si bas que nous aurions tort de ne pas nous prévaloir de ces coûts d'emprunt à long terme planchers. En effet, à l'époque, l'obligation de 10 ans coûtait moins de 70 points de base. Les obligations de 30 ans étaient émises avec des coupons à peine supérieurs à 1%. Pour profiter de ses conditions de financement intéressantes, nous avons assisté à un changement non négligeable des émissions l'an dernier. Pendant tout l'exercice 2020-2021, la durée moyenne des nouvelles obligations émises a bondi à des sommets inégalés depuis plusieurs années. Mais il est clair que les choses changent rapidement sur les marchés financiers. Les taux d'intérêt à 10 ans ont été multipliés par plus de deux et les obligations de 30 ans se négociaient récemment à un taux de plus de 2%. Certes, cela représente toujours des coûts de financement historiquement avantageux sur une base de long terme. Mais comparativement aux dernières années, cet argument est plus difficile à défendre. Sur une base relative (c.-à-d. par rapport à d'autres parties de la courbe), la logique de se prévaloir maintenant des taux à long terme est encore moins séduisante.

Taux d'intérêt et marché obligataire

Les taux à long terme ne sont pas si séduisants

Taux d'intérêt des OdC de 10 ans et de 30 ans depuis 2015



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Le ministère des Finances du Canada a depuis longtemps adopté une approche à très court terme dans son programme obligataire, ayant souvent laissé une offre insuffisante d'obligations à long terme. Mais comme les taux à long terme sont revenus plus près de leur niveau d'avant la COVID, nous ne sommes pas sûrs de pouvoir obtenir une inversion immédiate de la stratégie d'emprunts. D'autres facteurs sont en jeu en dehors des modèles d'émission du ministère. Il est probable que le gouvernement aimerait continuer à s'en tenir à la thèse consistant à profiter de faibles taux à long terme, même si techniquement ces taux ne sont pas aussi bas qu'ils ont déjà été. Question d'optique, cela pourrait rendre l'important déficit et le fardeau croissant de la dette plus digestes. En outre, dans la dernière mise à jour de la stratégie de gestion de la dette, le gouvernement a laissé entendre que l'allongement des échéances relèverait d'un plan de plusieurs années et ne serait pas limité à 2020-2021. De plus, nous ne pensons pas que le ministère des Finances voudrait introduire une volatilité importante d'une année à l'autre dans sa stratégie de financement.

Au lieu de cela, alors que nous nous attendons à une nouvelle stratégie de gestion de la dette, nous nous préparons à une attitude médiane entre l'approche de court terme traditionnelle du ministère des Finances dans la gestion de la dette et la stratégie d'allongement des durées. Plutôt que de revenir immédiatement à 85% d'OdC de 5 ans et moins, il serait de mise de commencer à revenir à une proportion de 70% de titres plus courts. Cela maintiendrait le fait que le Canada se prévaut d'un financement à long terme tout en reconnaissant que la

récente remontée des taux d'intérêt fait de l'allongement de la durée d'emprunt une perspective moins alléchante. La durée des obligations émises devrait diminuer au cours de l'année, mais resterait bien supérieure au niveau d'avant la COVID (et même de 2020-2021).

Baisse de l'offre, la durée des émissions suivra-t-elle?

Projections FBN de l'offre d'obligations du Canada et de sa composition



FBN Économie et Stratégie (données de la Banque du Canada) | Note : DMP = durée moyenne pondérée

BdC : Crise de la quarantaine

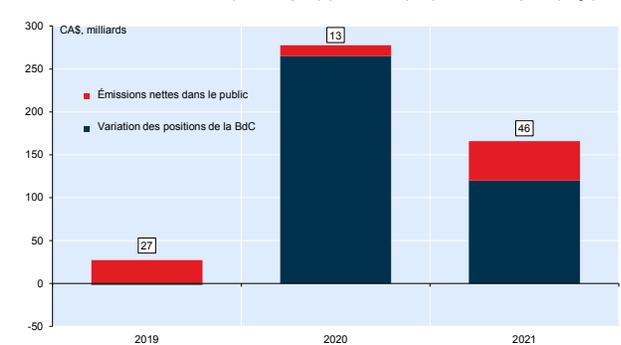
Depuis la fin de la semaine, la part du stock d'obligations du Canada détenue par la BdC semble franchir le seuil de 40% et il nous a semblé approprié de marquer ce cap. Nous ne célébrons pas réellement, mais c'est ce qui se produit quand on avance en âge (ou en l'occurrence quand la part de propriété des obligations d'État augmente). En fait, cela amène à se demander si une crise de la quarantaine de l'AQ est en train de se produire à Ottawa, qui poserait les questions de savoir, quand, où et à quelle vitesse réduire les achats démesurés d'obligations. À quel point les achats d'obligations faussent-ils le marché? Quand et à quelle vitesse la Fed réduira-t-elle son programme? Ce sont là quelques questions que Tiff Maclem et consorts ruminent sans doute.

Il a suffi d'un an pour transformer radicalement la propriété des OdC. Avant la COVID, la banque centrale détenait relativement régulièrement environ 13% des titres en circulation, une position accumulée par une participation ordinaire, loin d'être invasive, aux adjudications. Mais depuis qu'elle a mis en place le Programme d'achat d'obligations du gouvernement du Canada, la part de ces titres détenus par la BdC a franchi en trombe les caps de 20% de propriété en mai dernier,

puis de 30% en septembre pour arriver cette semaine à 40%. On se souviendra que la réduction des achats en octobre 2020 (de CA\$5 milliards à CA\$4 milliards par semaine) a ralenti le mouvement, mais elle n'a pas arrêté l'occupation de plus en plus importante du terrain des obligations du Canada. Alors que de plus en plus d'opérations de pension à plus d'un jour arrivent à terme, les OdC représentent proportionnellement une part plus importante du total des actifs de la BdC (62% et plus). Vu sous un autre angle, les achats de la banque centrale compensent 95% de ce qui était de loin un record d'émissions nettes d'OdC au cours de l'exercice 2020-2021 qui vient de s'achever – soit un taux d'absorption qu'on ne saurait trop souligner.

Moins d'offre nette, mais plus pour le marché général

Variation a/a des OdC en circulation (barre complète), position BdC (bleu), offre nette au public (rouge)



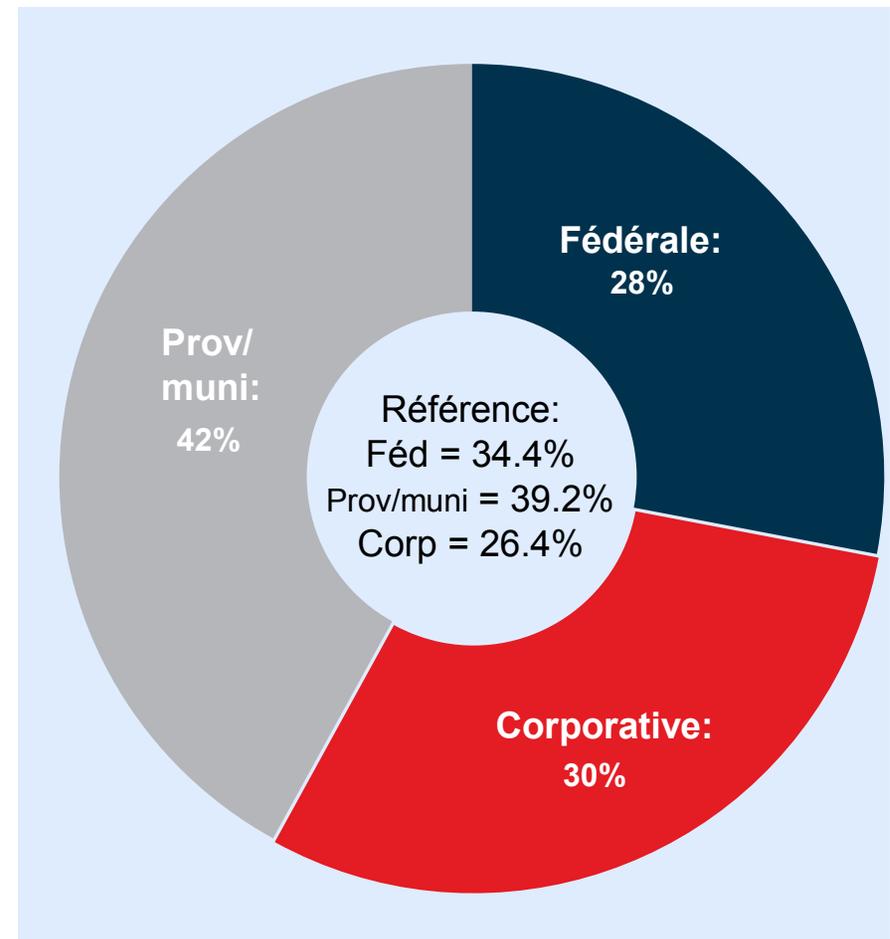
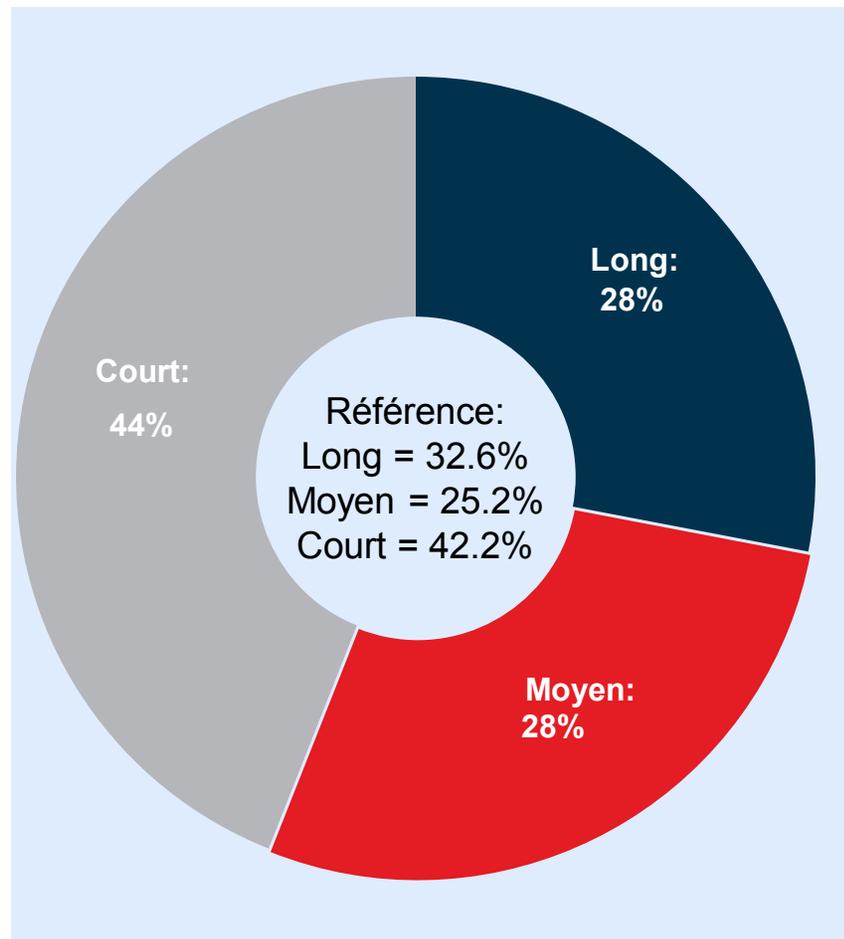
FBN Économie et Stratégie (données de la Banque du Canada) | Nota : renvoie aux exercices 2021-2022 basé sur les hypothèses FBN concernant l'AQ et les émissions d'OdC

Sur la base de nos projections des émissions et des projections de l'AQ pour l'exercice, la Banque continuera d'éponger activement les obligations marginales, quoique dans une moindre mesure. Comme 70-75% des obligations seront absorbés par la banque centrale, il restera à peine \$46 millions de nouvelles obligations nettes que devra se partager le marché. C'est plus que les \$13 milliards et \$27 milliards d'émissions nettes des deux derniers exercices, mais cela reste un flux gérable d'émissions nettes. Bien entendu, si la BdC était plus accommodante et maintenait un rythme d'achat d'actifs plus rapide que ce que nous présumons, la part des obligations restantes pour le marché serait encore plus faible. Quoi qu'il en soit, si vous vous attendiez à une indigestion de nouvelles émissions et une hausse des taux connexes, il y a peu de chances que cela se produise au cours des 12 prochains mois.

Taux d'intérêt et marché obligataire

Allocation obligataire recommandée

FBN recommande une durée plus courte que l'indice et une sous-pondération en obligations fédérales



FBN Économie et Stratégie (donnée de PC Bond) | Note: référence basé sur l'indice FTSE Canada Universe Bond

Marché boursier et stratégie de portefeuille



Marché boursier et stratégie de portefeuille



Stéphane Marion
Économiste et stratège en chef
514 879-3781



Matthieu Arseneau
Chef économiste adjoint
514 879-2252

Monde : Bénéfices contre rendements obligataires

Après un bref repli entre février et mars, les actions mondiales ont établi un nouveau record en avril (graphique). L'indice MSCI Monde Tous pays est déjà en hausse d'un formidable 8.6% depuis le début de 2021.

Monde : Après une brève pause, un nouveau record en avril

Indice MSCI Monde Tous pays



FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Les gains restent généralisés, tant sur le plan sectoriel que régional, ce qui est encourageant. Cinq des dix principaux secteurs de l'indice MSCI Monde TP ont établi de nouveaux records en avril : matériaux, valeurs industrielles, consommation de base, TI et télécommunications. Sur le plan régional, les États-Unis, le Canada et l'Europe se situent à un niveau jamais atteint avec leurs gains de plus de 9% depuis le début de l'année (tableau).

Indice MSCI composé : Évolution des cours

	Depuis le début		
	du mois	du trimestre	de l'année
MSCI Monde (TP)	3.0	3.0	8.6
MSCI Monde	3.3	3.3	9.2
MSCI États-Unis	4.0	4.0	9.3
MSCI Canada	2.7	2.7	10.4
MSCI Europe	2.0	2.0	9.1
MSCI Pacifique sans le Japon	2.3	2.3	7.2
MSCI Japon	0.5	0.5	8.4
MSCI MÉ	1.1	1.1	4.7
MSCI MÉ EMOA	-0.1	-0.1	8.4
MSCI MÉ Amérique latine	1.0	1.0	0.7
MSCI MÉ Asie	1.3	1.3	4.6

9/4/2021

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Les marchés émergents, pour leur part, peinent encore. L'indice MSC MÉ affiche une hausse de 4.7% jusque-là en 2021, mais l'indice a culminé le 17 février et a perdu 6.4% depuis cette date (graphique).

Monde : Les marchés émergents en difficulté

Indice MSCI MÉ



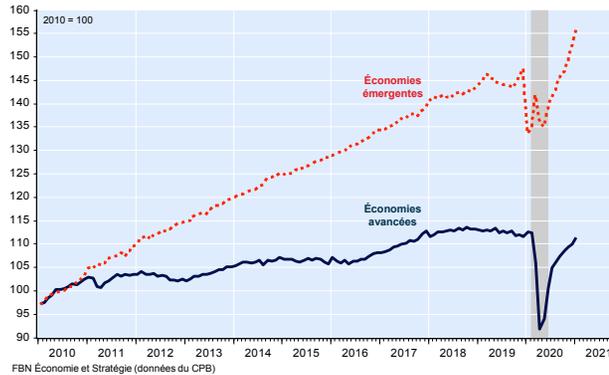
FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

La principale pierre d'achoppement pour les marchés émergents (qui représentent environ 60% de l'économie mondiale) est la remontée rapide des taux obligataires dans les économies avancées et un bond potentiel du dollar américain qui augmenterait les paiements d'intérêts de nombreux pays où une grande partie de la dette est libellée en USD. Nous comprenons ces préoccupations, mais dans la mesure où la hausse des taux d'intérêt reflète une amélioration de l'économie et des perspectives de bénéfice, nous doutons que la faiblesse actuelle des MÉ dure longtemps. D'une part, la production industrielle dans les économies émergentes a récemment atteint un nouveau sommet (graphique). Et avec les politiques favorables à la croissance dans les économies de l'OCDE, nous croyons que l'expansion est loin d'être terminée dans les MÉ (particulièrement dans les pays ayant une base manufacturière relativement importante).

Marché boursier et stratégie de portefeuille

Monde : Les économies émergentes sont en expansion

Production industrielle (volume)



FBN Économie et Stratégie (données du CPB)

D'autre part, les révisions des bénéfices des MÉ demeurent à la hauteur de celles du reste du monde (tableau). Les estimations de bénéfice par action (BPA) pour l'année à venir ont été révisées à concurrence de 5.2 points de pourcentage au cours des trois derniers mois, ce qui est la plus forte révision de ce genre depuis plus d'une décennie. Il est inhabituel que les marchés des actions se contractent dans les MÉ quand les bénéfices jouissent d'un tel élan.

MSCI : Variation des bénéfices prévisionnels sur 12 mois

	Variation 3 mois		Variation 1 mois		Diffusion 1 mois (% de hausse)	
	Var. 3 mois	Moyenne historique 10 ans	Var. 1 mois	Moyenne historique 10 ans	Diffusion 1 mois	Moyenne historique 10 ans
MSCI Monde TP	5.3	-0.6	1.3	-0.6	57%	43%
MSCI Monde	5.3	-0.6	1.2	-0.6	60%	45%
MSCI États-Unis	5.6	-0.4	1.1	-0.4	64%	47%
MSCI Canada	9.2	-0.7	2.1	-0.7	57%	43%
MSCI Europe	3.3	-1.1	1.2	-1.1	54%	39%
MSCI Pacifique s. Japon	6.1	-0.6	0.9	-0.6	51%	41%
MSCI Japon	6.0	-0.4	1.9	-0.4	67%	49%
MSCI MÉ	5.2	-0.7	1.8	-0.7	53%	40%
MSCI MÉ EMOA	8.4	-0.6	3.1	-0.6	54%	42%
MSCI MÉ Amérique latine	16.7	-1.1	7.1	-1.1	62%	40%
MSCI MÉ Asie	3.2	-0.5	0.9	-0.5	52%	40%

9/4/2021

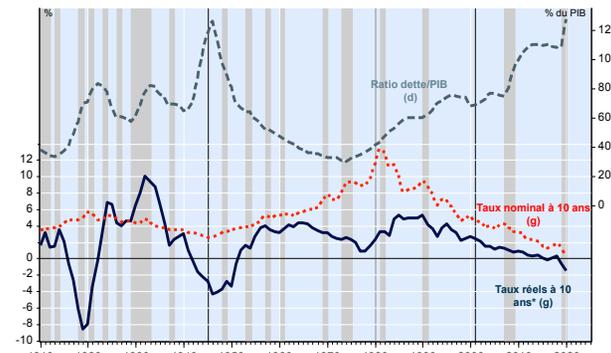
FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Comme il a été mentionné précédemment, la compression des ratios cours/bénéfices prévisionnels de l'indice MSCI MÉ est liée aux craintes d'une augmentation des taux obligataires américains et de l'appréciation de l'USD. Le président Joe Biden

a annoncé le 30 mars, dans la foulée du récent programme de secours de \$1,900 milliards, qu'il compte stimuler l'économie américaine encore plus grâce à un plan d'infrastructures qui pourrait dépasser les \$2,000 milliards en 8 ans. Les investisseurs ont, ce qui ne devrait surprendre personne, poussé les taux d'intérêt des obligations américaines à la hausse ces dernières semaines. Le taux de l'obligation du Trésor de 10 ans est revenu à son niveau d'avant la pandémie. Cela suffira-t-il à faire monter l'USD beaucoup plus? Nous ne le pensons pas. Notre plus récent Mensuel obligataire note que malgré des perspectives de croissance américaines plus encourageantes grâce à la campagne de vaccination et à la remise en marche progressive de l'économie, la Réserve fédérale est restée ultra accommodante à sa réunion de politique monétaire de mars. En l'état actuel des choses, le FOMC n'a aucun intérêt à signaler la moindre forme de réduction progressive de l'assouplissement quantitatif de têt. M. Powell est par conséquent encore loin d'augmenter le taux des fonds fédéraux. Dans ces circonstances, nous prévoyons que le taux nominal de l'obligation du Trésor de 10 ans dérivera lentement à la baisse vers 2% d'ici la fin de 2021. Étant donné notre prévision de l'inflation, cela implique que les taux d'intérêt réels resteront négatifs pendant un avenir prévisible (graphique). Et comme nous l'avons mentionné dans l'édition de ce mois-ci de Devises, l'USD aura plutôt tendance à refléter l'évolution des taux d'intérêt réels au cours des prochains mois. Ce contexte, combiné à un gonflement du double déficit (du compte courant et budgétaire), laisse présager une prochaine dépréciation du billet vert.

Monde : Des taux d'intérêt réels négatifs pendant longtemps

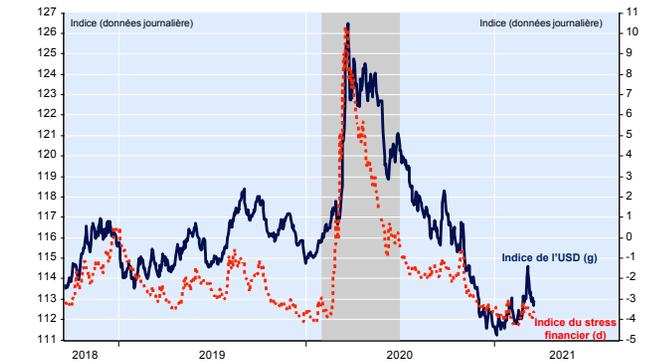
Ratio dette/PIB comparativement aux taux d'intérêt nominaux et réels des économies avancées*



* Taux nominal moins la moyenne mobile de 5 ans de l'IPC des États-Unis
FBN Économie et Stratégie (données du FMI, Moniteur des finances publiques, avril 2021 et Shiller)

Monde : Faibles tensions financières contredisant l'appréciation de l'USD

Indice OFR mondial du stress financier et indice pondéré des échanges de l'USD (26 monnaies)

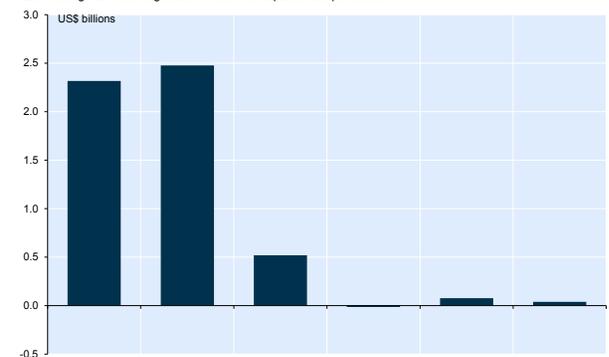


FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv et <https://www.financialresearch.gov/financial-stress-index/>)

Il est intéressant de noter que l'USD a perdu du terrain par rapport à 26 des 31 devises depuis l'annonce par Washington de son nouveau programme de stimulation économique qui aura une incidence considérable sur les finances publiques américaines (graphique).

États-Unis : L'empreinte budgétaire de 2021 plus grande que celle de 2020

Effets budgétaires des législations liées à la pandémie par année



FBN Économie et Stratégie (données du CBO)

S&P/TSX : Un nouveau record

La performance de l'indice S&P/TSX depuis le début de 2021 reste brillante. L'indice de référence canadienne est déjà en hausse de 10.3% depuis le début de l'année et nettement plus dans les secteurs de la santé, de l'énergie, de la consommation discrétionnaire et de l'immobilier (tableau).

Marché boursier et stratégie de portefeuille

Indice composé S&P TSX : Évolution des cours

	du mois	Depuis le début du trimestre	de l'année
S&P TSX	2.8	2.8	10.3
TI	8.6	8.6	7.4
MATÉRIAUX	7.2	7.2	-0.5
IMMOBILIER	3.4	3.4	12.6
TÉLÉCOMMUNICATIONS	2.7	2.7	8.7
CONSOM. DISC.	2.7	2.7	15.0
SERVICES PUBLICS	1.9	1.9	4.4
INDUSTRIE	1.8	1.8	8.2
CONSOM. DE BASE	1.6	1.6	3.8
SERVICES FINANCIERS	1.3	1.3	14.2
BANQUES	1.0	1.0	14.6
ÉNERGIE	0.7	0.7	19.6
SANTÉ	-6.0	-6.0	29.5

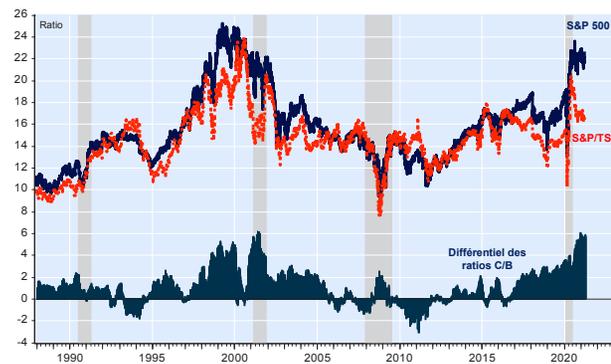
9/4/2021

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Malgré ce bond, l'indice S&P/TSX continue de se négocier à un ratio C/B de 16.4 fois les bénéfices prévisionnels. Cela représente sensiblement le même niveau qu'avant la pandémie et nettement moins que l'indice S&P 500 (graphique).

S&P/TSX : Bon marché par rapport aux actions des États-Unis

Ratio C/B prévisionnel à 12 mois des indices S&P 500 et S&P/TSX, et différentiel entre ces ratios



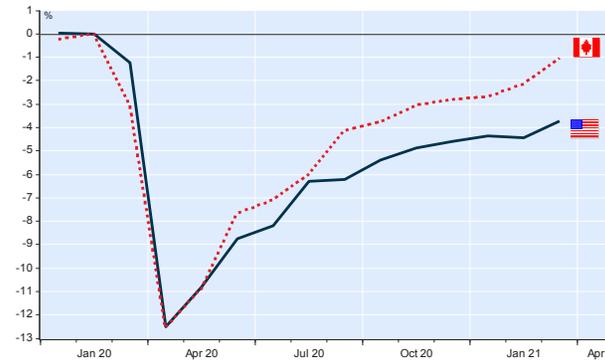
FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

À l'avenir, nous restons constructifs pour les perspectives de bénéfice au Canada et nous nous attendons à un rétrécissement de l'écart de ses ratios C/B avec l'indice S&P 500. Bien que la campagne de vaccination contre la COVID canadienne accuse un retard sur celle des États-Unis et a forcé de grandes provinces à restreindre l'activité dans un certain nombre de secteurs jusqu'en

mai, les marchés du travail continuent de faire montre d'une étrange résilience et les programmes gouvernementaux continuent de soutenir les ménages et les entreprises et seront maintenus tout l'été.

Canada : Les emplois à plein temps à 1% du niveau d'avant la COVID

Emploi des ménages : Emplois à plein temps



FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Cette situation, doublée d'une courbe des taux d'intérêt relativement abrupte (ce qui est bon pour les services financiers) et de prix élevés des produits de base (ce qui est positif pour les valeurs cycliques), nous encourage à rester constructifs au sujet de la capacité des actions canadiennes de combler les attentes d'une croissance du BPA à 12 mois d'un peu plus de 28% (tableau).

Canada : Nouveau record pour les produits de base non énergétiques

Prix des produits de base autres que l'énergie produits au Canada*



* Les produits de base autres que l'énergie représentent for 57% de la totalité des matières premières et denrées produites au Canada
FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Indice MSCI compose : Évolution du BPA

	2020	2021	2022	2023	Dans 12 mois
MSCI Monde TP	-12.4	30.6	13.7	10.6	23.4
MSCI Monde	-13.9	29.2	13.4	10.3	22.5
MSCI États-Unis	-8.8	25.3	13.8	11.1	20.2
MSCI Canada	-25.4	45.5	8.9	7.1	28.1
MSCI Europe	-26.3	33.7	14.2	9.5	25.6
MSCI Pacifique s. Japon	-26.4	38.9	6.7	4.5	18.8
MSCI Japon	-28.5	4.1	33.4	13.8	29.9
MSCI MÉ	-3.3	37.8	15.2	12.1	28.0
MSCI MÉ EMOA	-25.2	53.1	15.0	8.8	33.2
MSCI MÉ Amérique latine	-35.7	131.0	2.8	1.3	62.3
MSCI MÉ Asie	6.6	28.0	16.9	14.2	23.5

9/4/2021

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Répartition des actifs

Notre répartition des actifs est inchangée ce mois-ci : Longue en actions et courte en titres à revenu fixe avec une répartition géographique qui favorise le Canada et les marchés émergents. La récente remontée des taux obligataires reflète une amélioration des perspectives de l'économie mondiale plutôt qu'une perte de confiance dans les gouvernements et une dérive des attentes d'inflation. Il reste aux marchés du travail un long chemin à parcourir vers le rétablissement avant que les banques centrales ne laissent les taux d'intérêt réel redevenir positifs.

Répartition des actifs FBN			
	Indice de référence (%)	Recommandation FBN (%)	Variation (%)
Marché boursier			
Actions canadiennes	20	23	
Actions américaines	20	18	
Actions étrangères (EAEO)	5	4	
Marchés émergents	5	9	
Marché obligataire			
	45	42	
Liquidités			
	5	4	
Total	100	100	

FBN Économie et Stratégie

Rotation sectorielle

Notre rotation sectorielle est inchangée ce mois-ci et continue de privilégier les actions de valeur sur les actions de croissance.

Marché boursier et stratégie de portefeuille

Rotation sectorielle fondamentale FBN - Avril 2021

Nom (secteur/industrie)	Recommandation	Pondération S&P/TSX
Énergie	Équipondérer	12.2%
Matériaux	Surpondérer	12.4%
Produits chimiques	Équipondérer	1.5%
Emballage et conditionnement	Surpondérer	0.5%
Métaux et minerais *	Surpondérer	2.6%
Or	Surpondérer	7.2%
Papier et industrie du bois	Équipondérer	0.6%
Industrie	Équipondérer	12.2%
Biens d'équipement	Surpondérer	2.2%
Services aux entreprises	Sous-pondérer	3.1%
Transports	Équipondérer	6.9%
Consommation discrétionnaire	Équipondérer	4.0%
Automobiles et composants automobiles	Sous-pondérer	1.3%
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	3.6%
Distribution alimentaire et pharmacie	Équipondérer	2.8%
Produits alimentaires, boisson et tabac	Équipondérer	0.8%
Santé	Équipondérer	1.4%
Équipements et services de santé	Équipondérer	0.1%
Produits pharmaceutiques et biotechnologie	Équipondérer	1.3%
Finance	Surpondérer	31.1%
Banques	Surpondérer	21.0%
Services financiers diversifiés	Équipondérer	4.1%
Assurance	Surpondérer	6.0%
Technologies de l'information	Sous-pondérer	10.2%
Télécommunications	Équipondérer	4.9%
Services aux collectivités	Sous-pondérer	4.8%
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	2021-04-09	T4-2021 (est.)
S&P/TSX	19 228	20 000
Hypothèses		T4-2021 (est.)
Niveau: Bénéfices	829	1120
Dividendes	525	709
Ratio C/B passé	23.2	17.9
Obligations 10 ans	1.50	1.75

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

Prévisions FBN États-Unis		
	Actuel	Cible
Niveau de l'indice	2021-04-09	T4-2021 (est.)
S&P 500	4 129	4 200
Hypothèses		T4-2021 (est.)
Niveau: Bénéfices	150	180
Dividendes	58	70
Ratio C/B passé	27.5	23.3
Obligations 10 ans	1.67	2.00

* 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 09/04/2021	Cumulatif avr.-21	Cumulatif 2021	Δ 1 an	Δ 3 ans	Cumulatif 2021	Δ 1 an	Δ 3 ans	
Amérique du Nord - Indice MSCI	4 193	4.0%	9.4%	50.8%	59.0%	7.8%	35.7%	56.8%	1.00
États-Unis - S&P 500	4 129	3.9%	9.9%	48.0%	58.0%	8.3%	33.1%	55.8%	1.00
Canada - S&P TSX	19 228	2.8%	10.3%	35.7%	26.3%	10.3%	35.7%	26.3%	0.83
Europe - Indice MSCI	1 960	2.9%	6.5%	41.6%	10.5%	5.0%	27.4%	8.9%	0.70
Royaume-Uni - FTSE 100	6 916	3.0%	7.1%	18.4%	-3.9%	6.0%	17.2%	-7.9%	-0.31
Allemagne - DAX 30	15 234	1.5%	11.1%	44.2%	24.2%	6.3%	41.0%	18.3%	0.85
France - CAC 40	6 169	1.7%	11.1%	36.9%	17.2%	6.4%	33.8%	11.6%	0.51
Suisse - SMI	11 239	1.7%	5.0%	18.9%	29.4%	-1.2%	11.6%	32.1%	0.88
Italie - Milan Comit 30	259	0.0%	0.0%	0.0%	3.7%	-4.3%	-2.2%	-1.3%	0.63
Pays-Bas - Amsterdam	713	1.9%	14.2%	40.4%	32.1%	9.4%	37.3%	25.8%	0.88
Zone Pacifique - Indice MSCI	3 207	1.7%	3.4%	39.3%	13.8%	1.9%	25.3%	12.2%	0.78
Japon - Nikkei 225	29 768	2.0%	8.5%	53.9%	37.3%	0.7%	37.0%	32.3%	0.90
Australie - All ordinaries	7 252	3.4%	5.9%	33.3%	22.8%	3.1%	45.0%	20.1%	0.67
Hong Kong - Hang Seng	28 699	1.1%	5.4%	18.1%	-5.1%	3.5%	5.9%	-5.5%	0.04
MSCI - Monde	2 910	3.5%	8.2%	47.7%	41.2%	6.6%	32.8%	39.2%	0.99
MSCI - Monde ex. É.-U.	2 268	2.5%	6.0%	41.6%	12.9%	4.4%	27.3%	11.4%	0.74
MSCI - EAEO	2 262	2.5%	5.4%	40.8%	11.8%	3.8%	26.6%	10.2%	0.74
MSCI - Marchés émergents (indice libre)	1 330	1.1%	3.0%	49.9%	14.4%	1.5%	34.8%	12.8%	0.84

* Corrélation des rendements mensuels sur 3 ans

Marché boursier et stratégie de portefeuille

Bénéfices sectoriels du S&P 500 - Consensus*

2021-04-09

	Pond. S&P 500	niveau	Variation		Croissance - BPA			C/B			Croissance prévue sur 5 ans	Ratio PEG	Indice de révision**
			3-m Δ	12-m Δ	2021	2022	à 12 mois	2021	2022	à 12 mois			
S&P 500	100	252	13.55	14.36	27.20	15.01	21.66	22.96	19.97	21.73	17.09	1.00	5.45
Énergie	2.66	364.35	16.49	40.34	0.00	35.57	367.47	21.93	16.18	19.61	9.81	0.05	55.62
Matériaux	2.64	502.64	4.37	55.53	41.21	6.22	26.69	20.19	19.01	19.71	11.71	0.74	11.65
Industrie	8.72	849.97	12.16	59.11	75.54	35.94	56.55	27.86	20.50	24.82	24.33	0.44	-1.27
Consommation discrétionnaire	12.61	1411.45	4.36	64.74	53.71	35.64	45.79	37.89	27.94	33.93	32.85	0.74	1.22
Consommation de base	5.99	707.92	2.68	18.55	6.11	8.23	6.86	21.19	19.58	20.41	8.28	2.97	0.85
Santé	12.65	1375.56	0.51	24.37	14.59	6.50	11.44	16.38	15.38	16.06	9.92	1.40	1.97
Finance	11.25	583.88	13.76	50.38	25.56	10.63	19.78	15.19	13.73	14.67	12.27	0.74	9.83
Technologie de l'information	27.40	2490.99	8.25	66.16	21.98	11.98	15.00	27.11	24.21	25.49	15.38	1.70	6.38
Services de télécommunications	11.07	251.95	13.84	59.32	11.40	17.62	14.45	24.21	20.59	22.70	20.90	1.57	4.48
Services publics	2.60	329.50	3.94	6.51	4.69	6.50	5.31	19.22	18.05	18.81	5.49	3.54	0.10
Immobilier	2.42	252.17	13.55	14.36	-9.07	16.58	-1.06	55.48	47.59	52.58	22.71	nég.	3.88

* Source I/B/E/S

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

Analyse technique



Dennis Mark, CFA
Analyste
416 869-7427

Points saillants

Dans l'édition d'avril de Vision, nous soulignons l'indice du dollar américain qui se redresse après sa tendance à la baisse en 2020. Généralement, un regain de vigueur de l'USD soulève des obstacles pour les matières premières et denrées et est globalement négatif pour le secteur. Les actions liées à ces produits de base ont connu des reprises spectaculaires l'an dernier et pourraient faire l'objet de prises de profits si les matières premières et denrées sous-jacentes subissent une correction. Les perspectives pour l'or et l'énergie ainsi que pour leurs actions sont présentées dans les graphiques qui suivent.

Analyse technique

Argent (XAG=)

Les prix de l'argent se maintiennent relativement mieux que ceux de l'or depuis quelques mois. Cependant, à mesure que le dollar américain prend de la vigueur, les prix de l'argent commencent à s'en ressentir. Une détérioration technique croissante est de plus en plus évidente alors que la tendance à la hausse s'effrite. La ligne de tendance à la hausse au cours de la dernière année vient d'être franchie vers le bas. Les prix commencent à descendre sous leur moyenne de 200 jours pour la première fois en près d'une année. Le niveau de soutien à US\$24.75 a récemment été transgressé et le graphique achève une formation sommitale étalée sur quatre mois. Cela laisse entrevoir une tentative de passer sous le soutien à US\$22.25. Mais surtout, une tendance jusque-là positive devient de plus en plus négative.



Analyse technique

Brent (LCO1)

Une forte reprise des prix du pétrole s'est heurtée à un important point de résistance. Le graphique du Brent ci-joint fait ressortir une reprise qui a buté contre une forte résistance à US\$72.00 et a amorcé un repli. Une ligne de tendance à court terme a récemment été brisée quand les prix ont testé la moyenne mobile de 50 jours. Le soutien à court terme initial à US\$62.00 se maintient pour le moment alors que les prix continuent de s'accrocher au niveau de 50 jours. La vigueur continue du dollar américain représentera une menace pour le soutien et fera baisser les cours autour de US\$55.



Analyse technique

Indice S&P/TSX plafonné de l'énergie /Brent (SPTTEN/LCO1)

Les actions énergétiques ont connu un marché fortement baissier de plusieurs années et, dans ce cycle baissier, les actions du secteur de l'énergie se sont nettement moins bien tenues que le WTI/Brent. Comme le graphique ci-joint l'illustre, les actions reliées à l'énergie ont à peine commencé à afficher une performance supérieure à celle du pétrole. Alors que le WTI et le Brent ont rebroussé chemin devant une résistance majeure, les actions énergétiques n'ont pas cédé beaucoup de terrain. La formation d'une base sur ce graphique laisse entrevoir que les actions énergétiques pourraient ne pas bien se tenir dans un contexte à prix du pétrole plus faible alors que le graphique est proche de son creux de 20 ans. Une percée à la hausse de ce graphique serait constructive et constituerait un signe positif pour une reprise prolongée dans ce secteur.



Analyse sectorielle



Dans cette section,
les tableaux et graphiques
sont basés sur les informations
disponibles au **31 mars 2021**.

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

Secteur	Titre	Symbole	Prix	Cours Cible	Rend. Div.	Rend. Est.	Industrie
Énergie							
	Enovus Energy Inc.	CVE	\$9.61	\$13.50	0.71%	41.21%	Pétrole, gaz et combustibles
	Enerflex Ltd.	EFX	\$8.21	\$10.50	0.95%	28.87%	Équipements et services pour l'énergie
	Parex Resources Inc.	PXT	\$22.57	\$35.00	0.00%	55.07%	Pétrole, gaz et combustibles
	Secure Energy Services Inc.	SES	\$3.64	\$5.50	0.79%	51.92%	Équipements et services pour l'énergie
	TC Energy Corp.	TRP	\$58.37	\$67.00	5.93%	20.75%	Pétrole, gaz et combustibles
	Tourmaline Oil Corp.	TOU	\$24.21	\$37.50	2.56%	57.54%	Pétrole, gaz et combustibles
Matériaux							
	Dundee Precious Metals Inc.	DPM	\$7.50	\$14.00	1.89%	88.69%	Or
	Endeavour Mining Corp.	EDV	\$24.20	\$58.00	0.00%	139.67%	Or
	First Quantum Minerals Ltd.	FM	\$24.20	\$29.00	0.06%	19.90%	Métaux et minerais
	Kinross Gold Corp.	K	\$8.15	\$16.00	1.70%	98.16%	Or
	New Gold Inc.	NGD	\$1.91	\$4.00	0.00%	109.42%	Or
	Sandstorm Gold Ltd.	SSL	\$8.33	\$13.50	0.00%	62.06%	Or
	SSR Mining Inc.	SSRM	\$17.44	\$39.00	1.32%	125.06%	Or
	Teck Resources Ltd.	TECK.b	\$24.39	\$30.00	0.82%	23.82%	Métaux et minerais
Industrie							
	Ag Growth International Inc.	AGT	\$43.31	\$54.00	1.34%	26.07%	Biens d'équipement
	Dexterra Group Inc.	DXT	\$5.81	\$8.50	4.96%	51.46%	Services aux entreprises
	Finning International Inc.	FTT	\$32.10	\$37.00	2.52%	17.82%	Biens d'équipement
	GDI Integrated Facility Services Inc.	GDI	\$51.75	\$59.00	0.00%	14.01%	Services aux entreprises
	Hardwoods Distribution Inc.	HDI	\$31.91	\$40.00	1.23%	26.61%	Biens d'équipement
	Heroux-Devtek Inc.	HRX	\$16.99	\$18.50	0.00%	8.89%	Biens d'équipement
	NFI Group Inc.	NFI	\$27.48	\$34.00	2.93%	26.82%	Biens d'équipement
	Stantec Inc.	STN	\$53.55	\$56.00	1.21%	5.81%	Services aux entreprises
	TFI International Inc.	TFI	\$92.70	\$110.00	1.21%	19.92%	Transport
	Toromont Industries Ltd.	TIH	\$95.33	\$98.00	1.28%	4.10%	Biens d'équipement
Consommation discrétionnaire							
	Gildan Activewear Inc.	GIL	\$38.60	\$43.00	0.00%	11.40%	Biens de consommation durables et habillement
Biens de consommation de base							
	Jamieson Wellness Inc.	JWEL	\$37.24	\$42.75	1.33%	16.14%	Produits ménagers et personnels
Santé							
	Chartwell Retirement Residences	CSH.un	\$11.73	\$13.50	5.16%	20.31%	Équipements et services de santé
	Medical Facilities Corp.	DR	\$7.13	\$7.75	3.84%	12.62%	Équipements et services de santé
	Sienna Senior Living Inc.	SIA	\$14.54	\$15.00	6.47%	9.60%	Équipements et services de santé
Finance							
	Bank of Montreal	BMO	\$113.17	\$121.00	3.75%	10.67%	Banques
	Element Fleet Management Corp.	EFN	\$13.85	\$19.00	1.86%	39.06%	Services financiers diversifiés
	iA Financial Corporation Inc.	IAG	\$69.25	\$76.00	2.78%	12.55%	Assurances
	Sun Life Financial	SLF	\$64.09	\$69.00	3.44%	11.09%	Assurances
	Trisura Group Ltd.	TSU	\$114.45	\$177.00	0.00%	54.65%	Assurances
Technologies de l'information							
	Kinaxis Inc.	KXS	\$146.21	\$225.00	0.00%	53.89%	Logiciels et services
	Real Matters Inc.	REAL	\$14.19	\$40.00	0.00%	181.89%	Logiciels et services
	Shopify Inc.	SHOP	US\$1048.68	US\$1650.00	0.00%	57.34%	Logiciels et services
Communications							
	Cineplex Inc.	CGX	\$11.64	\$17.00	0.00%	46.05%	Média
	Corus Entertainment Inc.	CJR.b	\$5.74	\$8.00	4.17%	43.55%	Média
	Shaw Communications Inc.	SJR.b	\$33.28	\$40.50	3.57%	25.26%	Services de Télécommunication
Services aux collectivités							
	Boralex Inc.	BLX	\$39.39	\$50.00	1.59%	28.61%	Services aux collectivités
	Capital Power Corp.	CPX	\$36.36	\$44.00	5.58%	26.65%	Services aux collectivités
	Innervex Renewable Energy Inc.	INE	\$22.26	\$28.00	3.17%	29.02%	Services aux collectivités
	Northland Power Inc.	NPI	\$44.83	\$52.00	2.64%	18.67%	Services aux collectivités
Immobilier							
	BSR REIT	HOM.un	\$10.95	\$13.00	4.55%	23.29%	Immobilier
	European Residential REIT	ERE.un	\$4.32	\$5.35	3.81%	27.66%	Immobilier
	Flagship Communities REIT	MHC.u	US\$15.00	US\$19.00	3.36%	30.07%	Immobilier
	H&R REIT	HR.un	\$14.50	\$16.75	4.73%	20.28%	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 mars 2021

Source: Recherche FBN, Refinitiv

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

RS = Rendement supérieur

RM = Rendement moyen

RI = Rendement inférieur

AO = Recommandation d'accepter l'offre

ER = Recommandation en révision

R = Restriction

 Δ = Changement de recommandation par rapport au mois précédent.

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

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

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

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



Gabriel Dechaine

Analyste
416 869-7442

Adjoints :

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

Sélections

- › iA Société financière
- › Financière Sun Life
- › Banque de Montréal

Banques et compagnies d'assurance vie canadiennes

Banques canadiennes – Récapitulatif des résultats du T1 2021 : C'est la fin du monde tel que nous le connaissons (et je me sens bien). Les résultats du T1 2021 ont été très similaires à ceux du trimestre précédent : les résultats du secteur du crédit ont été meilleurs que prévu, ceux du secteur des marchés des capitaux ont été vigoureux et les fonds propres ont atteint de nouveaux sommets. En fait, toutes ces tendances semblent durables, au moins jusqu'au T2 2021. Les perspectives à long terme dépendront, selon nous, d'une reprise de la consommation des ménages et d'un rebond proportionnel de la demande de crédit à la consommation (hors prêts hypothécaires). Bien que ces soldes ne diminuent plus, les revenus qu'ils génèrent sont loin d'atteindre ceux qui prévalaient avant la pandémie. Dans l'hypothèse d'un rebond au second semestre, nous pourrions voir un potentiel de hausse par rapport à nos prévisions de croissance du BPA moyen pour 2022E, soit 3% (5% selon le consensus). Nous estimons que l'année prochaine sera plus représentative du ratio bénéfices/RCP potentiel des banques. Bien que le scénario à la hausse soit spéculatif à ce stade, nous ne pensons pas

qu'il y ait beaucoup de risques de baisse pour les titres bancaires, car les valorisations sont peu exigeantes, les fonds propres sont vigoureux et les bénéfices seront au rendez-vous à court terme (quoi qu'ils proviennent du secteur du crédit et des marchés des capitaux).

iA Société financière inc. (TSX : IAG) – Une croissance de plus de 10% et un RCP potentiel de l'ordre de 15% à prix réduit. Qu'y a-t-il à redire? Bien que le format virtuel ait été une nouveauté, le contenu de la présentation était très cohérent avec les événements précédents. Il convient de noter qu'IAG a réitéré son objectif de croissance du BPA de plus de 10% et a ajouté une bonification du RCP, la société visant un RCP de l'ordre de 13 à 15% d'ici 2023, contre 12.5 à 14% actuellement. Cette fourchette accrue reflète les changements qui ont eu lieu dans l'entreprise au cours des dernières années et qui l'ont rendue moins capitalistique (p. ex., la refonte du produit canadien, l'expansion aux États-Unis). Elle indique également qu'aucun impact négatif n'est attendu de l'IFRS 17, dont l'adoption est prévue en 2023. Compte tenu des perspectives haussières, nous augmentons nos multiples de valorisation cibles, ce qui se traduit par une augmentation du cours cible, qui passe de \$70 à \$76.

	Symb.	Cote du titre	Cote du titre Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Dernier Cours 3/31	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B		VCPA			C/VC		Div. %	Cours cible	
								dernier exerc.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	dernier trimest.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2		12 mois	Δ
Banques																				
Banque de Montréal	BMO	RS	↑	73,215	647	112.02	10/2020	7.71	10.31	10.55	10.9	10.6	77.76	80.60	85.30	1.4	1.3	3.7%	121.00	↑
Banque Scotia	BNS	RM		96,373	1,211	78.62	10/2020	5.36	7.08	7.31	11.1	10.8	52.30	55.09	59.17	1.4	1.3	4.5%	77.00	
CIBC	CM	RS		55,271	445	123.05	10/2020	9.69	12.12	12.45	10.2	9.9	85.24	89.28	95.73	1.4	1.3	4.7%	130.00	
Banque Nationale	NA	PN		28,890	337	85.37	10/2020	6.06	7.65	7.93	11.2	10.8	41.48	44.93	50.14	1.9	1.7	3.3%	PN	
Banque Royale du Canada	RY	RS		166,851	1,424	115.87	10/2020	7.97	10.15	10.41	11.4	11.1	58.24	62.41	68.44	1.9	1.7	3.7%	123.00	
Banque Toronto-Dominion	TD	RM		150,260	1,818	81.96	10/2020	5.35	7.01	7.18	11.7	11.4	49.44	52.55	56.86	1.6	1.4	3.8%	82.00	
Banque Canadienne de l'Ouest	CWB	RM		2,821	87	31.99	10/2020	2.93	3.11	3.49	10.3	9.2	32.24	33.21	35.12	1.0	0.9	3.6%	35.00	
Banque Laurentienne	LB	RI		1,784	43	40.03	10/2020	2.92	3.62	3.59	11.1	11.1	54.45	55.57	57.06	0.7	0.7	3.9%	34.00	↑
Assurances																				
Great-West Lifeco	GWO	RM		31,192	928	33.44	12/2020	2.67	3.10	3.42	10.8	9.8	22.97	24.13	25.90	1.4	1.3	5.2%	33.00	
Industrielle Alliance	IAG	RS		7,423	107	68.33	12/2020	4.87	7.77	8.45	8.8	8.1	55.52	59.84	65.65	1.1	1.0	2.8%	76.00	↑
Financière Manuvie	MFC	RM		52,899	1,941	27.03	12/2020	2.22	3.02	3.33	9.0	8.1	25.00	25.09	26.51	1.1	1.0	4.1%	27.00	
Financière Sun Life	SLF	RS		37,514	585	63.51	12/2020	4.14	6.06	6.58	10.5	9.7	37.96	41.67	46.75	1.5	1.4	3.4%	69.00	

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

Source: Refinitiv, Données financières des sociétés, Analyses FBN

Distribution et produits de consommation



Vishal Shreedhar

Analyste
416 869-7930

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

Sélection

› [Gildan](#)

Les Compagnies Loblaw Limitée (L :TSX)

Mise à jour de la société : cote relevée à Rendement supérieur; L consolide ses fondations avec une équipe de direction chevronnée

Cote relevée à Rendement supérieur

Nous avons relevé la cote de L à Rendement supérieur et classons le titre parmi nos favoris dans l'univers de ceux que nous couvrons du secteur de la consommation de base. Notre avis sur Loblaw est devenu plus positif à l'examen de plusieurs thèmes clés : (1) une nouvelle équipe de direction avec des antécédents éprouvés; nous pensons que l'ancienne équipe aurait pu exécuter correctement la stratégie, mais l'arrivée de ces nouvelles recrues aura pour effet d'apaiser provisoirement les craintes des investisseurs. (2) Selon nous, les investissements dans les prix ne sont plus d'actualité pour L pour le moment, et le profil d'investissement est plus équilibré (L a récemment présenté ses prévisions internes pour 2021, avec une croissance annuelle du BPA ajusté d'environ 10% à 14%, que la nouvelle équipe de direction devrait atteindre). En outre, les perspectives d'une solide croissance du bénéfice contribuent à dissiper les craintes d'une future croissance négative des VÉI. (3) Une tendance émergente favorable au secteur de l'épicerie à escompte, où Loblaw occupe une part de marché supérieure à celle de ses concurrents canadiens (l'écart entre la croissance des VÉI de l'épicerie traditionnelle et celle de l'épicerie à escompte tend à diminuer progressivement). (4) Une valorisation faible par rapport aux comparables et à la moyenne historique (la division Vente au détail se négocie à 7.2 fois notre estimation de BAIIA 12PM, comparativement à une moyenne quinquennale de 8.1 et à 7.5 et 11.0 pour EMP et MRU, respectivement).

La nouvelle équipe de direction devrait apaiser les craintes des investisseurs concernant l'exécution

Le 23 mars 2021, George Weston Limited (GWL) et Loblaw ont conjointement annoncé que la présidente de L, Sarah Davis, quittera ses fonctions le 6 mars 2021. Le directeur exécutif Galen G. Weston (qui est aussi président et chef de la direction de GWL) lui succédera, devenant président du conseil et président de Loblaw. L a aussi annoncé que Robert Sawyer endossera la casquette de chef de l'exploitation, tandis que Richard Dufresne (président et chef des finances de GWL) deviendra le chef des finances de Loblaw. Ces changements à la haute direction nous inspirent confiance, car la nouvelle équipe présente une vaste expérience et des antécédents solides en épicerie et en commerce de détail.

Cote Rendement supérieur; cours cible de \$75

Notre cours cible repose sur la méthode de la somme des parties et correspond à 7.0 fois notre estimation de BAIIA 2022 pour la division Vente au détail et 9.5 fois notre estimation de BPA 2022 de la division Services financiers.

Distribution et produits de consommation

Symb.	Cote du titre	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 03/31	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B		BAIIA			VE/BAIIA		Valeur compt.	Ratio d'endet.	Cours cible		
						(A) Dern.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	(A) Dern. Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2			12 mois	Δ	
Grands magasins																				
Canadian Tire	CTC.a	RS	10,942	61.4	178.33	12/2020	12.95	13.83	16.04	12.9	11.1	2,181	2,236	2,419	6.2	5.7	73.32	0.40	199.00	
Dollarama	DOL	RS	17,338	312.3	55.52	02/2021	1.81	2.24	2.56	24.8	21.7	1,131	1,331	1,461	15.3	13.9	1.07	0.90	63.00	↑
Magasins spécialisés																				
Couche Tard	ATD.b	RS	44,973	1,109.9	40.52	04/2020	1.97	2.22	2.01	14.5	16.1	4,363	4,685	4,314	8.8	9.6	10.95	0.36	47.00	↓
Parkland Fuel Corporation	PKI	RS	5,796	153.5	37.76	12/2020	0.54	1.58	1.84	23.9	20.5	967	1,231	1,326	7.7	7.1	14.76	0.62	44.00	
Habillement																				
Gildan	GIL	RS	7,631	198.4	38.46	12/2020	(0.18)	1.53	1.89	19.9	16.2	165	512	590	12.8	11.1	7.86	0.27	43.00	
Roots Corporation	ROOT	RM	131	42.2	3.11	02/2020	(0.06)	0.34	0.35	9.0	8.8	52	63	62	5.2	5.2	3.60	0.56	3.00	
Épiceries																				
Empire Company	EMP.a	RS	10,543	269.1	39.18	05/2020	2.15	2.52	2.73	15.5	14.4	1,892	2,122	2,216	7.9	7.6	15.91	0.59	44.00	↑
Loblaw	L	RS	↑ 24,761	352.7	70.20	12/2020	4.19	4.64	5.54	15.1	12.7	5,006	5,081	5,397	7.8	7.3	31.52	0.57	75.00	
Metro	MRU	RM	14,436	250.9	57.33	09/2020	3.27	3.36	3.61	17.1	15.9	1,091	1,077	1,069	15.5	15.6	24.77	0.27	61.00	
Transformation des aliments																				
Saputo	SAP	RM	15,529	412.1	37.79	03/2020	1.62	1.64	1.93	23.0	19.6	1,468	1,514	1,684	12.7	11.5	15.7	0.37	39.00	
Lassonde	LAS.a	RS	1,193	6.9	172.00	12/2020	14.11	13.39	14.12	12.8	12.2	217	208	212	6.7	6.6	114.8	0.21	186.00	↑
Premium Brands Holdings	PBH	RS	4,957	41.4	119.74	12/2020	3.04	5.07	5.34	23.6	22.4	313	442	488	13.4	12.1	38.6	0.38	125.00	↑
Vente au détail de matelas																				
Sleep Country Canada	ZZZ	RM	1,176	37.0	31.76	12/2020	1.95	2.14	2.30	14.8	13.8	171	182	187	8.4	8.1	9.68	0.49	33.00	↑
Beauté et soins personnels																				
MAV Beauty Brands	MAV	RM	↓ 236	42.4	5.55	12/2020	0.34	0.47	0.57	11.7	9.7	28	34	38	10.9	9.7	5.55	0.37	6.00	
Restauration																				
MTY Food Group	MTY	RM	1,424	24.7	57.65	11/2020	3.34	(1.41)	3.03	-40.8	19.0	152	149	166	12.6	11.3	22.93	0.44	57.00	
Épicerie en ligne																				
Goodfood Market	FOOD	RS	579	66.8	8.67	08/2020	(0.07)	(0.08)	(0.01)	NA	NA	5	9	16	NA	NA	0.90	(3.26)	13.75	↓

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

u= dollars US

Source: Refinitiv, Rapports des sociétés, FBN

Note: Lassonde et Goodfood couverts par Ryan Li.

Amber Brown, MBA

Analyste

403 813-1646

Aperçu

Considéré auparavant comme un secteur d'investissement mineur, les critères ESG captent désormais l'attention des investisseurs, les actifs sous gestion (ASG) de ce créneau représentant au total environ US\$36,000 milliards dans le monde entier au début de 2020, soit US\$1 sur US\$3 environ, avec un TCAC d'environ 11.7% ces quatre dernières années. Si le rythme des investissements ESG croît même à la moitié de ce taux, les ASG de ce secteur atteindront environ US\$47,000 milliards d'ici 2025. En outre, soulignons que l'adoption de l'investissement ESG a démenti les pronostics négatifs en devenant une pratique d'investissement prisée au début de 2020, en particulier au Canada, en Australie, en Nouvelle-Zélande, au Japon et aux États-Unis. En 2021, nous continuons de nous attendre à ce que la sensibilisation aux critères ESG, l'engagement et le vote des actionnaires jouent des rôles clés dans l'investissement ESG, notamment parce que l'information et la transparence en matière de critères ESG s'améliorent au sein des entreprises et que les investisseurs institutionnels ont affiné leurs connaissances du secteur. Nous considérons l'adoption de l'investissement ESG, qui implique la prise en compte de données non financières dans l'analyse fondamentale, comme le meilleur moyen pour les investisseurs de faire appliquer les critères ESG tout en dégagant des rendements adéquats, car cela permet à l'investisseur de comprendre et d'éviter peut-être certains risques propres aux critères ESG sans placer de restrictions importantes sur des secteurs particuliers.

ESG – Mises à jour sur la réglementation

Le 23 février, le premier ministre Justin Trudeau et le président Joe Biden ont rendu publique leur *Feuille de route pour un partenariat renouvelé États-Unis-Canada*, qui, essentiellement, « établit un plan directeur pour encadrer un effort pangouvernemental ambitieux de lutte contre la pandémie de COVID-19. Elle établit aussi des mesures de soutien à la prospérité de nos deux pays. » La feuille de route avait en partie pour objet de créer un partenariat dans la lutte contre les changements climatiques afin de poursuivre des efforts conjoints pour atteindre l'objectif zéro émission nette d'ici 2050 au moyen de la coopération et de la collaboration avant le Sommet des dirigeants sur le climat (SDC), organisé aux États-Unis. Rappelons qu'une des principales promesses

de campagne de Joe Biden était la création d'un Sommet des dirigeants sur le climat pour multiplier les engagements de gouvernements avant la COP26 qui se tiendra en novembre 2021. Sachant cela, le président Biden a encouragé le premier ministre Justin Trudeau à annoncer des objectifs 2030 plus ambitieux dans le cadre de ses contributions déterminées au niveau national d'ici au SDC, qui doit se dérouler au moment du Jour de la Terre les 22 et 23 avril 2021. Le président Biden y a invité 40 dirigeants provenant de 17 des pays émettant environ 80% des émissions mondiales et dégagant près de 80% du PIB mondial, notamment les pays les plus pollueurs comme la Chine, la Russie, le Japon et la Turquie. Les thèmes clés du sommet seront la mobilisation des finances des secteurs public et privé dans la poursuite d'une transition vers la carboneutralité, la participation des technologies transformatives pour réduire les émissions et la création de nombreux nouveaux emplois en vue du développement d'une nouvelle économie centrée sur les énergies propres (« une transition juste »).

Canada

Le 25 mars, la Cour suprême du Canada a statué sur l'autorité juridictionnelle de la taxe carbone, se prononçant à 6 contre 3 en faveur du gouvernement fédéral. Nous avions anticipé cette décision. La majorité des juges a estimé que la Loi sur la tarification de la pollution causée par les gaz à effet de serre était conforme à la Constitution, soulignant en particulier que le réchauffement climatique cause des dommages au-delà des frontières des provinces et qu'il y va de l'intérêt national conformément à la clause « paix, ordre et bon gouvernement » de la Constitution. Suite au verdict de la Cour suprême, le gouvernement fédéral a maintenant les mains libres pour augmenter le prix de la pollution de \$15 par tonne après 2022, jusqu'à ce qu'il atteigne \$170 par tonne en 2030, permettant au gouvernement canadien d'atteindre potentiellement son objectif de réduction des émissions à 32%-40% en dessous des niveaux de 2005 d'ici 2030 (auparavant 30%).

États-Unis

Le 2 mars, les démocrates ont réintroduit auprès de la Chambre des représentants le projet de loi visant à atteindre la carboneutralité aux États-Unis d'ici 2050, projet aussi dénommé *Climate Leadership and Environmental Action for our Nation's Future Act* (CLEAN Future Act). Le projet de loi vise l'objectif zéro émission

nette de gaz à effet de serre d'ici 2050, avec un objectif intermédiaire de réduction de 50% par rapport aux niveaux de 2005 d'ici 2030, conforme aux prescriptions du Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat (Intergovernmental Panel on Climate Change – IPCC). Bien que la loi *CLEAN Future Act* établisse une norme nationale de carboneutralité d'ici 2050, il reviendrait à chaque État de développer sa propre feuille de route pour atteindre cet objectif. Chaque État devrait alors soumettre un plan climat à l'EPA (Environmental Protection Agency), l'agence chargée de la protection de l'environnement, pour examen et approbation; si celui-ci est jugé inadéquat, l'EPA ferait alors appliquer une taxe carbone de sécurité sur les principaux émetteurs.

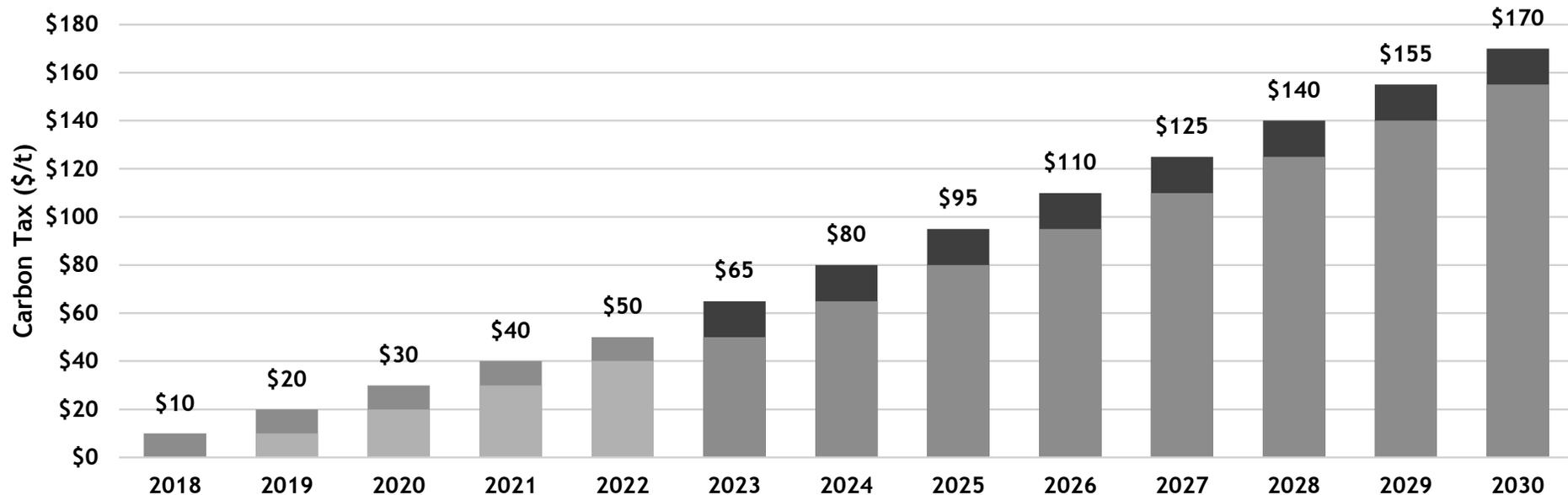
Union européenne

L'UE développe ses règles de financement durable, aussi appelées *Taxonomie de la finance durable*, qui

définiront quelles activités économiques peuvent porter le label d'investissements durables en Europe. Comme le but de l'UE est d'attirer plus de capitaux vers des projets respectueux de l'environnement conformément à ses objectifs de réduire les émissions de 55% d'ici 2030 et d'atteindre la carboneutralité d'ici 2050, l'UE a décidé de clarifier ce qui peut être considéré comme durable. La première proposition de *Taxonomie de la finance durable* n'incluait pas le gaz naturel dans les activités portant le label vert, mais, face aux vives réactions de 10 États membres, une nouvelle proposition a été présentée, classant les centrales au gaz naturel qui produisent de l'électricité ainsi que du chauffage ou du refroidissement parmi les investissements verts sous réserve du respect de conditions strictes en matière d'émissions (pas plus de 270 gCO₂e/kWh) et sous condition d'être opérationnelles d'ici 2025. Cependant, pour les centrales au gaz qui ne produisent que de l'électricité,

la Commission a maintenu son projet initial de restreindre l'accès au label vert aux centrales dont les émissions générées au cours du cycle de vie ne dépassent pas 100 gCO₂e/kWh. En outre, le Comité de l'industrie, de la recherche et de l'énergie du Parlement européen a adopté le 22 mars une résolution soutenant l'hydrogène à faible émission de carbone, incluant l'hydrogène bleu provenant du gaz naturel utilisé avec les technologies de séquestration du carbone. Le document d'origine de l'UE sur la stratégie relative à l'hydrogène, publié en juillet 2020, promouvait l'utilisation d'hydrogène à faible émission de carbone à court à moyen terme afin de créer un marché d'hydrogène pur. La résolution à l'état d'ébauche sera transmise au Parlement européen en vue d'un vote en plénière au mois d'avril.

Figure 1 : La taxe carbone



Source : Gouvernement du Canada, FBN



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

Sélections

- › **Flagship REIT**
- › **Chartwell**
- › **H&R REIT**
- › **ERES REIT**
- › **CAP REIT**
- › **BSR REIT**
- › **Granite REIT**
- › **Killam REIT**
- › **Sienna**

Toronto, une ville en mutation : Synthèse de la table ronde

Toronto va rebondir à la suite de la pandémie. L'intérêt était particulièrement aigu dans les classes d'actifs comme les immeubles de bureaux et de commerce de détail, face à une population qui travaille à domicile et à des mesures de santé publique historiques visant à limiter les rassemblements. Par conséquent, nous avons parlé avec un échantillon de cadres supérieurs du domaine de la location et de la promotion de sociétés faisant partie de notre univers de couverture qui ont une exposition supérieure à la moyenne à Toronto. À l'événement, les participants ont eu l'occasion de discuter en petits groupes répartis en fonction de leur classe d'actifs (immeubles multirésidentiels, de bureaux et de commerce de détail) et des sessions supplémentaires sur la promotion immobilière et les fondamentaux du marché ont été tenues. Nous avons été rejoints par **George Van Noten (chef de l'exploitation, Minto)**, **Tim Low (vice-président directeur, Location, Allied)**, **Carmine Francella (vice-présidente directrice, Location, First Capital)**, **Andrew Joyner (DG, Tricon)** et **Jon Ramscar (vice-président directeur et DG, CBRE)**.

Chaque classe d'actifs est confrontée à des obstacles différents. Ce qui est ressorti des différentes présentations, c'est l'importance de savoir qui sont vos locataires et quelles sont leurs sources de tension. Les équipes de direction ont utilisé ces données pour concevoir de meilleures stratégies afin d'assurer la transition vers le cycle de reprise. Voici quelques-uns des points saillants de nos discussions :

› **Notre conversation avec Minto a mis en évidence que les mouvements de locataires pendant la pandémie ont présenté des défis, mais les questions d'accessibilité et la nature transitoire de ces mouvements permettront aux appartements bien entretenus de rester concurrentiels.** Les départs ont été motivés par un ensemble de facteurs congruents, notamment la hausse du travail à domicile, la fermeture de services et le passage à l'enseignement supérieur en ligne. La direction a confiance que certaines de ces tendances se renverseront à brève échéance (repeuplement des campus par les étudiants et reprise des services en ville) et continue de croire au retour des travailleurs en ville. En conséquence, Minto a donné la priorité aux loyers plutôt qu'à des gains d'occupation temporaires en vue d'un rebond rapide au S2 2021.

- › **En discutant avec Allied et CBRE, nous avons constaté que les petits locataires en difficulté ont été la principale source de disponibilité de bureaux vacants/sous-loués dans le centre.** La forte hausse du taux d'inoccupation à Toronto, qui est passé de 1.8% avant la COVID à 9.4%, est due en grande partie à l'inoccupation des immeubles en sous-location (représentant plus de 40% de l'inoccupation totale). Plus de 70% de ces locaux sont de petite taille et sont en grande partie proposés comme stratégie de réduction des coûts. Il reste à voir si de tels mouvements sont un indicateur avancé d'une approche plus large de l'utilisation des bureaux. Quoi qu'il en soit, Allied a été proactive en travaillant avec les locataires pour maintenir l'occupation et aura une meilleure idée de la dynamique du marché lorsque les problèmes de santé s'estomperont.
- › **Nous pensons que le message de FCR se résume à son point de vue selon lequel tous les immeubles de commerce de détail ne sont pas égaux : ceux ayant une épicerie comme locataire pilier ont été stables, et FCR a eu une année de location moyenne, dans une année où peu de choses étaient moyennes.** La FPI a loué 2.8 Mpi², ce qui correspond largement aux années précédentes et est dû à la force de son équipe de location. Au sortir de la crise, FCR prévoit une forte demande de la part de détaillants bien capitalisés et opportunistes et voit la modeste augmentation du taux d'inoccupation en 2020 par rapport aux planchers records comme une réelle opportunité d'ajuster la composition des locataires dans ces immeubles pour les rendre meilleurs.
- › **Tricon utilise l'expérience acquise pendant la pandémie pour nourrir les activités futures de sa plateforme multirésidentielle, mettant un accent particulier sur les services aux locataires et la conception des immeubles.** Tricon dispose actuellement d'une réserve d'environ 3,700 unités à mettre sur le marché au cours des prochaines années. Par suite du lancement et de l'exploitation de The Selby pendant la pandémie, elle a dû être proactive avec les locataires, de sorte que The Selby a surpassé un groupe d'immeubles comparables de plus de 200 pb au chapitre du taux d'occupation et des variations de loyer. Tricon prévoit d'appliquer les leçons apprises pendant la COVID à ses projets en cours en maximisant l'espace intérieur des unités, en améliorant les systèmes CVC et en modifiant les commodités intérieures et les zones communes pour faciliter la distanciation sociale.

Matt Kornack, Tal Woolley		Cote du		Cap.	Cours	Distributions par part			Rend. des distributions				FPE dilués			C/FPE			12 mois				
Symb.	titre	Δ	(M)	Analyste		3-31	(A)	(A)	est.	2019A	2020A	2021E	courant	(A)	est.	est.	(A)	(A)	est.	VAN	Cible	Rend. total ⁽¹⁾	Δ
Détail																							
RioCan REIT	REI.un	RS	↔	\$6,008	Woolley	\$19.46	\$1.44	\$1.44	\$1.44	7.4%	7.4%	7.4%	5.0%	\$1.87	\$1.60	\$1.52	10.4x	12.2x	12.8x	\$22.40	\$21.00	15.3%	↔
Choice Properties REIT	CHP.un	RM	↔	\$9,486	Woolley	\$13.56	\$0.74	\$0.74	\$0.74	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	\$0.99	\$0.92	\$0.99	13.7x	14.7x	13.7x	\$12.20	\$13.50	5.0%	↔
First Capital REIT	FCR.un	RM	↔	\$3,613	Woolley	\$16.49	\$0.86	\$0.86	\$0.86	5.2%	5.2%	5.2%	2.6%	\$1.23	\$1.01	\$1.10	13.4x	16.4x	15.0x	\$17.10	\$16.50	5.3%	↔
SmartCentres REIT	SRU.un	RM	↔	\$4,568	Woolley	\$26.85	\$1.76	\$1.81	\$1.85	6.6%	6.8%	6.9%	6.9%	\$2.27	\$2.20	\$2.14	11.8x	12.2x	12.6x	\$28.60	\$27.00	7.3%	↔
CT REIT	CRT.un	RS	↔	\$3,610	Woolley	\$16.35	\$0.73	\$0.76	\$0.79	4.5%	4.6%	4.8%	4.9%	\$1.17	\$1.18	\$1.23	13.9x	13.9x	13.3x	\$15.50	\$18.00	14.7%	↔
Crombie REIT	CRR.un	RS	↔	\$2,400	Woolley	\$15.82	\$0.89	\$0.89	\$0.89	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	\$1.16	\$1.05	\$1.13	13.6x	15.0x	14.0x	\$14.40	\$16.50	9.9%	↔
Automotive Properties REIT	APR.un	RS	↔	\$455	Woolley	\$11.44	\$0.80	\$0.80	\$0.80	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	\$1.00	\$0.90	\$0.94	11.5x	12.7x	12.2x	\$10.00	\$12.00	12.8%	↔
Bureau & Diversifié																							
Allied Properties REIT	AP.un	RS	↔	\$5,194	Kornack	\$40.64	\$1.65	\$1.70	\$1.73	4.1%	4.2%	4.3%	4.2%	\$2.30	\$2.29	\$2.38	17.7x	17.7x	17.1x	\$47.25	\$44.50	13.7%	↔
DREAM Office REIT	D.un	RS	↔	\$1,182	Kornack	\$21.16	\$1.00	\$1.00	\$1.00	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	\$1.68	\$1.52	\$1.60	12.6x	13.9x	13.2x	\$24.60	\$22.00	8.7%	↔
Slate Office REIT	SOT.un	RM	↔	\$321	Kornack	\$4.39	\$0.40	\$0.40	\$0.40	9.1%	9.1%	9.1%	9.1%	\$0.76	\$0.68	\$0.63	5.8x	6.5x	7.0x	\$5.70	\$4.25	5.9%	↔
True North Commercial REIT	TNT.un	RM	↔	\$627	Kornack	\$6.87	\$0.59	\$0.59	\$0.59	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	\$0.57	\$0.59	\$0.60	12.0x	11.6x	11.5x	\$7.00	\$7.00	10.5%	↔
NorthWest H.P. REIT	NWH.un	RM	↔	\$2,294	Woolley	\$12.93	\$0.80	\$0.80	\$0.80	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	\$0.73	\$0.83	\$0.89	17.6x	15.5x	14.5x	\$11.00	\$13.50	10.6%	↔
H&R REIT	HR.un	RS	↔	\$4,303	Kornack	\$14.26	\$0.92	\$0.69	\$0.69	6.5%	4.8%	4.8%	4.8%	\$1.73	\$1.67	\$1.60	8.3x	8.5x	8.9x	\$19.75	\$16.75	22.3%	↔
Cominar REIT	CUF.un	RES		\$1,702	Kornack	\$9.33	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	↔
Artis REIT	AX.un	RM	↔	\$1,466	Kornack	\$10.84	\$0.54	\$0.54	\$0.56	5.0%	5.0%	5.1%	5.1%	\$1.41	\$1.41	\$1.34	7.7x	7.7x	8.1x	\$12.25	\$11.50	11.1%	↔
BTB REIT	BTB.un	RM	↔	\$266	Kornack	\$4.22	\$0.42	\$0.36	\$0.30	10.0%	8.5%	7.1%	7.1%	\$0.41	\$0.38	\$0.41	10.2x	11.0x	10.2x	\$3.90	\$4.25	9.2%	↑
Industriel																							
Granite REIT	GRT.un	OP	↔	\$4,714	Kornack	\$76.42	\$2.92	\$3.00	\$3.00	3.8%	3.9%	3.9%	3.9%	\$4.06	\$4.32	\$4.47	18.8x	17.7x	17.1x	\$75.15	\$88.50	19.7%	↔
DREAM Industrial REIT	DIR.un	RS	↔	\$2,570	Kornack	\$13.42	\$0.70	\$0.70	\$0.70	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	\$0.78	\$0.71	\$0.81	17.2x	18.9x	16.7x	\$14.00	\$14.75	15.1%	↔
WPT Industrial REIT	WIRU-T	RS	↔	\$673u	Kornack	\$15.10u	\$0.76u	\$0.76u	\$0.76u	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	\$0.88u	\$0.95u	\$1.07u	17.2x	15.9x	14.2x	\$15.30u	\$17.50u	20.9%	↔
Summit Industrial	SMU.un	RS	↔	\$2,391	Kornack	\$14.26	\$0.54	\$0.55	\$0.57	3.8%	3.9%	4.0%	3.8%	\$0.58	\$0.65	\$0.68	24.5x	21.9x	21.1x	\$13.90	\$16.00	16.1%	↔
Hôtels																							
American Hotel Income Properties	HOT.un	RM	↔	\$320	Woolley	\$4.10	\$0.65u	\$0.65u	\$0.65u	20.9%	20.9%	20.9%	20.9%	\$0.73u	(0.08)u	\$0.11u	4.3x	-40.2x	29.1x	\$2.90	\$4.25	24.5%	↑
Appartements																							
CAP REIT	CAR.un	RS	↔	\$9,245	Kornack	\$53.86	\$1.37	\$1.38	\$1.43	2.5%	2.6%	2.7%	2.6%	\$2.13	\$2.24	\$2.34	25.3x	24.0x	23.1x	\$54.64	\$62.00	17.7%	↔
Boardwalk REIT	BEI.un	RS	↔	\$1,853	Kornack	\$36.31	\$1.00	\$1.00	\$1.00	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	\$2.61	\$2.81	\$2.79	13.9x	12.9x	13.0x	\$45.10	\$44.00	23.9%	↔
Killam Apartment REIT	KMP.un	RS	↔	\$1,979	Kornack	\$18.51	\$0.65	\$0.68	\$0.70	3.5%	3.6%	3.8%	3.7%	\$0.98	\$1.00	\$1.02	18.9x	18.5x	18.1x	\$20.40	\$21.00	17.1%	↔
InterRent REIT	IIP.un	RS	↔	\$2,104	Kornack	\$14.79	\$0.31	\$0.32	\$0.32	2.1%	2.1%	2.2%	2.2%	\$0.49	\$0.48	\$0.52	30.3x	31.1x	28.2x	\$14.40	\$16.00	10.3%	↑
Minto Apartment REIT	MI.un	RM	↔	\$697	Kornack	\$21.71	\$0.41	\$0.41	\$0.41	1.9%	1.9%	1.9%	2.1%	\$0.78	\$0.86	\$0.92	28.0x	25.3x	23.6x	\$19.00	\$22.00	3.2%	↔
BSR REIT	HOM.un	RES		\$421u	Kornack	\$13.76u	\$0.50u	\$0.50u	\$0.50u	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	\$0.73u	\$0.61u	\$0.63u	18.8x	22.5x	21.9x	\$11.95u	\$13.00u	-1.9%	↔
ERES REIT	ERE.un	RS	↔	\$1,003	Kornack	\$4.33	\$0.17	\$0.17	\$0.17	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	\$0.19	\$0.20	\$0.21	23.4x	21.7x	20.5x	\$5.21	\$5.35	27.4%	↔
International																							
Inovalis REIT	INO.un	RM	↔	\$320	Kornack	\$9.54	\$0.83	\$0.83	\$0.83	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	\$0.85	\$0.66	\$0.66	11.2x	14.5x	14.5x	\$10.85	\$10.00	13.5%	↔
Résidences pour personnes âgées																							
Chartwell Retirement Residences	CSH.un	RS	↔	\$2,556	Woolley	\$11.71	0.59	0.60	0.60	5.0%	5.1%	5.1%	5.1%	0.92	0.73	0.77	12.7x	16.1x	15.1x	\$11.20	\$13.50	20.4%	↔
Sienna Senior Living	SIA	RS	↔	\$960	Woolley	\$14.32	0.90	0.92	0.94	6.3%	6.5%	6.5%	6.5%	1.38	1.03	1.04	10.3x	13.9x	13.8x	\$15.30	\$15.00	11.2%	↔
Extendicare	EXE	RM	↔	\$689	Woolley	\$7.70	0.48	0.48	0.48	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	0.52	0.80	0.33	14.9x	9.6x	23.6x	\$7.30	\$7.00	-2.9%	↔
Invesque	IVQu	RM	↔	\$159u	Woolley	\$2.85u	\$0.74u	\$0.74u	\$0.74u	25.8%	25.8%	25.8%	0.0%	\$0.75u	\$0.70u	\$0.58u	3.8x	4.1x	4.9x	\$2.50u	\$2.75u	22.3%	↑
Entreposage libre-service																							
StorageVault Canada	SVL.V	RS	↔	\$1,701	Woolley	\$4.65	\$0.01	\$0.01	\$0.01	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	\$0.09	\$0.12	\$0.12	52.5x	39.7x	37.4x	\$3.45	\$4.50	-3.0%	↔
MHC																							
Flagship Communities REIT	MHCu	RS	↔	\$192u	Woolley	\$15.20u	n/a	n/a	\$0.51u	n/a	n/a	3.4%	3.4%	n/a	n/a	\$0.87u	n/a	n/a	17.5x	\$16.90u	\$19.00u	28.4%	↑
Gestion d'actifs																							
Tricon Capital Group	TCN	RS	↔	\$2,933u	Woolley	\$12.86	\$0.28	\$0.28	\$0.28	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	\$0.42u	\$0.42u	\$0.44u	19.9x	19.9x	19.0x	\$13.89	\$14.00	11.0%	↔

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

Source: Rapports des sociétés, FBN, Refinitiv

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

u = dollars US

Métaux et minerais : métaux communs



Don DeMarco
Analyste
416 869-7572

—
Adjointe :
Harmen Puri : 416 869-8045



Shane Nagle, CFA
Analyste
416 869-7936

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

Sélections

- › [First Quantum](#)
- › [Capstone Mining](#)
- › [Teck Resources](#)

La volatilité des prix devrait persister en 2021

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

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

Premiers choix :

› [First Quantum Minerals Ltd. \(FM: TSX\)](#)

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 toujours un titre prisé parmi les producteurs de cuivre. 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 cessions stratégiques permettraient de réduire l'endettement ainsi que 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 Corp. \(CS: TSX\)](#)

Capstone devrait produire plusieurs éléments catalyseurs qui entraîneront de meilleures perspectives de croissance à court terme, avec notamment des initiatives visant à

atteindre un débit durable des installations de traitement de Pinto Valley de 57,000 t/j d'ici le milieu de l'année et une extension de la durée de vie de la mine de Cozamin en y intégrant une nouvelle usine de remblai à pâte. Pinto Valley/Cozamin devraient connaître une croissance de la production d'environ 30% et une baisse des coûts d'environ 10% d'ici 2023. En outre, avec les ventes de flux d'argent de Cozamin et de flux d'or de Santo Domingo, la société a éliminé sa dette nette et continue de faire progresser ses ententes de partenariat/financement pour libérer une croissance qui transformera la société à Santo Domingo.

› [Ressources Teck \(TECK.B: TSX\)](#)

À court terme, Teck assurera sa croissance grâce à l'optimisation de sa division de charbon après la complétion du terminal Neptune au premier semestre de 2021 et la livraison régulière de charbon (environ 20% des ventes) à la Chine, à des prix bien plus élevés que ceux du charbon cokéfiabable transporté par voie maritime. Avec l'avancement des travaux à QB2, qui devraient être terminés en 2023, la société fera presque doubler sa production de cuivre, augmentant ainsi son exposition au cuivre à long terme, tandis que la conjoncture actuelle est propice à l'éventuelle monétisation de plusieurs projets de cuivre non essentiels ou à un stade peu avancé auxquels est attribuée une valeur nulle ou minime.

Métaux et minerais : métaux communs

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

Symbole	Cote du Titre	Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 3/31	12 mois		Analyste	BPA			C/B		FTP			C/FT		Valeur Actif		
						Cours	Cible		Δ	(A) Dern.Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	(A) Dern.Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex.1	Ex.2	Net	C/VAN
Production																					
Capstone Mining	CS	RS	1,693	408.9	4.14	4.50	-	Nagle	0.07u	0.39u	0.45u	7.9x	9.3x	0.34u	0.64u	0.63u	4.9x	4.9x	4.02	1.0x	
Copper Mountain Mining	CMMC	RS	646	207.7	3.11	3.25	-	Nagle	0.11u	0.58u	0.52u	5.4x	6.0x	0.61u	1.03u	0.89u	3.0x	3.5x	4.15	0.7x	
Ero Copper	ERO	RM	1,877	86.8	21.63	24.00	-	Nagle	0.97u	1.37u	2.01u	11.9x	10.7x	1.54u	2.19u	2.79u	7.4x	5.8x	27.70	0.8x	
First Quantum Minerals	FM	RS	16,533	690.3	23.95	29.00	-	Nagle	(0.07)u	1.35u	2.09u	13.3x	11.5x	2.64u	4.32u	4.99u	4.2x	3.6x	23.23	1.0x	
Hudbay Minerals	HBM	RM	2,247	261.3	8.60	11.50	-	Nagle	(0.44)u	0.18u	0.63u	35.2x	13.7x	0.93u	1.99u	2.62u	3.2x	2.5x	8.05	1.1x	
Lundin Mining	LUN	RM	9,517	736.0	12.93	15.50	-	Nagle	0.31u	0.96u	1.25u	10.1x	10.4x	1.00u	1.92u	2.06u	5.1x	4.7x	11.56	1.1x	
Nexa Resources	NEXA	RM	1,757	132.4	13.27	15.00	-	Nagle	(0.82)u	0.90u	1.15u	11.0x	11.5x	1.44u	3.37u	3.96u	3.0x	2.5x	29.61	0.4x	
Sherritt International	S	RM	250	397.3	0.63	0.60	-	DeMarco	(0.34)c	(0.23)c	0.02c	n/a	26.9x	0.03c	0.03c	0.11c	21.7x	5.7x	0.60	1.0x	
Taseko Mines	TKO	RM	607	282.1	2.15	2.65	-	Nagle	(0.11)c	0.05c	0.05c	39.7x	42.2x	0.44c	0.54c	0.54c	4.0x	4.0x	3.94	0.5x	
Teck Resources	TECKb	RS	12,771	530.6	24.07	30.00	-	Nagle	1.05c	3.36c	3.27c	7.2x	7.4x	3.38c	6.69c	6.52c	3.6x	3.7x	27.74	0.9x	
Trevali Mining	TV	RM	193	989.1	0.20	0.25	-	Nagle	(0.03)c	0.06c	0.06c	2.5x	3.1x	0.01c	0.12c	0.11c	1.2x	1.3x	0.44	0.4x	
Sociétés de mise en valeur																					
Adventus Mining	ADZN	RS	131	131.1	1.00	1.65	-	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	2.04	0.5x	
Filo Mining	FIL	RS	348	110.8	3.14	3.50	-	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	5.35	0.6x	
Nevada Copper	NCU	RM	260	1,488.3	0.18	0.20	-	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.43	0.4x	
Josemaria Resources	JOSE	R	R	R	R	R	-	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	R	-	
Trilogy Metals	TMQ	RS	386	143.0	2.70	4.00	-	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	4.66	0.6x	

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

u = dollars US; c = dollars canadiens

Source: Rapports des sociétés, Estimations FBN, Refinitiv

Métaux et minerais : métaux précieux



Don DeMarco
Analyste
416 869-7572

—
Adjointe :
Harmen Puri : 416 869-8045



Shane Nagle, cfa
Analyste
416 869-7936

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



Michael Parkin
Analyste
416 869-6766

—
Adjoints :
Alessandro Cairo : 416 869-8511
Jonathan Ejilo : 416 507-8177
Rabi Nizami : 416 869-7925

L'inflation pourrait entraîner une reprise de l'or

On s'attend généralement à une hausse de l'inflation aux États-Unis, ce qui pourrait comprimer le taux réel et faire monter le prix de l'or.

Les répercussions économiques de la COVID-19 ont forcé les gouvernements à adopter de vastes programmes de stimulation pour protéger leurs économies. En plus de ces mesures, les taux d'intérêt ont été réduits et des mesures de soutien sans précédent ont été approuvées. Cependant, les taux des obligations du Trésor américain de 10 ans ont monté récemment, ce qui améliore la tendance pour le taux réel américain et se répercute négativement sur le prix de l'or au comptant depuis le début de l'année. Bien que les campagnes de vaccination mondiales aient commencé, la Fed américaine continue de plaider pour maintenir les taux d'intérêt faibles et poursuit son programme d'assouplissement quantitatif, se concentrant sur la création d'emplois par tous les moyens tout en acceptant de voir monter l'inflation au-delà du taux cible de la Fed pour un certain temps. Selon nous, la hausse du taux d'inflation aux États-Unis pourrait potentiellement largement compenser l'augmentation du taux des obligations du Trésor américain de 10 ans et faire baisser davantage le taux réel sous zéro, ce qui profiterait au prix de l'or au comptant et aux actions aurifères.

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 :

- › **Dundee Precious Metals Inc.**
(DPM : TSX; cours cible de CA\$14.00)
- › **Endeavour Mining Corp.**
(EDV : TSX; cours cible de CA\$58.00)
- › **Kinross Gold Corp. (K : TSX; cours cible de CA\$16.00)**
- › **New Gold Inc. (NGD : TSX; cours cible de CA\$4.00)**
- › **SSR Mining Inc. (SSRM : TSX; cours cible de CA\$39.00)**

Sociétés de redevances :

- › **Sandstorm Gold Ltd.**
(SSL : TSX; cours cible de CA\$13.50)

Métaux et minerais : métaux précieux

Symbole	Cote du Titre	Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	12 mois			Analyste	BPA			C/B		FTPA			C/FT		Valeur			
					Cours 3/31	Cours Cible	Δ		(A)	est.	est.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	Dern.Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	Actif Net	C/VAN
Grands producteurs (production >1 Moz)																						
Agnico-Eagle Mines Ltd	AEM	RS	17,607	242.35	72.65	109.00		Parkin	0.96u	1.85u	3.61u	31.4x	16.0x	3.64u	5.07u	5.07u	11.4x	11.4x	60.21	1.2x		
Barrick Gold	ABX	RS	44,329	1,778.13	24.93	40.00		Parkin	0.51u	1.10u	1.14u	18.0x	17.4x	1.81u	3.07u	3.07u	6.5x	6.5x	23.02	1.1x		
Kinross Gold Corp	K	RS	10,694	1,277.67	8.37	16.00		Parkin	0.31u	0.70u	0.88u	9.5x	7.6x	0.80u	1.29u	1.29u	5.1x	5.1x	14.15	0.6x		
Kirkland Lake Gold Corp	KL	RM	11,205	264.02	42.44	56.00		Parkin	2.74u	3.37u	3.47u	10.0x	9.8x	4.46u	4.75u	4.75u	7.1x	7.1x	34.52	1.2x		
Newmont	NGT	RS	60,208	795.56	75.68	109.00		Parkin	1.32u	2.50u	3.50u	24.1x	17.2x	4.31u	6.00u	6.00u	10.0x	10.0x	56.60	1.3x		
Sociétés de redevances																						
Franco-Nevada Corp	FNV	RM	30,054	190.8	157.49	205.00		Nagle	1.82u	2.48u	2.75u	47.7x	57.3x	3.36u	4.00u	4.48u	29.6x	26.4x	74.33	2.1x		
Maverix Metals Inc	MMX	RM	926	140.2	6.60	8.00		Nagle	0.08u	0.08u	0.05u	n/a	126.9x	0.27u	0.26u	0.25u	25.6x	26.6x	5.16	1.3x		
Osisko Gold Royalties Ltd	OR	RS	2,306	166.6	13.84	23.00		Nagle	0.26u	0.48u	0.65u	n/a	21.3x	0.65u	1.04u	1.23u	13.4x	11.3x	18.54	0.7x		
Royal Gold Inc	RGLD	RM	7,021	65.2	107.62u	150.00u		Nagle	2.91u	3.35u	3.85u	32.1x	28.0x	6.10u	6.86u	13.3x	11.8x	75.87	1.4x			
Sandstorm Gold Ltd	SSL	RS	1,666	195.3	8.53	13.50		Nagle	0.11u	0.20u	0.30u	32.1x	28.4x	0.36u	0.39u	0.50u	16.4x	12.8x	10.32	0.8x		
Wheaton Precious Metals Corp	WPM	RS	21,565	449.3	48.00	85.00		Nagle	0.56u	1.10u	1.47u	32.8x	32.7x	1.14u	1.70u	2.01u	21.2x	18.0x	28.12	1.7x		
Producteurs intermédiaires (production >250 Koz)																						
Alamos Gold Inc	AGI	RS	3,845	391.55	9.82	14.50		Parkin	0.21u	0.40u	0.54u	19.8x	14.5x	0.75u	0.95u	0.95u	8.2x	8.2x	11.45	0.9x		
B2Gold	BTO	RS	5,698	1,030.4	5.53	10.25		DeMarco	0.25u	0.48u	0.45u	11.6x	12.3x	0.51u	0.82u	0.77u	6.7x	7.2x	5.34	1.0x		
Centerra Gold Inc	CG	RS	3,290	295.83	11.12	20.00		Parkin	1.60u	2.64u	1.97u	3.3x	4.5x	1.36u	2.87u	2.72u	3.1x	3.3x	21.04	0.5x		
Dundee Precious Metals	DPM	RS	1,358	181.3	7.49	14.00		DeMarco	0.26u	0.99u	1.00u	7.6x	7.5x	0.62u	1.39u	1.82u	5.4x	4.1x	10.84	0.7x		
Eldorado Gold Corp	ELD	RS	2,457	180.91	13.58	20.50		Parkin	(0.02)u	0.99u	0.81u	13.7x	16.9x	0.93u	2.41u	2.41u	4.5x	4.5x	21.23	0.6x		
Endeavour Mining	EDV	RS	3,845	163.1	23.58	58.00		DeMarco	0.68u	2.14u	2.79u	11.0x	8.5x	2.68u	5.04u	5.76u	4.7x	4.1x	40.30	0.6x		
Equinox Gold Corp	EQX	RM	2,966	296.0	10.02	16.00		Parkin	(0.13)u	0.64u	0.98u	15.6x	10.2x	0.68u	1.23u	1.82u	8.1x	5.5x	16.12	0.6x		
IAMGOLD Corp	IMG	RS	1,772	473.80	3.74	6.50		Parkin	(0.03)u	0.25u	0.50u	11.8x	5.9x	0.75u	0.82u	0.82u	3.6x	3.6x	8.14	0.5x		
Lundin Gold Inc.	LUG	RS	2,269	230.6	9.84	13.75		Egilo	0.47u	0.81u	0.67u	12.1x	14.8x	0.80u	2.08u	1.68u	4.7x	5.8x	12.22	0.8x		
New Gold Inc	NGD	RS	1,312	676.05	1.94	4.00		Parkin	(0.08)u	0.01u	0.27u	256.3x	7.3x	0.39u	0.39u	0.39u	3.9x	3.9x	3.92	0.5x		
OceanaGold Corp	OGC	RS	1,316	703.99	1.87	3.50		Parkin	0.06u	(0.10)u	0.16u	n/a	12.0x	0.33u	0.32u	0.32u	4.7x	4.7x	3.28	0.6x		
Pretium Resources	PVG	RM	2,307	188.0	12.27	17.00		DeMarco	0.54u	0.97u	1.05u	12.6x	11.6x	1.13u	1.76u	1.76u	7.0x	7.0x	15.29	0.8x		
SSR Mining Inc	SSRM	RS	3,942	219.36	17.97	39.00		Parkin	0.74u	1.53u	2.31u	9.3x	6.2x	1.59u	2.30u	2.30u	6.2x	6.2x	35.27	0.5x		
Yamana Gold Inc	YRI	RM	5,386	986.45	5.46	7.50		Parkin	0.10u	0.30u	0.30u	14.7x	14.5x	0.51u	0.69u	0.69u	6.3x	6.3x	4.98	1.1x		
Producteurs d'argent																						
Aya Gold and Silver	AYA	RS	539	92.2	5.85	7.50		DeMarco	(0.05)u	0.01u	0.07u	-	-	1.18u	0.00u	0.09u	-	66.0x	4.16	1.4x		
First Majestic Silver Corp	FR	RM	4,575	214.9	21.29	21.50		DeMarco	0.03u	0.23u	0.36u	93.5x	59.6x	0.53u	0.54u	0.77u	39.5x	27.6x	6.86	3.1x		
Fortuna Silver Mines Inc	FVI	RM	1,667	184.0	9.06	13.50		DeMarco	0.18u	0.16u	0.83u	58.4x	10.9x	0.45u	0.43u	1.46u	21.1x	6.2x	7.01	1.3x		
Pan American Silver	PAAS	RM	8,509	210.1	40.50	55.00		DeMarco	0.60u	0.93u	2.06u	43.6x	19.7x	1.60u	1.76u	3.29u	23.0x	12.3x	24.63	1.6x		
Petits producteurs (production <250 Koz)																						
Argonaut Gold Inc.	AR	ER	-	-	-	-		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
Golden Star Resources	GSC	RS	422	109.6	3.85	8.00		DeMarco	0.21u	0.34u	0.63u	11.3x	6.1x	0.40u	0.81u	0.82u	4.8x	4.7x	7.08	0.5x		
K92 Mining Inc.	KNT	RS	1,390	218.9	6.35	12.25		Egilo	0.15u	0.20u	0.31u	31.6x	20.4x	0.24u	0.34u	0.40u	18.7x	15.8x	9.51	0.7x		
Wesdome Corp.	WDO	RS	1,113	138.4	8.04	15.00		DeMarco	0.32u	0.44u	0.69u	18.5x	11.7x	0.56u	0.71u	1.13u	11.4x	7.1x	10.03	0.8x		
Sociétés de mise en valeur																						
Artemis Gold Inc.	ARTG	RS	681	122.7	5.55	10.00		DeMarco	0.00u	(0.07)u	(0.04)u	-	-	0.00u	(0.15)u	(0.07)u	-	-	8.48	8.48		
Barsele Minerals Corp.	BME	ER	-	-	-	-		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
Bluestone Resources Inc.	BSR	ER	-	-	-	-		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
Falco Resources Ltd.	FPC	ER	-	-	-	-		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
Integra Resources Corp.	ITR	ER	-	-	-	-		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
Liberty Gold Corp	LGD	ER	-	-	-	-		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
MAG Silver Corp	MAG	RS	2,119	91.2	23.24	35.00		DeMarco	(0.06)u	(0.18)u	0.60u	-	38.8x	(0.04)u	(0.04)u	0.81u	-	28.7x	19.72	1.2x		
Marathon Gold Corp.	MOZ	ER	-	-	-	-		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
Minera Alamos	MAI	ER	-	-	-	-		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
O3 Mining Inc.	OIII	RS	150	60.2	2.50	4.75		DeMarco	(0.09)u	(0.20)u	(0.16)u	-	-	(0.09)u	(0.20)u	(0.16)u	-	-	6.13	0.4x		
Osisko Development	ODV	RS	925	128.3	7.21	11.00		DeMarco	0.00u	-	0.25u	-	-	(0.02)u	-	0.25u	-	28.9x	9.89	0.7x		
Osisko Mining	OSK	RS	923	340.7	2.71	6.25		DeMarco	(0.16)u	(0.03)u	(0.03)u	-	-	(0.00)u	(0.02)u	(0.02)u	-	-	4.99	0.5x		
Pure Gold Mining Inc.	PGM	ER	-	-	-	-		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
Sabina Gold and Silver Corp.	SBB	RS	590	326.1	1.81	4.00		Egilo	(0.02)u	(0.01)u	(0.01)u	n/a	n/a	(0.01)u	(0.01)u	(0.01)u	n/a	n/a	3.99	0.5x		
SilverCrest Metals	SIL	RS	1,303	128.5	10.14	17.25		DeMarco	(0.22)u	(0.22)u	(0.03)u	-	-	(0.19)u	(0.21)u	(0.00)u	-	-	9.92	1.0x		

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

u = dollar US; c = dollars canadiens

Source: Rapports des sociétés, Estimations FBN, Refinitiv

Moyennes sociétés et services pétroliers



Dan Payne
Analyste
403 290-5441

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

Grandes capitalisations



Travis Wood
Analyste
403 290-5102

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

Sélections

- › *Cenovus*
- › *Tourmaline*
- › *Parex*

Perspectives dans le secteur du pétrole brut

Sur un élan d'optimisme, la dynamique des prix du pétrole brut s'est poursuivie depuis le début de l'année, portée par les nouvelles positives des essais fructueux des vaccins – contrebalancées cependant par la progression des variants de la COVID et les mesures de confinement, en particulier en UE –, dont les premières sont arrivées au début de novembre. Le pétrole WTI a commencé l'année à US\$49 le baril et est actuellement en hausse de 25% depuis le début de l'année, à près de US\$60, c'est-à-dire au-dessus de ce que nous considérons comme étant le point d'inflexion psychologique et économique pour les producteurs de US\$50 le baril. La hausse des prix de ce produit de base est largement attribuable au groupe OPEP+ et au maintien de ses mesures de restriction des approvisionnements, de même qu'aux espoirs d'une reprise économique alimentés par le déploiement de campagnes de vaccination efficaces. Début janvier, l'Arabie saoudite a fait l'annonce surprise de réduire unilatéralement sa production de 1 Mb/j jusqu'en février et en mars afin de maintenir la stabilité des prix face aux mesures de confinement croissantes et à la menace de la souche mutante de la COVID. Cependant, l'effet a été en partie contrebalancé par une légère hausse de la production en Russie et au Kazakhstan. L'OPEP+ devrait maintenant augmenter progressivement sa production de pétrole entre mai et juillet, ce qui se traduira par l'ajout de 2 Mb/j (+350,000 bep/j en mai) sur le marché, étant prévu que la demande du produit augmente de 3 Mb/j; ces projections tiennent compte de l'annulation par l'Arabie saoudite de sa décision unilatérale de réduire sa production de 1 Mb/j (+250,000 bep/j en mai). Pour le moment, le marché pétrolier semble tenir compte de cela, les prix ayant fortement remonté bien au-delà des niveaux économiques pour tous les prix à terme. Cependant, les producteurs tout comme les fournisseurs de services continuent d'appliquer des politiques de dépenses disciplinées et modérées (inférieures aux niveaux d'avant la pandémie), ce qui se reflète dans les faibles niveaux d'activité des puits en Amérique du Nord (en baisse de 50% a/a et égaux au dernier creux cyclique), ce qui devrait maintenir les volumes à des niveaux faibles. Au Canada, les perspectives sont relativement positives, celles de la demande et du différentiel s'orientant favorablement vers le pétrole

brut lourd (baisse des volumes de pétrole mexicains et vénézuéliens dans le golfe du Mexique; demande d'affinage complexe). Le marché intérieur a généralement dépassé le thème de la volatilité des prix et des pipelines, les volumes ayant largement renoué avec leurs niveaux d'avant la pandémie, avec une solide demande de pétrole brut lourd aux États-Unis contigus (comme indiqué ci-dessus). Avec cette toile de fond internationale et nationale, nous restons prudemment optimistes en ce qui concerne le complexe pétrolier mondial et nous considérons que le deuxième semestre de 2021 pourrait être une période décisive où les prix du brut seront remontés aux niveaux de milieu de cycle. Nos prévisions pour 2021 concernant le WTI continuent de se situer à US\$59.25 le baril, ce qui correspond généralement aux prix à terme de US\$59.00 le baril.

Perspectives dans le secteur du gaz naturel

Les prix du gaz naturel continuent de diminuer à mesure que l'hiver (saison intermédiaire) décline, et il reste à savoir comment la dynamique des prix du gaz naturel évoluera sur le long terme en raison des prévisions d'un sous-approvisionnement du marché; comme prévu, les prix ont diminué (-20% m/m) après le pic de la saison. L'activité de forage limitée aux États-Unis a entraîné une baisse de l'offre d'environ 2 à 3 Gpi³/j (les volumes sont toujours en repli de 6 à 7 Gpi³/j par rapport au pic du T4 2019), tandis que la consommation reste élevée grâce aux exportations de GNL qui avoisinent les 11 Gpi³/j et plus. Avec cela, les perspectives de l'EIA ont plus de corps, l'administration maintenant largement ses prévisions d'un déséquilibre tout au long de sa période de pronostics étendue à 2022e (-0.8 Gpi³/j comparativement à -1.2 Gpi³/j auparavant). Le marché semble relativement bien soutenu à court et à moyen terme et sa structure semble avoir nettement changé, si bien que, dans les prévisions de l'EIA, les stocks devraient inverser la tendance et commencer à baisser pour terminer l'hiver sur un déficit de 22% (15% auparavant). Cependant, et comme toujours, les conditions météorologiques seront le facteur déterminant qui conditionnera la réalisation des prévisions. Dans l'ensemble, le sous-approvisionnement du marché persiste (il devrait toutefois concerner principalement l'hiver prochain)

et continue de faire monter les prévisions de prix, qui se situent autour de \$3.25/kpi³ jusqu'en 2022 (largement inchangées), soit 15% à 20% au-dessus des prix à terme. Au Canada, la REC (Régie de l'énergie du Canada, ONÉ) a refusé de prolonger le protocole de service temporaire (PST) du réseau de transport de gaz Nova, qui avait été en grande partie à l'origine de la récente normalisation des prix de base AECO (permettant au gaz d'être injecté dans les stocks, en particulier pendant les périodes de maintenance); à titre d'information, la base n'a pas beaucoup évolué de ses niveaux extrêmement solides (prix à terme 2021 à -US\$0.65/kpi³). Nous continuons de croire que le gaz AECO devrait être plus résilient et dans une position structurellement plus solide que ces dernières années, en raison d'une préférence donnée aux marchés de l'Ouest (alimentée par la dynamique de l'offre et de la demande). Nos hypothèses de prix pour 2021 pour les gaz NYMEX et AECO s'élèvent à US\$3.00/kpi³ et CA\$3.10/kpi³, ce qui est légèrement supérieur aux niveaux actuels des prix à terme de US\$2.70/kpi³ et CA\$2.75/kpi³, respectivement.

Nous ne nous attendons pas à des changements notables dans les stratégies d'affaires des sociétés canadiennes d'exploration et de production au cours de l'année 2021. L'ère de la croissance endogène soutenue est maintenant bien révolue, victime des prix bas des matières premières, des contraintes d'acheminement, des mesures d'assainissement des bilans et des pressions exercées par les actionnaires pour obtenir plus de rendements. Nous continuons de croire que la valeur opportuniste reste concentrée dans les entreprises dont les stratégies peuvent être répétées pour faire croître les marges (rationalisation, gains de synergie et d'efficacité et autres) ou assurer la faible croissance en efficacité du capital, ce qui peut compenser les obstacles à la valorisation à long terme pour soutenir la valeur en cas de stabilité ou de baisse des ratios.

Premiers choix

Cenovus Energy Inc. (CVE: TSX/NYSE)

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

Tourmaline Oil Corp. (TOU: TSX)

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

Parex Resources Inc. (PXT: TSX)

Soutenue par une base d'actifs classique très productive et à faible taux d'épuisement, Parex devrait inscrire une année de plus de croissance entièrement financée, reverser du capital aux actionnaires par des rachats d'actions importants tout en investissant dans des options futures avec un programme de prospection comprenant des réserves qui ont crû de manière prévisible au cours de la dernière décennie. Sur notre horizon de prévision, nous nous attendons à ce que Parex dégage des FTD supérieurs aux besoins d'investissements en immobilisations de croissance et de maintien et reverse une grande partie à ses actionnaires grâce à son programme de rachat d'actions (dont nous estimons qu'il concernera 10% des actions).

Symb.	Cote du titre	Δ	Analyste	Actions e.c. (M)	Cours 3/31	Cap. bours. (M)	Rend. (%)	VE/FTCD			Dette nette/FT		FTPA dilués			C/FTPA		12 mois Cours		Δ
								2018A	est. 2019E	est. 2020E	2019E	2020E	est. 2018A	est. 2019E	est. 2020E	2019E	2020E	Cible	Rend.	
Grandes sociétés/Intégrées																				
CNQ	RS		Wood	1183.9	\$38.85	\$45,993	5%	5.7x	8.9x	4.6x	4.0x	1.1x	\$8.60	\$4.40	\$10.29	6.2x	3.8x	\$50.00	34%	
Cenovus Energy	CVE	RS	Wood	2017.4	\$9.44	\$19,044	0%	5.0x	28.3x	4.4x	46.4x	1.6x	\$3.01	\$0.12	\$2.94	55.9x	3.2x	\$13.50	43%	
Ovintiv Inc (US\$)	OW	RS	Wood	259.8	\$23.82	\$6,189	2%	6.4x	4.4x	3.6x	3.9x	1.8x	\$11.22	\$7.42	\$10.91	1.3x	2.2x	\$27.00	15%	
Imperial Oil	IMO	RM	Wood	734.1	\$30.44	\$22,345	3%	8.3x	27.4x	3.5x	4.3x	-0.1x	\$4.59	\$1.20	\$8.39	24.6x	3.6x	\$38.00	28%	
Suncor Energy	SU	RM	Wood	1501.0	\$26.27	\$39,430	3%	6.8x	10.1x	4.1x	3.7x	0.9x	\$6.93	\$2.66	\$7.35	8.9x	3.5x	\$33.00	29%	
Grandes cap./Cap. Moyennes																				
Advantage Oil & Gas	AAV	RS	Payne	193.4	\$2.37	\$458	0%	4.1x	5.1x	2.7x	2.4x	0.8x	\$0.83	\$0.56	\$1.16	3.5x	2.1x	\$4.00	69%	
ARC Resources Ltd.	ARX	RS	Wood	722.7	\$7.72	\$5,579	3%	4.9x	3.9x	4.3x	1.1x	1.1x	\$1.97	\$1.89	\$2.78	3.0x	3.4x	\$13.00	72%	
Baytex Energy	BTE	RM	Payne	567.3	\$1.31	\$743	0%	3.0x	5.4x	3.6x	5.9x	2.9x	\$1.62	\$0.56	\$0.96	1.3x	1.4x	\$1.75	34%	
Birchcliff Energy	BIR	RS	Payne	265.9	\$2.61	\$694	1%	4.1x	6.0x	2.7x	4.1x	1.2x	\$1.26	\$0.69	\$1.69	2.2x	1.5x	\$4.75	83%	
Crescent Point Energy Corp.	CPG	RS	Wood	580.0	\$5.24	\$3,039	0%	2.7x	3.9x	3.6x	2.6x	1.6x	\$3.35	\$1.65	\$2.39	1.7x	2.3x	\$7.50	43%	
Enerplus Corporation	ERF	RS	Wood	255.6	\$6.31	\$1,613	2%	3.6x	3.5x	3.1x	1.5x	1.0x	\$3.04	\$1.61	\$2.74	2.3x	2.3x	\$9.50	52%	
Freehold Royalties	FRU	RS	Wood	131.6	\$7.25	\$954	5%	9.7x	7.8x	6.9x	0.9x	-0.1x	\$1.00	\$0.61	\$1.05	7.2x	7.0x	\$9.00	29%	
Headwater Exploration	HWX	RS	Payne	215.3	\$3.91	\$842	0%	-0.3x	89.2x	9.4x	-9.2x	-0.9x	\$0.09	\$0.06	\$0.39	64.2x	10.1x	\$4.50	15%	
Kelt Exploration	KEL	RS	Payne	188.6	\$2.66	\$502	0%	5.6x	4.9x	4.5x	-0.4x	-0.1x	\$0.99	\$0.31	\$0.58	6.3x	4.6x	\$4.00	50%	↑
MEG Energy	MEG	RM	Wood	302.7	\$6.52	\$1,974	0%	4.6x	7.7x	7.0x	10.0x	6.2x	\$2.41	\$0.92	\$1.38	4.3x	4.7x	\$8.00	23%	
NuVista Energy	NVA	RS	Payne	225.7	\$2.37	\$535	0%	4.3x	4.2x	3.9x	3.8x	2.1x	\$1.18	\$0.70	\$1.05	1.6x	2.3x	\$3.00	27%	
Paramount Resources	POU	RM	Payne	121.5	\$10.17	\$1,236	0%	4.9x	6.1x	3.9x	5.7x	1.4x	\$2.29	\$1.12	\$3.30	2.7x	3.1x	\$13.50	33%	
Parex Resources	PXT	RS	Wood	117.8	\$22.41	\$2,639	0%	3.7x	6.3x	2.4x	-1.1x	-1.0x	\$5.02	\$2.96	\$6.33	7.6x	3.5x	\$35.00	56%	
Payto Exploration & Development	PEY	RS	Wood	164.9	\$5.33	\$879	1%	5.2x	5.9x	3.7x	5.5x	2.3x	\$1.95	\$1.29	\$2.88	2.0x	1.9x	\$8.00	51%	
PrairieSky Royalty	PSK	RM	Wood	223.3	\$13.55	\$3,026	2%	18.4x	15.4x	14.2x	0.3x	-0.5x	\$0.94	\$0.64	\$0.92	15.3x	14.7x	\$15.00	13%	
Seven Generations	VII	AO	Wood	333.4	\$8.50	\$2,834	0%	3.4x	3.3x	3.3x	2.2x	1.2x	\$3.98	\$2.56	\$3.48	1.6x	2.4x	\$14.00	65%	
Spartan Delta	SDE	RS	Payne	127.1	\$3.95	\$502	0%	-92.2x	6.9x	2.7x	0.3x	-0.7x	-\$0.89	\$0.67	\$1.34	0.0x	0.0x	\$6.75	71%	↑
Storm Resources	SRX	RM	Payne	121.9	\$2.73	\$333	0%	5.3x	5.2x	3.1x	2.3x	0.7x	\$0.49	\$0.47	\$1.08	0.0x	0.0x	\$4.00	47%	
Tamarack Valley Energy	TVE	RS	Payne	300.2	\$2.37	\$711	0%	3.0x	3.6x	3.7x	1.8x	0.8x	\$0.97	\$0.55	\$0.77	1.8x	3.1x	\$3.50	48%	↑
Topaz Energy	TPZ	RS	Payne	113.0	\$14.56	\$1,645	5%	-1.7x	14.7x	11.4x	-2.7x	-0.9x	\$11.16	\$0.98	\$1.19	14.0x	12.2x	\$18.00	29%	
Tourmaline Oil	TOU	RS	Payne	287.0	\$23.92	\$6,864	3%	4.9x	4.9x	3.4x	1.5x	0.4x	\$4.43	\$4.36	\$7.55	3.3x	3.2x	\$37.50	59%	
Vermilion Energy Inc.	VET	RM	Wood	158.7	\$9.13	\$1,449	0%	6.2x	5.6x	3.9x	4.0x	2.2x	\$5.82	\$3.18	\$4.45	2.5x	2.1x	\$9.50	4%	
Whitecap Resources	WCP	RS	Wood	598.8	\$5.52	\$3,305	3%	4.2x	4.8x	4.6x	2.5x	1.1x	\$1.64	\$1.07	\$1.50	2.9x	3.8x	\$8.00	48%	
Petites capitalisations																				
Crew Energy	CR	RM	Payne	159.8	\$1.18	\$189	0%	4.1x	6.5x	3.5x	8.7x	2.7x	\$0.53	\$0.27	\$0.88	1.4x	1.3x	\$1.50	27%	
Pipestone Energy	PIPE	RM	Payne	278.7	\$1.62	\$451	0%	32.4x	6.8x	3.6x	4.2x	1.0x	\$0.01	\$0.15	\$0.59	4.9x	2.8x	\$2.50	54%	
Surge Energy	SGY	RS	↑ Payne	361.7	\$0.61	\$221	0%	4.0x	6.1x	4.8x	6.4x	2.8x	\$0.55	\$0.18	\$0.27	2.3x	2.3x	\$0.90	48%	↑
Yangarra Resources	YGR	RM	Payne	87.4	\$1.12	\$98	0%	3.2x	4.5x	2.6x	4.3x	1.9x	\$1.08	\$0.53	\$1.07	1.2x	1.0x	\$1.50	34%	

*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 3/31	BAIIA (M)			VE/BAIIA			Dette nette / BAIIA			12 mois cours			Δ
							2019	2020e	2021e	2019	2020e	2021e	2019	2020e	2021e	Cible	Rend.		
Services pétroliers																			
CES Energy Solutions Corp.	CES	RM	Payne	\$ 422.73	262.6	\$1.61	\$ 83.3	\$ 116.6	\$ 126.4	5.7x	5.3x	3.9x	4.6x	2.2x	1.7x	\$2.30	43%	↑	
National Energy Services Reunited	NESR	RS	Payne	\$ 1,111.77	89.9	\$12.37	\$ 213.2	\$ 248.3	\$ 292.7	7.0x	5.7x	4.4x	1.5x	1.0x	0.4x	\$14.00	13%		
Precision Drilling Corp.	PD	RM	Payne	\$ 362.73	13.4	\$27.15	\$ 285.2	\$ 262.8	\$ 318.8	5.7x	5.3x	3.9x	4.7x	3.8x	2.6x	\$32.50	20%		
Trican Well Services	TCW	RM	Payne	\$ 535.91	258.9	\$2.07	\$ 30.6	\$ 56.5	\$ 60.2	15.1x	7.7x	6.3x	1.3x	-0.4x	-0.8x	\$2.25	9%		



Patrick Kenny, CFA
Analyste
403 290-5451

Adjoint :
Zach Warnock : 403 355-6643

Sélections

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

Aperçu

Nous avons récemment publié nos perspectives pour 2021, qui mettent en lumière le goût insatiable du marché pour la décarbonation : il semble que le contexte macroéconomique y soit des plus favorables, puisque le secteur bénéficie de la somme faramineuse de \$120 milliards environ de flux de trésorerie disponibles (nets des dividendes) à placer d'ici 2030 dans des investissements écologiques et dans le réalignement des modèles d'affaires à long terme avec des politiques énergétiques durables – tous ces éléments s'accompagnant d'une croissance par action et d'une augmentation des valorisations. L'indice S&P TSX était en hausse d'environ 4.0% en mars, les titres de valeur continuant d'attirer l'attention; nos indices de référence pour le secteur des intermédiaires et les services publics étaient en hausse d'environ 10.0%.

Mise à jour sur les produits de base

Avec la poursuite des campagnes de vaccination et les perspectives positives de la reprise économique en 2021, les prix des produits de base ont continué de remonter, affichant en moyenne US\$62.50 le baril, soit une hausse de près de 5% par rapport aux niveaux de février de US\$59/b et de 56% par rapport au prix moyen de 2020 de US\$40/b environ. Notons que les prix ont baissé par rapport aux pics de mars d'environ US\$65/b, le baril de WTI se négociant actuellement à près de US\$61. Du côté du gaz, la hausse des températures a entraîné une baisse des prix de l'AECO à \$2.74/kpi³, soit un repli d'environ 25% par rapport à la moyenne de février de \$3.77/kpi³. Rappelons que nous avons récemment révisé notre estimation de prix du gaz AECO pour 2021 et le début de 2022 à \$2.40/kpi³, ce qui est conforme aux prix à terme et environ 5% au-dessus des niveaux de 2020. En ce qui a trait aux perspectives de marketing, la moyenne du différentiel du pétrole lourd WCS continuait de rester serrée avec une volatilité minimale et une moyenne de US\$11/b environ (US\$11/b en février), ce qui donne à croire que les pressions se maintiennent sur les résultats du marketing de pétrole brut à court terme. Pour ce qui est des LGN, la vigueur constante des cours des liquides C3+ en février (+0% t/t) associée à une courbe des contrats à terme résiliente pour 2021e pousse notre estimation d'écart de fractionnement de LGN jusqu'à US\$23/b, soit environ 50% au-dessus des niveaux de 2020 (~US\$15/b).

Mise à jour sur le transport par pipeline

Comme le président Biden a révoqué le permis présidentiel KXL au premier jour de son mandat, malgré les meilleurs efforts de TRP pour s'associer à des groupes de Premières Nations, signer des ébauches de conventions collectives avec des syndicats américains et s'engager – récemment – à la neutralité du réseau en assurant l'électrification de KXL, nous pensons que le projet, dans les cartons depuis une dizaine d'années, sera finalement abandonné tandis que la société s'engagera dans une transition vers les énergies propres. 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. En comptant sur la Ligne 3R et sur TMX et en excluant KXL, nous tablons sur des capacités excédentaires de transport par pipeline d'environ 0.5 Mb/j disponibles comme marge de croissance pour les producteurs, avec une assurance d'accès au marché en 2023.

La construction du tronçon américain du projet de remplacement de la Ligne 3 (+270,000 b/j en comptant Southern Access Expansion) est bien engagée depuis l'émission de tous les permis d'État et fédéraux en cours à la fin de 2020, mais aussi depuis que la Cour d'appel du Minnesota a récemment rejeté la motion de suspension d'émission du permis de construire de la Commission des services publics du Minnesota (MPUC) déposée par des opposants au projet, et nous notons qu'ENB est en bonne voie pour respecter la date d'entrée en service au T4 2021. Avec la publication de ses résultats du T4 2020, la société a présenté une nouvelle estimation des coûts pour la portion américaine de son projet de remplacement de la Ligne 3 à environ US\$2.9 milliards, soit une augmentation de US\$1.1 milliard, ce qui représente le double de notre estimation de dépassement des coûts d'environ 20%. Dans l'ensemble, comme les travaux de construction avancent conformément aux attentes, nous maintenons notre hypothèse d'une entrée en service le 1er janvier 2022 en misant sur un délai de construction de six à neuf mois, sous réserve que les travaux progressent sans entrave. Ailleurs, l'Army Corps of Engineers, désormais sous administration Biden, a récemment demandé un délai de deux mois jusqu'au 9 avril pour décider de fermer ou non le pipeline DAPL pendant le processus

d'examen environnemental qui doit durer plus de 13 mois, ce qui représente un risque de baisse d'environ 2% de notre BAIIA annuel pour ENB. Du côté de la Ligne 5, ENB a reçu le 29 janvier les premiers permis pour le projet de tunnel de la Ligne 5 (\$500 millions) du département de l'Environnement, des Grands Lacs et de l'Énergie du Michigan, qui traitent des effets sur les terres humides et les terrains submergés et examinent les déversements d'agents polluants et d'eaux. Il faut maintenant attendre l'émission des permis de l'U.S. Army Corps of Engineers et de la Commission des services publics du Michigan. Pendant ce temps, la procédure judiciaire en cours dans l'État du Michigan visant l'obtention d'une injonction pour stopper les activités de la Ligne 5 a été transférée au tribunal fédéral à la demande d'ENB. Pour ce qui est des dépassements de coûts, Keyera a annoncé contre toute attente une augmentation d'environ 23% des coûts prévisionnels pour son projet KAPS (Key Access Pipelines System) dans Montney, ce qui porte sa participation de 50% dans l'investissement à environ \$800 millions (auparavant environ \$650 millions), tandis que TRP prévoit une hausse importante des coûts et un retard dans l'entrée en service de son projet Coastal GasLink de \$6.6 milliards.

Pendant ce temps, dans le secteur intermédiaire, Brookfield Infrastructure Partners (NYSE : BIP, Analyste : Merer, Rendement supérieur, cours cible de US\$60) et ses partenaires institutionnels ont annoncé qu'ils avaient l'intention d'engager une opération de privatisation d'Inter Pipeline par laquelle BIP acquerra toutes les actions ordinaires en circulation d'IPL qu'elle ne détient pas encore, à un prix de \$16.50 chaque (prime d'environ 23% par rapport au cours de clôture du 10 février de \$13.40). Le conseil d'IPL a présenté sa recommandation en mars, pressant les actionnaires de rejeter l'offre en arguant de différends dans l'évaluation de la valeur fondamentale. Pendant ce temps, l'examen stratégique engagé par le conseil de la société pour évaluer toutes les options afin de maximiser la valeur pour les actionnaires reste en cours, et les détails du contrat visant son complexe pétrochimique de Heartland (Heartland Petrochemical Complex) devraient être publiés avant les résultats du T1 2021. Pour poursuivre dans le dossier des rationalisations, SECURE Energy (SES) a annoncé une fusion stratégique avec son concurrent Tervita (TEV), SECURE acquérant TEV en distribuant 1.2757 action

ordinaire de SES pour chaque action en circulation de TEV. Globalement, la transaction reflète un BAIIA annuel ajusté combiné de plus de \$400 millions, dont environ \$75 millions d'économies (60% dans l'exploitation, 40% à l'échelle de la société) réalisables sur 12 à 18 mois après la clôture (T4 2021). En comptant les économies, la transaction se fait à un ratio inférieur à 5.

Mise à jour – Électricité et services publics

Nous maintenons que Fortis est la société la mieux placée pour profiter de la décarbonation aux États-Unis, tandis que le président Joe Biden cherche à tirer des lois de son programme d'infrastructures d'énergies propres d'ici l'été 2021. 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 maintenu son 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. Pendant ce temps, EMA maintient sa stratégie de décarbonation, s'engageant à atteindre la carboneutralité d'ici 2050; elle est la

première à faire cette promesse parmi les sociétés de services publics canadiennes. Par ailleurs, soulignons que Capital Power poursuit sa transition vers les énergies propres, la société s'étant engagée à abandonner le charbon d'ici la fin de 2023 et à transformer Genesee 1&2 en unités à cycle combiné au coût de \$1.0 milliard environ. Les unités ainsi remotorisées devraient fonctionner à 30% à l'hydrogène (jusqu'à 95% avec un investissement supplémentaire modeste de moins de \$10 millions), tandis que les coûts de la société resteront parmi les plus faibles, avec un rendement thermique d'environ 6.7, parmi les meilleurs du secteur, et des émissions d'une intensité de 0.35 tCO_{2e} /MWh. Dans l'ensemble, le projet devrait produire un TRI d'environ 14% (plus de 20% avec la dette). Cependant, son captage du carbone et sa technologie (C2CNT, transformation du carbone en nanotubes de carbone) pourront être exploités d'un point de vue commercial en 2021, avec une production d'environ 2,500 tonnes de nanotubes de carbone à vendre à l'industrie du ciment/béton – pour réduire les émissions de carbone à Genesee et le long de la chaîne de valeur de la construction. Pendant ce temps, la Cour suprême du Canada a publié sa décision sur la validité constitutionnelle de la taxe carbone fédérale, s'exprimant à 6 voix contre 3 en faveur de la loi du gouvernement fédéral. Rappelons que la Cour d'appel de l'Alberta s'était associée à la Saskatchewan, l'Ontario et l'Alberta pour engager une action en justice au motif que la Loi sur la tarification de la pollution causée par les gaz à effet de serre outrepassait la prérogative des provinces de développer l'exploitation de leurs propres ressources naturelles. La hausse exponentielle d'une taxe sur le carbone ponctionnée par les autorités fédérales, multipliée par plus de quatre au cours de cette décennie, semble alarmante, mais il faut noter que les grands noms du marché que sont Capital Power (CPX) et TransAlta (TA) ont déjà largement réaligné leurs stratégies en vue de la future réalité d'une économie neutre en carbone. En effet, les deux sociétés soutiennent l'idée d'une hausse du prix sur les émissions de carbone, chaque projet de transformation (CPX : environ \$1.0 milliard pour Genesee 1 et 2; TA : environ \$825 millions pour Sundance 5) devant connaître une diminution progressive de ses coûts, aider les entreprises à éliminer efficacement leur exposition aux exigences

en termes de carboneutralité et leur permettre d'abandonner totalement le charbon en Alberta d'ici 2021 (pour TA) et 2023 (pour CPX).

Mise à jour sur les critères ESG

En outre, nous avons révisé le score ESG d'Emera de 74 à 78/100 pour refléter ses ambitions claires en matière de réduction des émissions, et notamment son engagement récent à atteindre la carboneutralité d'ici 2050, avec un objectif d'une réduction des émissions de 55% d'ici 2025 et de 80% d'ici 2040 (par rapport aux niveaux de 2005). Par ailleurs,

après des améliorations dans la communication d'informations et l'indépendance des membres du conseil d'administration, notamment depuis l'arrivée de l'ancien chef de la direction de Fortis, Barry Perry, nous avons relevé le score ESG de Capital Power de 84 à 86/100, soit le meilleur score ESG que nous ayons attribué, ex aequo avec FTS.

Titres favoris

Dans l'ensemble, compte tenu de nos estimations pour 2022, nous prévoyons une croissance des FPER par action d'environ 8% en 2021e, 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.

	Symb.	Cote du titre	Parts		Cap. bours.	Distributions par part			Rendement des distr.		FTPAs distr. Dilués			C/FT distr.		Dette/ Enc. distr. 20e	12 mois		
			e.c.	Cours 03-31		est. 2020e	est. 2021e	est. 2022e	2021e	2022e	est. 2020e	est. 2021e	est. 2022e	2021e	2022e		Cible	Rend.	Δ combiné
Pipelines et divers																			
AltaGas	ALA	RS	279.4	\$20.94	\$5,852	\$0.96	\$1.00	\$1.04	4.8%	5.0%	\$2.08	\$2.55	\$2.88	8.2x	7.3x	5.6x	24.00	14.6%	19.4%
Enbridge Inc.	ENB	RS	2019.0	\$45.78	\$92,430	\$3.24	\$3.34	\$3.51	7.3%	7.7%	\$4.67	\$4.90	\$5.27	9.3x	8.7x	4.6x	51.00	11.4%	18.7%
Gibson Energy	GEI	RM	148.9	\$22.27	\$3,316	\$1.36	\$1.40	\$1.40	6.3%	6.3%	\$2.01	\$1.85	\$2.12	12.0x	10.5x	3.0x	22.00	-1.2%	5.1%
Inter Pipeline	IPL	RM	429.2	\$17.97	\$7,713	\$0.48	\$0.48	\$0.48	2.7%	2.7%	\$1.74	\$1.47	\$1.86	12.2x	9.7x	5.2x	18.00	0.2%	2.8%
Keyera	KEY	RS	221.0	\$26.12	\$5,773	\$1.92	\$1.92	\$1.92	7.4%	7.4%	\$3.26	\$2.75	\$2.70	9.5x	9.7x	4.0x	28.00	7.2%	14.5%
Pembina Pipelines	PPL	RM	550.0	\$36.30	\$19,965	\$2.52	\$2.52	\$2.52	6.9%	6.9%	\$3.91	\$3.83	\$3.90	9.5x	9.3x	4.3x	38.00	4.7%	11.6%
Secure Energy	SES	RS	177.3	\$3.63	\$644	\$0.03	\$0.03	\$0.03	0.8%	0.8%	\$0.52	\$0.54	\$0.81	6.8x	4.5x	2.3x	5.50	51.5%	↑ 52.3%
Superior Plus	SPB	RM	176.0	\$14.22	\$2,503	\$0.72	\$0.72	\$0.72	5.1%	5.1%	\$1.37	\$1.05	\$1.31	13.5x	10.8x	3.5x	14.00	-1.5%	3.5%
Tidewater Midstream	TWM	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R
TC Energy Corp.	TRP	RS	978.0	\$57.61	\$56,340	\$3.24	\$3.48	\$3.69	6.0%	6.4%	\$6.13	\$5.12	\$5.86	11.3x	9.8x	5.1x	67.00	16.3%	22.3%
Tervita	TEV	RS	↑ 115.7	\$4.61	\$533	\$0.00	\$0.00	\$0.00	0.0%	0.0%	\$0.51	\$0.48	\$0.78	9.5x	5.9x	2.8x	7.00	51.8%	↑ 51.8%
Producteurs d'électricité et services publics																			
ATCO Ltd.	ACO	RM	114.7	\$41.72	\$4,783	\$1.74	\$1.79	\$1.81	4.3%	4.3%	\$2.08	\$2.47	\$2.36	16.9x	17.7x	4.5x	44.00	5.5%	9.8%
Canadian Utilities	CU	RM	273.1	\$33.74	\$9,214	\$1.74	\$1.76	\$1.78	5.2%	5.3%	\$2.69	\$2.89	\$2.94	11.7x	11.5x	5.3x	35.00	3.7%	8.9%
Capital Power	CPX	RS	107.4	\$36.40	\$3,910	\$1.99	\$2.12	\$2.25	5.8%	6.2%	\$4.96	\$5.03	\$4.74	7.2x	7.7x	4.5x	44.00	20.9%	26.7%
Emera Inc.	EMA	RM	255.1	\$55.93	\$14,269	\$2.48	\$2.58	\$2.68	4.6%	4.8%	\$1.99	\$3.66	\$4.36	15.3x	12.8x	6.2x	59.00	5.5%	10.1%
Fortis Inc.	FTS	RM	468.6	\$54.53	\$25,551	\$1.94	\$2.05	\$2.17	3.8%	4.0%	\$3.92	\$4.17	\$4.66	13.1x	11.7x	6.2x	60.00	10.0%	13.8%
Hydro One Ltd.	H	RM	596.9	\$29.27	\$17,472	\$1.01	\$1.07	\$1.12	3.6%	3.8%	\$1.76	\$1.56	\$1.72	18.8x	17.0x	5.7x	31.00	5.9%	9.5%
TransAlta	TA	RM	269.8	\$11.90	\$3,211	\$0.17	\$0.18	\$0.18	1.5%	1.5%	\$1.30	\$1.41	\$1.61	8.4x	7.4x	3.7x	12.00	0.8%	↓ 2.4%

Source: Rapports des sociétés, Estimations FBN, Refinitiv

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

**Maxim Sytchev**Analyste
416 869-6517**Adjoints :**

Alizeh Haider : 416 869-7937

Troy Sun : 416 869-6754

Sélections

- › Stantec
- › Finning International
- › Toromont Industries

Groupe IBI Inc. : Nous avons atteint le point d'inflexion pour permettre la capitalisation

Bien qu'il soit facile de mettre des chiffres dans Excel, nous pensons que l'offre de logiciel-service pourrait doubler au cours des cinq prochaines années, ce qui donne un chiffre d'affaires de \$40 millions pour ce produit. Compte tenu de la marge différentielle élevée (nous estimons une marge de BAIIA d'environ 35% contre 11.9% pour les activités consolidées actuellement, hors IFRS 16) sur ces travaux, nous pouvons concevoir un BAIIA consolidé de \$70 à \$75 millions sur la même période (en plus de la rationalisation de l'empreinte immobilière qu'on a déjà laissé entrevoir). À mesure que le marché se rend compte qu'une plus grande proportion du chiffre d'affaires provient du secteur résilient à marge élevée, nous devrions assister à une expansion additionnelle des ratios. Si nous supposons que les FTD se maintiendront au rythme actuel (c.-à-d. en convertissant 100% du résultat net en FTD) et que nous appliquons le même ratio VE/BAIIA de 9.0x à un BAIIA 2025E de \$75 millions, nous obtenons une VAN de \$20.50 pour IBG dans cinq ans (avec un ratio VE/BAIIA de 10.0x, la VAN serait de \$23.00). Le ratio VE/BAIIA de 9.0x est bien sûr prudent, car les entreprises

de logiciel-service se négocient généralement à plus de 20 fois leur chiffre d'affaires. Cela signifie que la trajectoire ascendante est visible, alors que les secteurs de base, soit Infrastructures et Installations immobilières, accusent toujours de bonnes tendances de croissance (c.-à-d. similaires au PIB). Il est important de noter que si le cours de l'action d'IBG a augmenté depuis le début de l'année (hausse de +23% par rapport à une hausse de +5% pour S&P et de +7% pour TSX), nous ne pensons pas que les investisseurs aient encore manqué le coche. Avec une augmentation de l'adoption des logiciels-services à marge élevée qui connaissent déjà de bons taux d'adoption, en plus de l'optimisation des installations immobilières qui améliorera encore la marge de BAIIA hors IFRS, IBG présente les plus fortes perspectives de croissance endogène de la marge au sein de notre univers de couverture. Dans l'ensemble, IBG reste l'un de nos meilleurs choix dans l'univers des sociétés à petite capitalisation (cours cible de \$12.50, fondé sur un ratio VE/BAIIA de 9.0x appliqué aux prévisions pour 2022E).

Symb.	Cote du titre	Δ	12 mois		Cap. bours. (M)	Dernier exerc. déclaré	BPA dilué			C/B		BAIIA (M)			VE/BAIIA		Div. %	Dette nette/BAIIA Ex1	
			Cours cible	Δ			Cours 3/31	(A)	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	(A)	est. Ex1	est. Ex2	Ex1			Ex2
Aecon Group	ARE	RS	\$21.00		\$19.64	\$1,179	12 - 2020	\$1.16	\$0.70	\$1.13	17.1x	14.8x	\$255	\$208	\$263	6.6x	6.0x	3.6%	0.9x
Bird Construction Inc.	BDT	RS	\$10.50	↓	\$8.99	\$477	12 - 2020	\$0.71	\$0.58	\$0.82	15.4x	11.0x	\$69	\$77	\$94	4.4x	3.6x	3.6%	-1.8x
Finning International Inc.	FTT	RS	\$37.00		\$32.31	\$5,243	12 - 2020	\$1.14	\$1.66	\$2.05	19.4x	15.8x	\$636	\$753	\$865	8.1x	7.1x	2.5%	1.1x
IBI Group Inc.	IBG	RS	\$12.50	↑	\$10.11	\$316	12 - 2020	\$0.48	\$0.74	\$0.79	13.6x	12.8x	\$47	\$51	\$53	8.6x	8.3x	0.0%	1.1x
North American Construction Group Ltd.	NOA	RS	\$21.00		\$13.80	\$385	12 - 2020	\$1.74	\$1.66	\$1.80	8.3x	7.6x	\$175	\$181	\$194	4.2x	4.0x	1.2%	2.1x
Ritchie Bros. Auctioneers	RBA	RS	\$59.00	↑	\$59.87	\$6,511	12 - 2020	\$1.59	\$1.85	\$1.95	32.4x	30.6x	\$352	\$363	\$380	19.2x	18.3x	1.5%	1.0x
SNC-Lavalin	SNC	RS	\$33.50	↓	\$27.00	\$4,740	12 - 2020	-\$0.67	\$1.71	\$2.41	11.0x	7.9x	\$93	\$610	\$782	7.2x	5.7x	0.3%	1.7x
Stantec Inc.	STN	RS	\$56.00		\$54.26	\$6,057	12 - 2020	\$2.13	\$2.39	\$2.50	22.7x	21.7x	\$435	\$472	\$505	13.7x	12.8x	1.1%	0.8x
Toromont Industries Ltd.	TIH	RS	\$98.00		\$96.12	\$7,891	12 - 2020	\$3.09	\$3.81	\$4.46	25.2x	21.6x	\$539	\$605	\$674	13.2x	11.9x	1.3%	0.1x
WSP Global	WSP	RS	\$133.00		\$119.65	\$14,021	12 - 2020	\$3.34	\$4.24	\$5.51	28.2x	21.7x	\$801	\$952	\$1,167	16.0x	13.0x	1.3%	1.2x
AutoCanada	ACQ	RM	\$29.00	↑	\$29.26	\$800	12 - 2020	\$0.44	\$1.75	\$1.78	16.7x	16.5x	\$83	\$116	\$117	8.0x	7.9x	0.0%	1.0x
Stelco	STLC	RM	\$26.50		\$23.85	\$2,116	12 - 2020	-\$0.60	\$4.47	\$1.75	5.3x	13.7x	\$63	\$517	\$267	4.1x	7.9x	0.0%	0.1x
ATS Automation	ATA	RS	\$30.00		\$27.19	\$2,513	12 - 2020	\$0.99	\$1.39	\$1.56	19.5x	17.4x	\$173	\$230	\$251	12.4x	11.4x	0.0%	1.5x
ABC Technologies	ABCT	RM	\$11.50		\$8.48	\$445	12 - 2020	NM	\$0.68	\$0.92	9.9x	7.3x	\$89	\$155	\$165	3.8x	3.5x	1.8%	1.5x
Stella-Jones	SJ	RM	\$51.50	↑	\$51.41	\$3,452	12 - 2020	\$3.12	\$3.23	\$3.27	15.9x	15.7x	\$343	\$350	\$359	11.6x	11.3x	1.4%	1.7x
Médiane											16.7x	15.7x				8.1x	7.9x	1.3%	

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

Source: Rapports des sociétés, Refinitiv, FBN



Endri Leno
Analyste
416 869-8047

Adjoints :
Eduardo Garcia Hubner
416 869-7476

Stephen Kwai
416 869-7571

Sélections

- › Jamieson Wellness
- › Medical Facilities

Points saillants de mars 2021

Parmi les nombreuses sociétés de notre univers qui ont publié leurs résultats en mars, nous nous intéressons à K-Bro Linen (KBL : TSX), qui a déclaré des résultats solides au T4 2020, avec un chiffre d'affaires et un BAIIA (tenant compte des IFRS 16) supérieurs d'environ 3% et 56% à nos estimations, en grande partie grâce à la vigueur de la division Santé à la fin du T4 (+24% a/a en décembre, +19% a/a en novembre et +12% a/a en octobre, comparativement à notre estimation de +12% et à +12% au T3). La croissance de 18% a/a de la division Santé au T4 était attribuable à des hausses de prix (3%), à une adoption permanente de vêtements de protection personnels réutilisables (3%), aux services temporaires (3%) et à une utilisation accrue de linge (9%) dans le cadre de la COVID-19. Ce dernier facteur était dû à la multiplication des centres de tests et à la réalisation de nombreux actes chirurgicaux prévus qui s'étaient accumulés, même si la contribution de chacun, d'après la direction, est difficile à évaluer. Pour ce qui est des perspectives, un rythme de croissance aussi soutenu a aussi été observé au T1 2021 et pourrait se maintenir au T2 à mesure que les campagnes de vaccination progressent, mais la tendance ne devrait pas se poursuivre le reste de l'année ou à long terme. Cependant, fait encourageant, la croissance pourrait se maintenir en partie (nous l'estimons à environ 7% en moyenne en 2021/2022) en raison d'une adoption définitive de vêtements de protection réutilisables (et non jetables) et

de la réalisation de nombreux actes chirurgicaux prévus qui s'étaient accumulés.

La division Hébergement de KBL a déclaré un chiffre d'affaires en baisse de 69% a/a au T4, largement conforme à notre prévision de -67%, et elle continue de peiner avec une contraction de 80% a/a à ce jour au T1. Même si la direction s'attend à une amélioration au T2, celle-ci devrait être nettement plus prononcée en fin de trimestre, et particulièrement au T3 avec les déplacements nationaux et du fait que l'Écosse pourrait emboîter le pas à l'Angleterre et rouvrir (entièrement) en juin 2021.

La société a donné d'autres précisions, notamment : 1) elle attend une décision suite à sa soumission auprès de l'AHS au T2 2020 et, si ses services sont retenus, le contrat serait facilement honoré du fait que KBL est déjà implantée en Alberta – l'attribution du contrat s'accompagnerait probablement de concessions sur les prix selon nous; et 2) les marges 2021 (excluant les IFRS 16) devraient s'établir entre 13% et 18% – nous tablons sur 16% environ.

Nous avons mis à jour nos estimations pour refléter la perte de vitesse de la division Santé et l'amélioration progressive dans la division Hébergement, ce qui nous donne une augmentation de 5% de nos estimations de BAIIA et de l'EDPA pour 2022. En conservant une valorisation à un ratio VE/BAIIA 2022e de 1,1, notre cours cible passe de \$40,00 à \$42,00. Nous maintenons notre cote Rendement moyen.

Santé et biotechnologie	Symb.	Cote du titre	Capitalisation boursière (M)	Actions e.c. (M)	Cours 3/31	Dernier quartier déclaré	Rendement actuel	FTDPAD			C/FTDA		BAIIA (M)			Dette Nette		Dette nette/ BAIIA		Cours cible			
								(A)	est.	est.	Ex1	Ex2	Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Dern. Ex.	Ex1	Ex2	(M)	Ex1	Ex2	12 mois	Δ
Akumin	AKU.u	RM	259.66	70.2	3.70u	3/2020	0.0%	0.01u	0.11u	0.12u	32.4	31.8	53.7u	68.5u	79.5u	10.4	9.4	345.6u	4.3	3.25u			
Andlauer Healthcare Group	AND	RM	1,352.21	38.4	35.25	4/2020	0.7%	0.81	1.08	1.29	27.9	23.2	78.9	96.1	105.5	14.0	12.5	208.6	2.0	38.00			
CRH Medical	CRH	AO	356.22	71.7	4.97	4/2020	0.0%	(0.34)u	0.22u	-	-	16.4	28.7u	42.7u	-	7.7	-	66.8u	1.6	5.10			
IMV Inc.	IMV	RM	277.77	67.1	4.14	4/2020	0.0%	(0.48)	(0.47)	(0.67)	nmf	nmf	(32.8)	(35.9)	(51.5)	nmf	nmf	0.0	nmf	5.25	↓		
Jamieson Wellness	JWEL	RS	1,466.13	39.9	36.77	4/2020	1.4%	1.17	1.27	1.31	27.4	26.6	88.0	100.0	105.4	15.6	14.7	147.9	1.4	42.75			
Knight Therapeutics	GUD	RS	706.11	130.0	5.43	4/2020	0.0%	0.09	0.19	0.25	28.5	22.1	16.8	23.8	30.6	15.4	12.0	-	-	6.75			
Medical Facilities Corp.	DR	RS	226.45	31.1	7.28	4/2020	3.8%	0.96u	0.93u	0.97u	6.5	6.3	57.3u	55.7u	57.9u	5.7	5.6	95.8u	2.1	7.75			
Theratechnologies	TH	RM	456.52	93.7	4.87	4/2020	0.0%	(0.15)u	0.06u	0.08u	61.4	47.1	(7.1)u	10.4u	12.2u	32.9	28.0	-	-	3.75			
Situations spéciales																							
K-Bro Linen	KBL	RM	447.68	10.7	41.93	4/2020	2.9%	2.49	2.28	2.61	18.4	16.0	43.8	43.8	50.3	12.1	10.6	84.2	1.7	42.00	↑		
Rogers Sugar	RSI	RM	567.38	103.5	5.48	1/2021	6.6%	0.37	0.42	0.43	13.0	12.8	92.3	100.4	104.7	9.2	9.1	361.5	3.5	5.00			
Chemtrade Logistics Income Fund	CHE.UN	RM	706.37	103.0	6.86	4/2020	8.7%	0.52	0.71	0.98	9.6	7.0	265.3	309.5	333.4	6.8	6.0	1,304.5	3.9	7.00	↑		

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

u = dollars US

Source: Rapports des sociétés, FBN, Refinitiv



Jaeme Gloyn, CFA
Analyste
416 869-8042

—
Adjointe :
Julia Gul : 416 869-7495

Sélections

- › [Trisura Group](#)
- › [Element Fleet Management](#)

Résumé de la conférence annuelle sur les services financiers

Nous vous présentons les points saillants de nos conversations avec les dirigeants de sociétés faisant partie de notre univers des services financiers diversifiés :

› ECN Capital (TSX: ECN)

De solides résultats depuis le début de l'année et de nouvelles initiatives/rerelations (p. ex., un distributeur de revêtements de sol et de carrelage et un détaillant à grande surface) avec un potentiel de hausse ont conduit la direction à réitérer fermement les prévisions présentées lors de la Journée des investisseurs. M. Hudson mettra à jour les prévisions pour 2022 à la lumière des résultats du T2 2021 (nous pensons qu'elles seront nettement plus élevées).

› Equitable Group (TSX: EQB)

M. Moor soutient qu'EQB devrait se négocier à une valeur supérieure à celle des autres banques canadiennes, étant donné le modèle d'entreprise innovateur d'EQB, qui en a fait le titre bancaire le plus performant de l'indice S&P/TSX des services financiers au cours des cinq et dix dernières années. Notre discussion s'est concentrée sur la plateforme Banque EQB de la société, qui connaît une croissance rapide et peut contribuer à combler cet écart de valorisation. De plus, EQB augmentera le dividende pour « rattraper » le taux de croissance annuel prévu de 20% à 25% lorsque le BSIF assouplira les restrictions relatives à l'affectation des fonds propres.

› goeasy (TSX: GSY)

M. Mullins a réaffirmé ses prévisions au titre des radiations nettes, soit de 9% à 10% au T1 2021 et de 10.5% à 12.5% jusqu'en 2023, par rapport aux niveaux historiques de 13%. Les initiatives de croissance de GSY (nouveaux produits, canaux de distribution et expansion géographique), qui entraîneront une croissance annuelle des prêts de 15% à 20%, se déroulent favorablement.

› Home Capital Group (TSX: HCG)

Le marché du logement est en feu, le crédit est un facteur favorable et les fonds propres sont solides. M. Bissada a parlé d'un ratio CET1 cible de 15% à 17%. C'est en dessous des 16% à 17% précédemment annoncés. Avec un ratio CET1 de 15%, nous estimons que les fonds propres excédentaires s'élèvent à au moins \$7 par action ou

à un énorme 23%, environ, de la valeur comptable corporelle. La stratégie d'affectation des fonds propres de la direction comprend i) l'acquisition de créances hypothécaires stratégiques; ii) la réalisation d'une offre publique de rachat importante ou d'une offre publique de rachat dans le cours normal, et iii) le versement de dividendes.

› Intact Financial (TSX: IFC)

En l'absence de tout obstacle réglementaire ou actionnarial, IFC est en bonne voie de conclure l'acquisition de RSA au milieu du T2 2021. M. Brindamour nous a informés de la progression de l'intégration et a réitéré sa confiance dans les synergies prévues de \$250 millions (plus une hausse supplémentaire).

› Morneau Shepell (TSX: MSI)

M. Liptrap est déterminé à devenir le plus grand acteur dans le domaine du bien-être total en offrant tous les services commerciaux de MSI sur la plateforme LifeWorks. La direction s'attend à ce que le chiffre d'affaires bénéficie d'une croissance endogène de 5% à 7% par an, ainsi que d'une hausse provenant d'achats complémentaires et de fusions et acquisitions plus importantes.

› Groupe TMX (TSX : X)

M. McKenzie a souligné les excellents résultats de Trayport en ce début d'année 2021, qui a acquis six ou sept nouveaux clients nets et renouvelé des abonnements à droits supérieurs et de plus longue durée, sans oublier la forte activité de négociation et d'inscription, qui devrait bénéficier du levier d'exploitation.

	Symb.	Cote du titre	Cap. bours. (Md)	Actions e.c. (M)	Cours 3/31	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B FE1	FE2	VCPA			C/VC FE1	FE2	Div. %	Cours cible 12 mois	Δ
							dernier exerc.	est. FE1	est. FE2			dernier trimest.	est. FE1	est. FE2					
Financement hypothécaire																			
Equitable Group	EQB	RS	2.13	16.9	126.20	12/2020	12.61	14.71	15.80	8.6	8.0	93.35	106.71	120.66	nmf	1.0	1.2%	160.00	
First National Financial	FN	RM	2.97	60.0	49.48	12/2020	3.95	3.91	4.17	12.7	11.9	7.89	9.70	11.67	5.1	4.2	4.2%	50.00	↑
Home Capital Group	HCG	RS	1.60	51.8	30.83	12/2020	3.55	4.38	5.24	7.0	5.9	32.42	36.57	41.20	0.8	0.7	0.0%	42.00	
Timbercreek Financial	TF	RM	0.71	80.9	8.83	12/2020	0.67	0.70	0.70	12.6	12.7	8.47	8.48	8.49	1.0	1.0	7.8%	9.00	
Financement spécialisé																			
ECN Capital	ECN	RS	1.90	242.3	7.83	12/2020	0.13	0.39	0.48	16.1	12.9	2.79	2.93	3.08	2.1	2.0	1.5%	10.50	
Element Fleet Management	EFN	RS	6.05	440.2	13.75	12/2020	0.77	0.84	0.97	16.4	14.1	7.43	7.64	8.23	1.8	1.7	1.9%	19.00	↑
goeasy	GSY	RS	1.85	14.8	125.11	12/2020	7.57	8.67	10.02	14.4	12.5	29.97	36.41	44.10	3.4	2.8	2.1%	141.00	
Brookfield Business Partners	BBU	RS	5.97	148.7	40.17	12/2020	NA	NA	NA	NA	NA	23.48	30.89	39.01	1.0	0.8	0.6%	50.00	
Entreprises de RH																			
Morneau Shepell	MSI	RS	2.3	70.0	33.11	12/2020	0.80	0.72	0.98	46.0	33.8	9.39	9.46	9.79	3.5	3.4	2.4%	38.00	↑
Bourses des valeurs																			
TMX Group	X	RM	7.34	56.2	130.59	12/2020	5.88	6.30	6.82	20.7	19.1	64.22	66.99	70.06	1.9	1.9	2.1%	142.00	
Assurance																			
Intact Financial Corp.	IFC	RS	22.02	143.0	154.00	12/2020	9.92	10.1	10.89	15.2	14.1	58.79	79.04	84.71	1.9	1.8	2.2%	200.00	
Trisura Group Ltd.	TSU	RS	1.22	10.3	119.01	12/2020	3.68	4.74	5.65	25.1	21.1	28.23	32.68	38.05	3.6	3.1	0.0%	177.00	
Fairfax Financial Holdings	FFH	RS	14.36	26.2	548.55	12/2020	6.29	45.50	51.85	9.6	8.4	478.33	515.75	559.92	0.8	0.8	2.3%	625.00	↑
Gestion d'actifs																			
Fiera Capital Corp.	FSZ	RM	1.03	103.7	9.97	12/2020	1.38	1.39	1.53	7.2	6.5	4.54	4.55	4.69	2.2	2.1	8.4%	12.00	↑

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

Source: Refinitiv, Rapports des sociétés, FBN

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



Michael Storry-Robertson
Adjoint
416 507-8007

Sélections

- › Enerflex Ltd.
- › Ag Growth International

Ag Growth International

Le récent cycle de marketing (virtuel) renforce les perspectives macroéconomiques positives et les attentes concernant l'assainissement du bilan.

Nous avons récemment eu l'occasion d'accueillir la direction d'AFN dans le cadre de deux journées de marketing en ligne réunissant des investisseurs institutionnels. Nous en ressortons avec des perspectives de marge améliorées, une appréciation accrue du potentiel du logiciel SureTrack d'AGI et un optimisme prudent quant à la poursuite de la réduction du bilan. AGI a noté que les marges brutes ont été relativement stables et devraient se situer entre 31% et 34% tout au long de l'année grâce à des facteurs favorables de longue durée, soit l'expansion des activités au Brésil et en Inde et la croissance du logiciel SureTrack à marge supérieure, atténués temporairement par la hausse des coûts de l'acier. Selon la direction, à la suite de la récente expansion internationale et technologique, les marges de BAIIA devraient connaître une tendance positive de l'ordre de 100 à 200 pb au cours des deux prochaines années, contre environ 15% en 2020 (l'affaiblissement du dollar américain constituant un frein). En ce qui concerne la commercialisation de SureTrack, AGI est en train de passer à une approche tous circuits (y compris des interactions numériques accrues avec les agriculteurs, le déploiement d'efforts de vente aussi bien dans les circuits de marchands que dans les circuits existants de produits, et l'intégration de marchands à ce réseau de vente). Cela explique les attentes de la direction concernant les taux de croissance annuels du secteur technologique, qui se veulent supérieurs à la croissance de 33% a/a connue en 2020, et son objectif à court terme, soit que les ventes de technologie représentent environ 10% du chiffre d'affaires total d'AGI. Grâce à des points d'ancrage établis favorables à la croissance endogène dans les régions et les marchés clés, en 2021, AGI donnera la priorité à l'intégration et à l'exploitation de ces investissements récents et à la réduction du levier d'endettement (AFN visant une couverture totale de 3.0x à 4.0x dans les prochaines années). **Nous maintenons notre cote Rendement supérieur avec un cours cible de \$54.00, fondé sur un ratio VE/BAIIA 2022e inchangé de 8.8x, mais nous notons que notre cours cible exclut la croissance considérable à long terme qui, selon nous, proviendra du secteur des technologies agricoles en pleine croissance d'AGI.**

Shawcor Ltd.

Au T4, Shawcor a réalisé un résultat supérieur aux attentes de plus de 50%, grâce à des marges de BAIIA supérieures aux attentes, la direction soulignant l'impact positif des mesures d'optimisation des effectifs et de contrôle des coûts mises en œuvre l'année dernière.

Au T4, Shawcor a déclaré un BAIIA ajusté de \$40.0 millions (à l'exclusion d'une aide de \$6 millions provenant des programmes publics de subventions salariales), soit plus de 50% au-dessus de l'estimation du consensus (\$26.0 millions) et de la nôtre (\$25.3 millions) (hors SSUC). Le carnet de commandes a diminué de \$89 millions en glissement trimestriel, pour atteindre \$453 millions à la fin de 2020, et cette baisse devrait se poursuivre au cours du S1 2021. La passation de marchés conditionnels (en attente d'approbation) devrait aider à reconstituer le carnet de commandes au S2 2021 et en 2022; la direction a fait remarquer une augmentation du carnet de commandes garanties au-delà de la période de 12 mois à venir. Par suite de la vente du secteur Produits fin décembre, le profil d'endettement de SCL s'est amélioré comme prévu à la fin du T4, la dette nette totalisant environ \$290 millions (soit environ \$120 millions de moins qu'au trimestre précédent). Même si nous ne savons toujours pas quelle proportion du produit de la vente sera appliquée au bilan, puisque nous pouvons nous attendre à ce que le BAIIA s'améliore au fil de la reprise, nos inquiétudes au sujet du bilan ont été effectivement apaisées (selon nos prévisions, le ratio dette nette/BAIIA sur 12 mois sera de l'ordre de 3.0x à la fin de 2021, ce qui est bien en deçà des plafonds prévus par les clauses restrictives auxquelles SCL est assujettie). **En raison de notre conviction croissante quant à une reprise graduelle et à la solidité du bilan de SCL, nous maintenons notre cours cible de \$8.75, qui est fondé sur un ratio VE/BAIIA 2022e inchangé de 7.0x (encore 100 pb sous son ratio VE/BAIIA prévisionnel moyen historique, soit 8.0x, et bien inférieur à la moyenne actuelle du groupe de référence). Nous réitérons notre cote Rendement supérieur et continuons à considérer Shawcor comme un titre de premier ordre.**

	Symb.	Cote du titre		Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 3/31	BAIIA (M)			VE/BAIIA			Dette nette BAIIA	12 mois cours		Δ
		titre	Δ				2020	2021e	2022e	2020	2021e	2022e	2021e	Target	Return	
Ag Growth International Inc.	AFN	RS		830.39	18.7	44.38	149.3	166.8	191.3	10.8	9.6	7.8	4.6	54.00	23%	↑
Enerflex Ltd.	EFX	RS		727.30	89.7	8.11	191.3	142.0	191.0	5.7	7.3	5.2	2.2	10.50	30%	
Mullen Group Ltd.	MTL	RS		1179.66	96.9	12.18	191.5	210.0	228.1	8.1	7.4	6.7	1.8	13.75	17%	
Pason Systems Corp.	PSI	RS		737.83	83.1	8.88	39.3	34.1	60.8	15.0	17.7	9.8	-4.0	11.00	26%	
Shawcor Ltd.	SCL	RS		373.95	70.4	5.31	43.8	100.2	127.2	15.2	6.7	5.0	2.9	8.75	65%	↑

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

US = dollars US

Source: Rapports des sociétés, Refinitiv, FBN

**Zachary Evershed, CFA**Analyste
514 412-0021—
Adjoint :
Thomas Bolland : 514 871-5013

Sélections

- › *Dexterra*
- › *GDI*
- › *Hardwoods Distribution*

Regard sur l'après-pandémie de COVID-19 (TSX : GDI)

Maintenant que 2020 est derrière nous, nous jetons un coup d'œil aux perspectives de GDI pour l'après-pandémie, car la société reste extrêmement bien placée pour croître aussi bien de manière endogène que par le biais de fusions et acquisitions.

Le secteur Propreté et services associés devrait prospérer grâce à des facteurs favorables de longue durée

Bien que la baisse des taux d'occupation liée aux mesures favorisant le télétravail ait eu un impact négatif sur les volumes du secteur Propreté et services associés de GDI dans une certaine mesure, elle a été plus qu'annulée par la hausse de la demande de services supplémentaires. Depuis le début de la pandémie, les nettoyages plus assidus et fréquents des surfaces fréquemment touchées et les services spéciaux ponctuels sont devenus beaucoup plus réguliers, ce qui a entraîné une augmentation des marges de BAIIA de 490 pb a/a du secteur Propreté et services associés au Canada, pour atteindre 11.5% en 2020, en raison du profil de marge supérieur du travail supplémentaire. Bien que l'impact ait été moins prononcé aux États-Unis en raison de la composition différente des activités (plus grande exposition aux marchés finaux du secteur de l'enseignement et du secteur industriel), les marges du secteur Propreté et services associés aux États-Unis ont tout de même augmenté de 120 pb a/a, pour atteindre 8.8% en 2020. Compte tenu de l'inquiétude générale suscitée par le risque de transmission de maladies par contact, ces services supplémentaires devraient rester un facteur favorable à moyen terme.

Un carnet de commandes volumineux à l'appui du secteur Services techniques au sortir de la pandémie

Le chiffre d'affaires du secteur Services techniques a été plus fortement touché par la pandémie que celui du secteur Propreté et services associés. En effet, bien que les quelque 50% du chiffre d'affaires provenant des travaux d'entretien et de réparation aient relativement bien résisté, les quelque 50% des affaires liées à des projets ont reculé lorsque les clients sont passés en mode de conservation des liquidités, ce qui

a entraîné une croissance endogène négative de 11.8% en 2020. Pour l'avenir, cependant, le secteur dispose d'un carnet de commandes record de projets nouveaux et retardés qui stimulera la hausse des volumes, la direction prévoyant une augmentation de la demande pour les systèmes CVC et les purificateurs d'air. Comme Ainsworth est la plus grande société de services de CVC et d'automatisation du bâtiment en Amérique du Nord, GDI est bien placée pour tirer parti d'une plus grande sensibilisation aux maladies transmises par l'air.

Les fusions et acquisitions restent la priorité absolue pour 2021

Le bilan de GDI est dans une forme exceptionnelle : son ratio dette nette/BAIIA pro forma, qui tient compte de l'acquisition de BP pour US\$31.5 millions au T1 2021, s'élève à 1.7x, et la direction continue à évaluer activement les occasions de déploiement de capital. À mesure que la frénésie entourant la COVID-19 se normalise, GDI a constaté une augmentation des appels entrants, les propriétaires cherchant à monétiser leurs entreprises après une année exceptionnellement stressante. Nous pensons que GDI restera disciplinée et ne cherchera pas à conclure des acquisitions offrant des multiples supérieurs à sa zone de confort, qui varie de 4 à 6 pour les petites acquisitions et de 6 à 8 pour les sociétés ayant un chiffre d'affaires de \$100 millions et plus. En l'absence de fusions et acquisitions, nous pensons que les FTD réduiront le levier d'endettement d'environ 0.5x par an.

Notre cours cible de \$59 est basé sur un ratio VE/BAIIA 2022e de 11.5x (ratio de base de 10x, plus une prime de croissance par fusions et acquisitions de 1.5x). Nous accordons à la société la cote Rendement supérieur, car, selon nous, elle est dans très bien placée pour renforcer son élan au sortir de la pandémie de COVID-19, grâce à un bilan souple et une dynamique favorable dans le secteur.

	Symb.	Cote du titre	Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 3/31	Dernier exerc. déclaré	BPA dilué			C/B		BAIIA (M)			VE/BAIIA		Div. %	Dette nette/ BAIIA Ex2	12 mois Cours cible	Δ
								(A)	est.	est.	Ex1	Ex2	(A)	est.	est.	Ex1	Ex2				
								Dern. Ex.	Ex1	Ex2			Dern. Ex.	Ex1	Ex2						
Alaris Equity Partners Income Trust	AD	RS		619.0	38.9	15.90	12/2020	0.51	1.56	1.78	10.2	8.9	85.6	117.0	127.8	7.8	7.2	7.8%	2.3	21.00	
Boyd Group Services Inc.	BYD	RS		4,572.3	21.5	212.94	12/2020	2.57	4.09	6.89	52.1	30.9	293.6	355.3	472.9	15.0	11.2	0.3%	1.4	265.00	↑
CanWel Building Materials	CWX	RS		701.3	77.9	9.00	12/2020	0.78	0.68	0.66	13.2	13.7	143.1	134.2	131.8	7.2	7.1	5.3%	1.7	10.50	↑
Cascades	CAS	RS		1,588.9	101.0	15.73	12/2020	1.95	2.06	2.10	7.7	7.5	675.0	745.2	749.4	4.5	4.3	2.0%	2.2	22.50	
Dexterra Group Inc.	DXT	RS		379.5	64.9	5.85	12/2020	1.24	0.33	0.50	17.8	11.7	36.9	66.5	80.5	6.6	4.9	5.1%	0.7	8.50	
GDI Integrated Facility Services	GDI	RS		1,203.5	22.8	52.83	12/2020	2.11	2.03	1.99	26.0	26.5	104.9	126.5	123.5	10.6	10.4	0.0%	1.3	59.00	↑
Hardwoods Distribution	HDI	RS		677.6	21.4	31.65	12/2020	2.03	2.15	2.36	14.7	13.4	97.5	103.6	109.2	8.3	7.6	1.3%	1.8	40.00	↑
Intertape Polymer Group Inc.	ITP	RS	↑	1,672.9	59.7	28.00	12/2020	1.51	1.60	1.81	17.6	15.5	210.1	225.6	243.1	8.0	7.2	2.8%	1.9	34.00	↑
KP Tissue	KPT	RM	↓	106.0	9.7	10.90	12/2020	0.53	0.31	0.97	35.0	11.3	197.8	183.2	232.6	7.1	7.1	6.6%	3.2	12.00	↓
New Look Vision Group	BCI	R		R	R	R	12/2020	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	
Park Lawn Corporation	PLC	RS		987.6	30.0	32.92	12/2020	1.16	1.31	1.54	25.1	21.4	79.9	90.6	99.2	13.5	11.2	1.4%	2.1	43.00	↑
Richelieu Hardware	RCH	RM		2,325.2	56.3	41.30	11/2020	1.50	1.59	1.79	25.9	23.1	154.5	159.8	174.9	13.7	12.1	0.7%	0.1	37.50	
Savaria Corporation	SIS	RM	↓	897.3	51.2	17.53	12/2020	0.52	0.78	1.02	22.3	17.2	59.8	102.7	126.7	12.7	11.2	2.7%	0.4	20.00	↑
Uni-Sélect	UNS	RM		384.5	42.4	9.07	12/2020	(0.18)	0.54	0.84	16.8	10.8	88.8	119.7	134.7	6.6	5.6	0.0%	2.7	10.00	

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



Richard Tse
Analyste
416 869-6690

—
Adjoints :
Mihir Raul : 416 869-8049
John Shao : 416 869-7938

Sélections

- › Docebo
- › Kinaxis
- › Lightspeed
- › Nuvei
- › Real Matters
- › Farmers Edge
- › Shopify

Un début d'année mouvementé pour le secteur de la technologie – mais pas pour ceux qui ont une vision à long terme

À ce jour, l'année 2021 a été riche en volatilité pour le secteur de la technologie. La première moitié du T1 a été marquée par une vigueur constante, contrairement à la deuxième moitié. Depuis le début de l'année, l'indice S&P de la technologie est en hausse de 0.24%, comparativement à 5.78% pour l'indice S&P 500. Au Canada, le tableau est le même, l'indice TSX de la technologie étant en repli de 3.83%, pour une hausse de 8.08% de l'indice TSX. Il ne fait aucun doute que cette contreperformance est due à des facteurs macroéconomiques tels que la hausse des taux d'intérêt ainsi qu'un nouvel attrait pour les titres de valeur et ceux exposés à la réouverture de l'économie dans l'espoir que 2021 verra le monde tourner définitivement la page de la COVID. Mais le changement d'état d'esprit des investisseurs ne modifie en rien les caractéristiques fondamentales sous-jacentes de nos titres favoris. Nous continuons de croire que les tendances lourdes conserveront une forme de permanence et beaucoup de nos titres cotés Rendement supérieur sont bien positionnés dans ces tendances. Comme nombre de ces titres sont redescendus de leurs pics historiques, nous pensons que les investisseurs devraient surveiller les points d'entrée de façon opportuniste. En même temps, nous continuons de croire que les titres traditionnels tels qu'OpenText et CGI sont fondamentalement sous-évalués et que les caractéristiques fondamentales sous-jacentes telles que des flux de trésorerie disponibles considérables ont permis à ces titres de dépasser le groupe dans son ensemble depuis le début de l'année. En ce qui concerne la sélection des titres, nous continuerions d'accumuler de façon opportuniste des actions de certains de nos titres de croissance favoris tels que Docebo, Lightspeed, Kinaxis, Nuvei, Farmers Edge, Shopify et Real Matters, de compléter avec des titres qui font référence comme CGI et OpenText et de sélectionner des titres dans le créneau des situations spéciales comme Altus. Voici ci-dessous une mise à jour sur certains de nos titres auxquels nous attribuons le titre Rendement supérieur :

Farmers Edge est un fournisseur de plateformes de données et d'analytique pour le secteur agricole.

La plateforme phare de la société, FarmCommand, offre des services d'abonnements modulables qui vont de la surveillance des sols à la planification des cultures. La société a plus de 3,000 clients sur 23 millions d'acres sous abonnement. Farmers Edge dégagne des revenus en facturant ses services d'abonnement qui vont de \$1.50 à \$6.00 par acre, avec des durées moyennes de contrats de trois à cinq ans. Nous avons vu que d'autres secteurs profitent de plus en plus du recoupement des informations fournies par les données, et nous pensons que le secteur agricole pourrait lui aussi bénéficier de cette modularité. La différence est que les taux d'adoption, d'après notre examen, donnent très tôt à penser que le potentiel de croissance est important. Selon nous, Farmers Edge est un précurseur avec une offre parmi les plus exhaustives du marché, et qui se démarque en outre par son indépendance.

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, si nous arrivons à dépasser le stade des mesures de confinement qui se succèdent de par le monde, nous sommes d'avis que, si la société peut poursuivre ses activités dans les mêmes conditions que l'année dernière, une normalisation de la situation amplifiera grandement ses capacités à prospérer – c'est pourquoi nous persistons à croire que le titre recèle un formidable potentiel de hausse.

Kinaxis pourrait profiter grandement des changements de fond qui s'opèrent dans les solutions des chaînes d'approvisionnement. Que cela soit évident ou non, la gestion des chaînes d'approvisionnement est une technologie et un processus cruciaux dans le contexte actuel, et nous avons entendu dire que les occasions d'affaires se multipliaient, ce qui n'a rien d'étonnant vu les difficultés auxquelles se heurtent les chaînes d'approvisionnement, en particulier dans les grandes entreprises. La complexité de la technologie de la société a entraîné des retards dans les conversions en produits de ses projets. Mais ceux-ci n'ont fait que s'accumuler. Nous pensons que ces retards sont mal interprétés par le marché et qu'ils devraient être considérés comme une occasion d'investir dans le titre.

Shopify reste selon nous la principale plateforme technologique pour le commerce électronique. La société a déclaré une valeur brute des marchandises record au T4, avec une croissance de 100% a/a. 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 facteurs potentiels dans le prix du titre étant donné l'historique d'exécution.

	Symb.	Cote du titre	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 3/31	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B		BAIIA (M)			VE/BAIIA		Valeur compt.	Ratio d'endet.	Cours cible	
							(A) Dern. Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	(A) Dern. Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2			12 mois	Δ
Absolute Software Corp.	ABST	RM	913	52.1	17.53	2020	0.24u	0.22u	0.24u	NMF	NMF	27.4u	28.7u	29.4u	21.1	20.5	(0.8u)	0%	18.00	
Altus Group Limited	AIF	RS	2,475	40.6	60.98	2020	1.46	1.82	1.91	33.5	31.9	88.1	98.7	101.9	25.7	24.9	9.5u	28%	70.00	↑
Blackline Safety Corp.*	BLN	RS	424	52.2	8.13	2020	(0.14)	(0.19)	(0.10)	NMF	NMF	5.5	5.3	10.2	70.5	36.4	0.0u	0%	12.00	
CGI Inc.	GIB.A	RS	27,653	261.8	105.63	2020	4.68	5.40	5.80	19.6	18.2	2426.3	2732.7	2883.4	10.8	10.2	27.7	33%	120.00	
Constellation Software Inc.	CSU	RM	38,018	21.2	1,794.00	2020	27.84u	36.08u	44.00u	39.6	32.5	933.0u	1,194.7u	1,303.4u	25.4	23.3	42.6u	43%	1600.00	
Docebo Inc.	DCBO	RS	1,740	32.2	54.04	2019	(0.35u)	(0.06u)	0.02u	NMF	NMF	(5.7u)	(2.5u)	(0.8u)	NMF	NMF	1.4u	0%	70.00u	
EXFO Inc.	EXFO	RM	241u	54.6	4.41u	2020	0.01u	0.28u	0.38u	16.0	11.5	18.2u	29.8u	30.9u	8.2	7.9	3.2u	10%	3.50u	
Farmers Edge Inc.	FDGE	RS	746u	41.8	17.85u	2020	(2.02u)	(0.50u)	0.36u	NMF	49.2	(45.9u)	(9.2u)	26.9u	NMF	22.8	(7.0u)	0%	25.00u	
Kinaxis Inc.	KXS	RS	4,336	27.8	156.16	2019	1.36u	1.16u	1.90u	NMF	NMF	57.7u	56.8u	81.0u	57.1	40.0	9.9u	0%	225.00	↓
Lightspeed POS	LSPD	RS	7,721u	119.9	64.40u	2020	(0.48u)	(0.51u)	(0.52u)	NMF	NMF	(21.7u)	(29.9u)	(48.7u)	NMF	NMF	5.4u	4%	90.00u	
Maxar Technologies Ltd.	MAXR	RM	2,416u	63.4	38.11u	2020	(3.02u)	3.59u	(1.71u)	10.6	NMF	416.0u	437.0u	451.7u	10.9	10.6	15.7u	71%	52.00u	
mdf commerce inc.	MDF	RM	261	22.7	11.48	2020	(0.03)	(0.20)	(0.09)	NMF	NMF	8.5	6.3	6.9	35.4	32.4	4.7u	11%	13.50	↓
Nuvei Corporation	NVEI	RS	10,266	131.5	78.09	2019	(0.32u)	(0.04u)	0.89u	NMF	NMF	87.2u	157.8u	172.1u	51.8	47.5	8.8u	9%	100.00	↑
Open Text Corporation	OTEX	RS	13,179u	272.8	48.30u	2020	2.89u	3.29u	3.41u	14.7	14.2	1,148.2u	1,231.8u	1,335.6u	12.6	11.6	14.9u	51%	60.00u	
Pivotree Inc.*	PVT	RS	211	26.6	7.95	2019	(0.03)	(0.02)	0.07	NMF	NMF	5.4	5.6	7.1	39.6	31.4	0.5	58%	13.00	↓
Real Matters Inc.	REAL	RS	1,282	88.5	14.49	2020	0.56u	0.81u	1.05u	14.2	10.9	72.2u	90.5u	116.9u	9.8	7.6	2.4u	0%	40.00	
Shopify Inc.	SHOP	RS	144,320u	124.9	1,155.41u	2020	0.30u	3.48u	4.68u	NMF	NMF	71.3u	364.2u	578.0u	NMF	NMF	49.5u	11%	1,650.00u	
Sierra Wireless Inc.	SWIR	RI	557u	36.4	15.30u	2020	(0.01u)	(1.16u)	(0.44u)	NMF	NMF	21.0u	(25.8u)	4.8u	NMF	107.2	9.4u	7%	15.00u	

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

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

u = dollars US

Technologies propres et développement durable

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


Rupert Merer, P. ENG, CFA

Analyste
416 869-8008

Adjoints :

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

Sélections

- › *Innergex Renewable Energy Inc.*
- › *Northland Power Inc.*
- › *Boralex.*

Points saillants des sociétés

Les titres des sociétés d'infrastructures publiques dédiées à la production d'énergies renouvelables que nous couvrons se sont bien tenus ces dix dernières années, profitant d'une croissance accrue, de politiques gouvernementales favorables, de taux d'intérêt faibles et de la pénurie récente d'investissements verts. Il sera difficile de reproduire les performances des cinq dernières années, mais il existe encore de nombreuses occasions de croissance pour les sociétés du secteur. Le rééquilibrage prévu de l'indice S&P mondial des énergies propres (S&P Global Clean Energy Index) a nuí à INE et BLX récemment, mais nous pensons que les fonds continueront à affluer vers le secteur. Nos titres favoris sont INE, NPI et BLX.

Innergex énergie renouvelable inc.

(INE : TSX; Rendement supérieur; cours cible de \$28.00) :

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 T2 2021, tandis que les travaux ont commencé pour le parc éolien Griffin Trail au Texas (entrée en service prévue au T3). Du côté de la mise en valeur, INE fait progresser quelques projets d'énergie solaire et de stockage en batterie qui devraient atteindre sous peu le stade de la construction. Les résultats du T4 étaient positifs pour la plupart des actifs, mais on s'attend désormais à ce que les intempéries inhabituelles au Texas coûtent environ \$80 millions au T1 sur une base consolidée, ce qui représente plus de six mois de flux de trésorerie, mais seulement près de 2% de la capitalisation boursière d'INE. La situation au Texas pourrait bien étirer le ratio de distribution, mais INE jouit d'une visibilité sur sa croissance à court terme, et compte de ce fait sur une croissance d'environ 12% de son BAIIA normalisé en 2021. Notre cours cible, qui comprend \$3 par action au titre de la plus-value, est

fondé sur des FTA à long terme établis par l'application d'un coût des capitaux propres de 5,25% sur les actifs en exploitation. Nous pensons que l'action devrait se relever après de récentes difficultés.

Northland Power Inc.

(NPI : TSX; Rendement supérieur; cours cible de \$52.00) :

Northland Power est propriétaire de centrales électriques aux énergies renouvelables et de centrales thermiques d'une capacité opérationnelle de 2,266 MW (nets). La société est un chef de file mondial dans le développement de parcs éoliens. Nous pensons que la production éolienne au large des côtes est le marché le plus intéressant aujourd'hui, avec des projets de grande envergure et un potentiel de rendement élevé. Parmi les sociétés comparables, NPI pourrait jouir de la meilleure visibilité sur sa croissance grâce à ses projets potentiels de 4GW à 5GW sur les dix prochaines années, principalement des projets d'énergie éolienne en mer à Taïwan, au Japon, en Corée du Sud, en Pologne et en Allemagne. Avec sa plateforme de projets éoliens en mer, NPI attire de grands partenaires tels que PKN Orlen en Pologne et Tokyo Gas au Japon, ce qui pourrait profiter aux rendements. Le premier de ses projets de croissance qui sera construit devrait être le projet Hai Long à Taïwan de 1,044 MW (décision d'investissement finale attendue en 2022), suivi probablement par le projet Baltic en Pologne de 1,200 MW (décision finale d'investissement attendue en 2023). Pour 2021, la direction table sur un BAIIA ajusté de \$1.1 milliard à \$1.2 milliard et des FTD de l'ordre de \$1.30 à \$1.50 par action. Notre cours cible, qui comprend \$10 par action au titre de la plus-value, est fondé sur des FTA à long terme établis par l'application d'un coût des capitaux propres de 4.5% sur les flux de trésorerie d'exploitation.

Boralex Inc.

(BLX : TSX; Rendement supérieur; cours cible de \$50.00) :

BLX est un producteur d'énergie renouvelable qui possède des actifs éoliens, solaires et hydroélectriques aux États-Unis, en France et au Canada. Elle a une capacité de production d'environ 2,455 MW essentiellement en vertu de contrats à long terme d'une durée résiduelle moyenne de près de 13 ans. BLX vise des FPER de \$200 millions à \$210 millions d'ici 2023E tout en maintenant un ratio de distribution de 40% à 60%. La société a une bonne visibilité sur

Technologies propres et développement durable

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

l'augmentation de sa capacité de 544 MW en 2023E et l'optimisation de sa structure de coûts. En février 2021, BLX a acquis des participations de contrôle dans sept centrales solaires aux États-Unis pour un prix d'achat de \$277 millions (US\$215.6 millions, durée moyenne pondérée des CAÉ de 21.5 ans). En outre, en décembre 2020, BLX a acquis auprès de la CDPQ la participation résiduelle de 49% dans trois parcs

éoliens situés au Québec, pour une contrepartie de \$121.5 millions. Selon nous, ces acquisitions devraient constituer une plateforme pour la croissance endogène future et permettre à BLX de réaliser des gains de synergie d'exploitation. Avec une présence en France et un pied désormais aux États-Unis, nous pensons que BLX devra faire croître ses capacités de plus de 200 MW par année pour se démarquer par sa

croissance, et il semble qu'elle soit en bonne voie pour cela. Notre cours cible, qui comprend \$7 par action de croissance au titre de la plus-value, est fondé sur des FTA à long terme établis par l'application d'un coût des capitaux propres de 4.5% sur les flux de trésorerie d'exploitation.

Technologie énergétique	Symb.	Cote du titre	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 03/31	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B		Ventes par action			C/V		Valeur compt.	Ratio d'endet.	Cours cible	
							(A)	est.	est.	Ex1	Ex2	(A)	est.	est.	Ex1	Ex2			12 mois	Δ
							Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2				
5N Plus	VNP	RS	379.4	82	4.60	12/2020	0.06u	0.18u	0.19u	31.6	30.1	2.14u	2.67u	2.96u	2.2	2.0	1.33u	0.22	5.75	↑
Algonquin Power	AQN	RS	9533.8u	602	15.84u	12/2019	0.65u	0.73u	0.76u	27.4	26.2	2.98u	3.34u	3.36u	6.0	5.9	9.41u	0.44	17.00u	↓
Altius Renewable Royalties Corp	ARR	RM	305.6	28	10.75	12/2019	(0.49)u	(0.23)u	(0.08)u	nmf	nmf	0.08u	0.02u	0.01u	nmf	nmf	5.19u	0.00	12.00	
Atlantic Power	AT	AO	339.6u	118	2.89u	12/2019	(0.35)u	0.43u	0.43u	8.5	8.4	2.58u	2.44u	2.63u	1.5	1.4	1.02u	0.71	3.03u	
Ballard Power Systems	BLDP	RS	5930.0u	244	24.34u	12/2019	(0.16)u	(0.19)u	(0.12)u	nmf	nmf	0.46u	0.39u	0.39u	nmf	nmf	3.19u	0.02	35.00u	↓
Boralex	BLX	RS	4091.4	104	39.52	12/2020	0.56	0.87	0.89	57.2	55.7	6.44	7.28	7.30	6.8	6.8	9.57	0.68	50.00	
Brookfield Infrastructure	BIP	RS	24761.3u	465	53.25u	12/2019	1.34u	1.41u	1.42u	47.5	47.1	8.81u	10.30u	10.66u	6.5	6.3	44.40u	0.69	60.00u	
Brookfield Renewable	BEP	RM	27496.2u	645	42.60u	12/2019	0.00u	0.00u	0.00u	na	na	3.46u	3.49u	4.10u	15.3	13.0	24.27u	0.35	42.00u	
DIRTT Environmental Solutions	DRT	RS	261.7u	85	3.09u	12/2020	(0.13)u	(0.13)u	0.01u	nmf	nmf	2.03u	1.96u	2.45u	2.0	1.6	1.38u	0.00	3.00u	
GFL Environmental Inc.	GFL	RS	16865.3	384	43.90	12/2020	(1.61)	(0.34)	(0.25)	nmf	nmf	11.39	13.32	13.96	4.1	3.9	17.40	0.52	44.00	↑
Innervex	INE	RS	3849.9	175	21.97	12/2020	(0.22)	0.43	0.53	64.7	51.8	3.51	3.76	3.80	7.3	7.3	6.11	0.82	28.00	
Lithium Americas	LAC	RS	1468.1u	91	16.07u	12/2019	0.60u	(0.38)u	(0.21)u	nmf	nmf	0.05u	0.00u	0.00u	na	na	1.09u	0.53	23.00u	
Loop Energy Inc	LPEN	RS	436.2	34	12.99	12/2019	-0.08	-0.34	-0.58	nmf	nmf	0.01	0.02	0.06	nmf	nmf	2.76	0.04	20.00	
NanoXplore	GRA	RS	129.7	140	3.22	06/2019	(0.10)	(0.07)	(0.02)	nmf	nmf	0.55	0.46	0.43	8.7	9.5	0.50	0.38	5.00	
Northland Power	NPI	RS	9101.7	200	45.55	12/2020	1.79	1.37	1.17	41.6	49.0	10.31	10.41	10.09	5.5	5.7	9.91	0.80	52.00	
Pinnacle Renewable	PL	RM	377.4	33	11.27	12/2020	(0.15)	0.29	0.87	49.1	16.3	14.70	16.46	19.97	0.9	0.7	4.39	0.72	11.30	↓
Sigma Lithium	SGMA	RS	401.3	77	5.20	12/2019	(0.07)	(0.02)	(0.06)	nmf	nmf	0.00	0.00	0.00	na	na	0.30	0.16	6.25	
TransAlta Renewables	RNW	RM	5471.6	266	20.57	12/2019	0.35	0.63	0.64	41.0	40.5	1.64	1.77	1.82	14.6	14.2	8.28	0.19	20.00	↓
Xebec Adsorption	XBC	RM	656.6	152	4.31	12/2019	(0.33)	(0.05)	0.05	nmf	nmf	0.59	0.83	1.16	6.5	4.7	2.26	0.14	6.00	↓

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

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

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

u = dollars US

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

—

Adjoints :

Ahmed Abdullah : 514 879-2564

Luc Troiani, cfa : 416 869-6585

Sélections

- › Cineplex
- › Corus
- › Shaw

Rogers s'apprête à acquérir Shaw**Détails de l'opération et autres réflexions :**

Le 15 mars 2021, Rogers a annoncé une transaction visant l'acquisition de Shaw au prix de \$40.50 l'action, suivant un ratio VE/BALIA 2021E de 10.7x, ou de 7.6x si l'on tient compte des synergies prévues de \$1 milliard, qui devraient provenir à 70% des frais d'exploitation, à 20% des dépenses d'investissement et à 10% des revenus 24 mois après la clôture. Rogers verrait son levier d'endettement passer à plus de 5.0x, lequel devrait être ramené à 3.5x 36 mois après la clôture. La transaction doit être approuvée par le Bureau de la concurrence, ISDE Canada et le CRTC, et les sociétés affirment que la clôture pourrait avoir lieu dans les 9 à 12 mois. Puisque l'opération fera l'objet d'un examen approfondi, notamment en ce qui concerne les inévitables mesures correctives liées au sans-fil, nous ne pensons pas que la transaction sera conclue avant le T2 2022. Nous devons également voir si des élections fédérales auront lieu au S2 2021. En cas de changement de gouvernement, le processus d'examen pourrait être retardé. Les services filaires visés par la transaction ont des empreintes géographiques complémentaires, recèlent la majeure partie des synergies et sont, pour Shaw, la source de la majeure partie de ses revenus et de ses FTD. Rogers aimerait également conserver les services sans fil de Shaw, mais cela éliminerait le quatrième exploitant en Ontario, en Alberta et en Colombie-Britannique, ce qui est contraire à ce qu'Ottawa a préconisé au cours des dix dernières années afin de stimuler la concurrence. Ainsi, on demandera probablement à Rogers de se départir de Shaw en totalité ou en partie, Quebecor et/ou Xplornet étant des acquéreurs potentiels de ces actifs, sous réserve non seulement des conditions de la transaction, mais aussi de ce que fera le CRTC au sujet de l'introduction éventuelle d'une solution ERVM hybride mandatée dans le cadre de son examen des services sans fil, qui n'est pas encore terminé. Entre-temps, alors que Rogers s'efforce de convaincre les politiciens et les organismes de réglementation du bien-fondé de sa proposition d'acquisition, le titre de Shaw se négocie à plus de 20 % sous le prix de l'offre, ce qui semble excessif, surtout que Rogers est pleinement consciente des obstacles réglementaires liés à la partie services sans fil de la transaction,

qu'elle ne veut pas revenir en arrière l'année prochaine pour retravailler l'accord avec Shaw et qu'elle est prête à faire face à toute mesure correctrice demandée par les organismes de réglementation en vue de conclure l'opération. Rogers a fait remarquer qu'elle n'a pas besoin de mobiliser des capitaux ou de vendre sa participation dans Cogeco, ce qui a permis aux actions de cette dernière d'augmenter, car une partie de l'excédent récent continue de se dissiper. Quant aux autres exploitants de télécommunications faisant partie du groupe de pairs de Rogers, ils se sont lancés dans des programmes d'investissement accélérés jusqu'à l'année prochaine afin d'accroître la pénétration de leurs réseaux de fibre optique et la couverture 5G.

Symb.	Cote du titre	Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 3/31	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B		BAIIA (M\$)			V/E/BAIIA		Valeur compt.	Ratio d'endet.	Cours cide			
							(A)	est.	est.	Ex1	Ex2	(A)	est.	est.	Ex1	Ex2			Ex1	Ex2	12 mois	Δ
							Dernier Ex	Ex1	Ex2			Dernier Ex	Ex1	Ex2								
Radiodiffusion et divertissement																						
Cineplex Inc.	CGX	RS	754	63.3	11.91	12/2020	(9.85)	(2.14)	0.04	NM	NM	-182.8	51.0	185.3	28.9	7.3	4.05	0.97	17.00	↑		
Corus Entertainment Inc.	CJR.b	RS	1,192	208.4	5.72	08/2020	0.75	0.91	0.81	6.3	7.0	505.8	539.6	507.8	5.2	5.1	4.66	0.62	8.00	↑		
WildBrain Ltd.	WILD	RM	481	169.3	2.84	06/2020	(0.64)	0.01	0.07	NM	NM	81.8	82.9	90.7	11.4	9.9	0.46	0.82	3.00			
Spin Master	TOY	RS	3,579	102.0	35.09	12/2020	0.51	1.23	1.48	22.7	18.9	180.6	277.6	302.2	9.0	7.8	8.26	-0.61	47.00	↑		
Stingray Digital	RAY.a	RS	520	73.0	7.12	03/2020	0.74	0.93	0.95	7.6	7.5	118.1	120.5	125.7	7.2	6.5	3.92	0.59	9.00			
TVA Group Inc.	TVA.b	RM	98	43.2	2.27	12/2020	0.86	0.55	0.64	4.1	3.6	85.3	66.0	68.8	1.7	1.3	6.46	0.11	2.50			
Impression et édition																						
Thomson Reuters	TRI	RS	54,825	498.0	110.09	12/2020	1.85	2.03	2.68	43.1	32.7	1975.0	1904.9	2238.0	23.9	20.1	20.04	0.18	122.00			
Transcontinental Inc.	TCL.a	RS	1,925	87.0	22.12	10/2020	2.61	2.30	2.33	9.6	9.5	499.4	448.1	442.9	6.0	5.7	19.67	0.34	26.00			
Publicité et marketing																						
Yellow Pages	Y	RM	343	28.0	12.27	12/2020	2.28	2.19	2.20	5.6	5.6	129.4	116.0	105.0	2.3	2.0	NM	-0.05	13.00			
Télécommunications																						
BCE Inc.	BCE	RS	51,307	904.4	56.73	12/2020	3.02	3.15	3.48	18.0	16.3	9607.0	9956.5	10401.8	8.1	7.7	18.78	0.38	64.00			
Cogeco Communications Inc.	CCA	RS	5,654	47.9	118.00	08/2020	7.41	8.91	9.75	13.2	12.1	1148.7	1226.3	1278.0	6.6	6.1	56.55	0.50	126.00			
Quebecor Inc.	QBR.b	RS	8,405	249.1	33.74	12/2020	2.33	2.46	2.61	13.7	12.9	1952.6	1997.4	2058.1	6.8	6.4	4.47	0.84	40.00			
Rogers Communications Inc.	RCI.b	RS	29,260	504.9	57.95	12/2020	3.40	3.72	4.49	15.6	12.9	5857.0	6064.8	9027.0	7.5	7.1	18.96	0.46	74.00	↑		
Shaw Communications	SJR.b	RS	16,765	513.0	32.68	08/2020	1.31	1.34	1.47	24.5	22.2	2391.0	2431.6	2493.0	9.1	8.6	12.02	0.47	40.50	↑		
Telus Corp.	T	RS	32,314	1291.0	25.03	12/2020	0.95	0.97	0.95	25.9	26.2	5494.3	5959.7	6319.1	8.6	8.2	9.76	0.62	28.00	↓		

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

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

Source: Bloomberg, Refinitiv et Estimations FBN

**Cameron Doerksen, CFA**

Analyste
514 879-2579

—
Adjoint :
Albert Matousek, MBA
514 390-7825

Sélections

- › TFI International
- › NFI Group
- › Héroux-Devtek

Le projet de fusion du CP et de Kansas City Southern, une transaction incontournable

Chemin de fer Canadien Pacifique (CP : TSX; Rendement supérieur, cours cible de \$515.00).

Le Chemin de fer Canadien Pacifique a conclu un accord en vue de fusionner avec la compagnie ferroviaire de classe I Kansas City Southern (KSU : NYSE). La transaction, soutenue par les deux conseils d'administration, impliquerait l'acquisition par CP des actions de KSU pour une valeur implicite de US\$275 chaque, soit une prime de 23% par rapport au cours de clôture du vendredi 19 mars. Les actionnaires de KSU recevraient US\$90 par action au comptant, plus 0,489 action de CP pour chaque action de KFU qu'ils détiennent. La transaction valorise l'entreprise à US\$29 milliards au total. CP émettra pour US\$8,6 milliards de dette nouvelle ainsi que 44,5 millions d'actions

Valorisation à prime pour KSU. Le prix implicite que CP paiera pour KSU représente 30,5 fois le BPA consensuel de l'exercice en cours et 25,9 fois le BPA 2022. À l'annonce de la transaction (le 21 mars), CP se négociait à un ratio C/B de 23,2 pour l'exercice en cours et de 20,8 pour le suivant selon les estimations consensuelles, tandis que les moyennes du groupe des compagnies de classe I étaient de 23,1 et 20,4, respectivement. CP indique que la fusion aura un effet relatif au cours de la première année complète après que CP a pris le contrôle total de l'entité, avec une croissance d'environ 10% à 15% après réalisation totale des gains de synergie en 2025, qui devraient se chiffrer à US\$780 millions sur trois ans.

La fusion logique des deux plus petites compagnies ferroviaires de classe I.

CP et KSU sont les deux plus petites compagnies ferroviaires de classe I en Amérique du Nord, si bien qu'une fusion pour livrer concurrence de façon plus efficace aux concurrentes de plus grande envergure paraît opportune. Il est important de souligner que la nouvelle entité sera le seul réseau en Amérique du Nord à fournir un accès direct à l'ensemble du territoire canadien, à la région centre des États-Unis et au cœur industriel du Mexique, créant ainsi un véritable réseau reliant trois côtes. Le réseau nord-sud ainsi créé sera particulièrement intéressant pour le transport de céréales, le transport intermodal et celui de véhicules

automobiles. Avec le nouvel accord commercial ACEUM et vu que les échanges commerciaux entre le Mexique et les États-Unis sont destinés à croître (potentiellement grâce à une tendance croissante du retour de l'impartition en Amérique du Nord dans le secteur de la fabrication), la transaction semble se présenter à un moment favorable. Fait important, il n'y a pas vraiment de chevauchement entre les deux réseaux qui relient Kansas City. En fait, CP et KSU couvrent déjà le transport de volumes importants, et des échanges mieux répartis entraîneront aussi des gains d'efficacité.

Il est fort probable que les autorités de réglementation approuvent la transaction.

À la clôture financière de la transaction, attendue au deuxième semestre de cette année, CP placera KSU dans une structure de fiducie indépendante en attendant le feu vert des autorités de réglementation. L'autorisation du Surface Transportation Board (STB) des États-Unis représente l'étape majeure dans ce processus, mais, comme les réseaux ne se chevauchent pas et que l'opération est positive dans le contexte de la concurrence, la probabilité qu'elle soit autorisée est bien plus élevée qu'en 2015, quand CP souhaitait acquérir NSC. La décision du STB est attendue d'ici l'été 2022.

Transport et produits industriels

	Symb.	Cote du titre	Actions		Cap. bours. (M)	Dernier exercice déclaré	BPA			C/B		FTDPAD			C/FT		Ratio d'endet.	Cours cible			
			e.c. (M)	Cours 3-31			(A)	est.	est.	Ex1	Ex2	Denier Ex	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2		Ex1	Ex2	12 mois	Δ
Air Canada	AC	RS	297	26.15	7,767	12/2020	-16.47	-10.23	-0.30	na	na	(7.51)	(4.07)	5.87	na	4.5x	na	26.00			
Bombardier Inc.	BBD.b	RM	2420	0.97	2,347	12/2020	-u0.47	-u0.15	-u0.01	na	na	-u1.32	-u0.21	u0.11	na	8.4x	na	0.70			
BRP Inc.	DOO	RS	90	108.97	9,754	01/2021	5.35	7.29	8.23	15.0x	13.2x	6.77	3.56	5.76	30.7x	18.9x	158%	123.00	↑		
CAE Inc.	CAE	RM	295	35.81	10,546	03/2020	1.34	0.44	0.99	80.8x	36.0x	(80.30)	(80.00)	(90.00)	na	na	39%	41.00			
Canadian National Rail	CNR	RM	713	145.84	104,013	12/2020	5.31	5.96	6.99	24.5x	20.9x	8.47	8.97	10.13	16.3x	14.4x	39%	147.00	↑		
Canadian Pacific Rail	CP	RS	↑	135	480.00	64,704	12/2020	17.67	20.00	22.38	24.0x	21.4x	23.47	27.36	29.67	17.5x	16.2x	57%	515.00	↑	
Cargojet Inc.	CJT	RS	16	162.24	2,530	12/2020	-5.63	5.33	6.31	30.5x	25.7x	9.41	7.27	5.84	22.3x	27.8x	76%	231.00			
Chorus Aviation Inc.	CHR	RM	162	4.55	736	12/2020	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R		
Exchange Income Corporation	EIF	RS	36	40.24	1,448	12/2020	1.31	1.42	2.44	28.2x	16.5x	5.66	5.94	7.17	6.8x	5.6x	62%	44.00			
Héroux-Devtek Inc.	HRX	RS	37	17.15	626	03/2020	1.00	0.74	0.74	23.1x	23.2x	2.26	1.78	2.00	9.6x	8.6x	33%	18.50			
NFI Group Inc.	NFI	RS	71	27.98	1,985	12/2020	-u0.75	u0.66	u1.50	33.8x	14.9x	u0.69	u1.12	u1.90	25.0x	14.8x	67%	34.00	↑		
Transat A.T. Inc.*	TRZ	R	38	5.56	210	10/2020	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R		
TFI International Inc.	TFII	RS	93	94.20	8,796	12/2020	u3.30	u3.92	u5.12	19.1x	14.6x	u5.16	u5.15	u6.45	14.5x	11.6x	41%	110.00			

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

u = dollars US

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

Source: Rapports des sociétés, Refinitiv, FBN

Liste alphabétique des sociétés

SN Plus	VNP	67	Capstone Mining	CS	47	goeasy	GSY	59	NorthWest H.P. REIT	NWH.un	45	Teck Resources	TECKb	47
ABC Technologies	ABCT	56	Cargojet Inc.	CJT	71	Golden Star Resources	GSC	49	Nuvei Corporation	NVEI	65	Telus Corp.	T	69
Absolute Software Corp.	ABST	65	Cascades	CAS	63	Goodfood Market	FOOD	41	NuVista Energy	NVA	52	Tervita	TEV	55
Advantage Oil & Gas	AAV	52	Cenovus Energy	CVE	52	Granite REIT	GRT.un	45	O3 Mining Inc.	OIII	49	TFI International Inc.	TFII	71
Adventus Mining	ADZN	47	Centerra Gold Inc	CG	49	Great-West Lifeco	GWO	39	OceanaGold Corp	OGC	49	Theratechnologies	TH	57
Aecon Group	ARE	56	CES Energy Solutions Corp.	CES	52	H&R REIT	HR.un	45	Open Text Corporation	OTEX	65	Thomson Reuters	TRI	69
Ag Growth International Inc.	AFN	61	CGI Inc.	GIB.A	65	Hardwoods Distribution	HDI	63	Osisko Development	ODV	49	Tidewater Midstream	TWM	55
Agnico-Eagle Mines Ltd	AEM	49	Chartwell Retirement Residences	CSH.un	45	Headwater Exploration	HWX	52	Osisko Gold Royalties Ltd	OR	49	Timbercreek Financial	TF	59
Air Canada	AC	71	Chemtrade Logistics Income Fund	CHE.UN	57	Héroux-Devtek Inc.	HRX	71	Osisko Mining	OSK	49	TMX Group	X	59
Akumina	AKU.u	57	Choice Properties REIT	CHP.un	45	Home Capital Group	HCG	59	Ovintiv Inc (US\$)	OVV	52	Topaz Energy	TPZ	52
Alamos Gold Inc	AGI	49	Chorus Aviation Inc.	CHR	71	Hudbay Minerals	HBM	47	Pan American Silver	PAAS	49	Toromont Industries Ltd.	TIH	56
Alaris Equity Partners Income Trust	AD	63	CIBC	CM	39	Hydro One Ltd.	H	55	Paramount Resources	POU	52	Tourmaline Oil	TOU	52
Algonquin Power	AGN	67	Cineplex Inc.	CGX	69	IAMGOLD Corp	IMG	49	Parex Resources	PXT	52	TransAlta	TA	55
Alio Gold Inc.	ALO	49	Cogeco Communications Inc.	CCA	69	IBI Group Inc.	IBG	56	Park Lawn Corporation	PLC	63	TransAlta Renewables	RNW	67
Allied Properties REIT	AP.un	45	Cominar REIT	CUF.un	45	Imperial Oil	IMO	52	Parkland Fuel Corporation	PKI	41	Transat A.T. Inc.	TRZ	71
AltaGas	ALA	55	Constellation Software Inc.	CSU	65	IMV Inc.	IMV	57	Pason Systems Corp.	PSI	61	Transcontinental Inc.	TCL.a	69
AltaGas Canada Inc.	ACI	55	Copper Mountain Mining	CMMC	47	Industrielle Alliance	IAG	39	Pembina Pipelines	PPL	55	Trevali Mining	TV	47
Altius Renewable Royalties Corp	ARR	67	Corus Entertainment Inc.	CJR.b	69	Innervex	INE	67	Peyto Exploration & Development	PEY	52	Trican Well Services	TCW	52
Altus Group Limited	AIF	65	Couche Tard	ATD.b	41	Inovalis REIT	INO.un	45	Pinnacle Renewable	PL	67	Tricon Capital Group	TCN	45
American Hotel Income Properties	HOT.un	45	Crescent Point Energy Corp.	CPG	52	Intact Financial Corp.	IFC	59	Pipestone Energy	PIPE	52	Trilogy Metals	TMQ	47
Andlauer Healthcare Group	AND	57	Crew Energy	CR	52	Integra Resources Corp.	ITR	49	Phytree Inc.	PVT	65	Trisura Group Ltd.	TSU	59
ARC Resources Ltd.	ARX	52	CRH Medical	CRH	57	Inter Pipeline	IPL	55	PrairieSky Royalty	PSK	52	True North Commercial REIT	TNT.un	45
Argonaut Gold Inc.	AR	49	Crombie REIT	CRR.un	45	InterRent REIT	IIP.un	45	Precision Drilling Corp.	PD	52	TVA Group Inc.	TVA.b	69
Artemis Gold Inc.	ARTG	49	CT REIT	CRT.un	45	Intertape Polymer Group Inc.	ITP	63	Premium Brands Holdings	PBH	41	Uni-Sélect	UNS	63
Artis REIT	AX.un	45	DXTerra Group Inc.	DXT	63	Invesque	IVQU	45	Veresen Inc.	PVG	49	Veresen Inc.	VSN	55
ATCO Ltd.	ACO	55	DIRTT Environmental Solutions	DRT	67	Jamieson Wellness	JWEL	57	Pure Gold Mining Inc.	PGM	49	Vermilion Energy Inc.	VET	52
Atlantic Power	AT	67	Docebo Inc.	DCBO	65	Josemaria Resources	JOSE	47	Quebecor Inc.	QBR.b	69	Wesdome Corp.	WDO	49
ATS Automation	ATA	56	Dollarama	DOL	41	K92 Mining Inc.	KNT	49	Real Matters Inc.	REAL	65	Wheaton Precious Metals Corp	WPM	49
AuRico Metals Inc	AMI.TO	49	DREAM Industrial REIT	DIR.un	45	K-Bro Linen	KBL	57	Richelieu Hardware	RCH	63	Whitecap Resources	WCP	52
AutoCanada	ACQ	56	DREAM Office REIT	Dun	45	Kelt Exploration	KEL	52	RioCan REIT	REI.un	45	WildBrain Ltd.	WILD	69
Automotive Properties REIT	APR.un	45	Dundee Precious Metals	DPM	49	Keyera	KEP	55	Ritchie Bros. Auctioneers	RBA	56	WPT Industrial REIT	WIR'U-T	45
Aya Gold and Silver	AYA	49	ECN Capital	ECN	59	Killam Apartment REIT	KMP.un	45	Rogers Communications Inc.	RCL.b	69	WSP Global	WSP	56
B2Gold	BTO	49	Eldorado Gold Corp	ELD	49	Kinaxis Inc.	KXS	65	Rogers Sugar	RSI	57	Xebec Adsorption	XBC	67
Ballard Power Systems	BLDP	67	Element Fleet Management	EFN	59	Kinross Gold Corp	K	49	Roots Corporation	ROOT	41	Yamana Gold Inc	YRI	49
Banque Canadienne de l'Ouest	CWB	39	Emera Inc.	EMA	55	Kirkland Lake Gold Corp	KL	49	Royal Gold Inc	RGLD	49	Yangarra Resources	YGR	52
Banque de Montréal	BMO	39	Empire Company	EMPa	41	Knight Therapeutics	GUD	57	Sabina Gold and Silver Corp.	SBB	49	Yellow Pages	Y	69
Banque Laurentienne	LB	39	Enbridge Inc.	ENB	55	KP Tissue	KPT	63	Sandstorm Gold Ltd	SSL	49			
Banque Nationale	NA	39	Enbridge Income Fund	ENF	55	Lassonde	LAS.a	41	Saputo	SAP	41			
Banque Royale du Canada	RY	39	Endeavour Mining	EDV	49	Liberty Gold Corp	LGD	49	Savaria Corporation	SIS	63			
Banque Scotia	BNS	39	Enerflex Ltd.	EFX	61	Lightspeed POS	LSPD	65	Secure Energy	SES	55			
Banque Toronto-Dominion	TD	39	Enerplus Corporation	ERF	52	Lithium Americas	LAC	67	Seven Generations	VII	52			
Barrick Gold	ABX	49	Equinox Gold Corp	EQX	49	Loblaw	L	41	Shaw Communications	SJR.b	69			
Barsele Minerals Corp.	BME	49	Equitable Group	EQB	59	Loop Energy Inc	LPEN	67	Shawcor Ltd.	SCL	61			
Baytex Energy	BTE	52	ERES REIT	ERE.un	45	Lundin Gold Inc.	LUG	49	Sherritt International	S	47			
BCE Inc.	BCE	69	Ero Copper	ERO	47	Lundin Mining	LUN	47	Shopify Inc.	SHOP	65			
Birchcliff Energy	BIR	52	Exchange Income Corporation	EIF	71	MAG Silver Corp	MAG	49	Sienna Senior Living	SIA	45			
Bird Construction Inc.	BDT	56	EXFO Inc.	EXFO	65	Marathon Gold Corp.	MOZ	49	Sierra Wireless Inc.	SWIR	65			
Blackline Safety Corp.	BLN	65	Extencicare	EXE	45	MAV Beauty Brands	MAV	41	Sigma Lithium	SGMA	67			
Bluestone Resources Inc.	BSR	49	Fairfax Financial Holdings	FFH	59	Maverix Metals Inc	MMX	49	SilverCrest Metals	SIL	49			
Boardwalk REIT	BEI.un	45	Falco Resources Ltd.	FPC	49	Maxar Technologies Ltd.	MAXR	65	Slate Office REIT	SOT.un	45			
Bombardier Inc.	BBD.b	71	Farmers Edge Inc.	FDGE	65	mdf commerce inc.	MDF	65	Sleep Country Canada	ZZZ	41			
Boralex	BLX	67	Fiera Capital Corp.	FSZ	59	Medical Facilities Corp.	DR	57	SmartCentres REIT	SRU.un	45			
Boyd Group Services Inc.	BYD	63	Filo Mining	FIL	47	MEG Energy	MEG	52	SNC-Lavalin	SNC	56			
Brookfield Business Partners	BBU	59	Financière Manuvie	MFC	39	Metro	MRU	41	Spartan Delta	SDE	52			
Brookfield Infrastructure	BIP	67	Financière Sun Life	SLF	39	Minera Alamos	MAI	49	Spin Master	TOY	69			
Brookfield Renewable	BEP	55	Finning International Inc.	FTT	56	Minto Apartment REIT	MLun	45	SSR Mining Inc	SSRM	49			
Brookfield Renewable	BEP	67	First Capital REIT	FCR	45	Morneau Shepell	MSI	59	Stantec Inc.	STN	56			
BRP Inc.	DOO	71	First Majestic Silver Corp	FR	49	MTY Food Group	MTY	41	Stelco	STLC	56			
BSR REIT	HOM.un	45	First National Financial	FN	59	Mullen Group Ltd.	MTL	61	Stella-Jones	SJ	56			
BTB REIT	BTB.un	45	First Quantum Minerals	FM	47	NanoXplore	GRA	67	Stingray Digital	RAY.a	69			
CAE Inc.	CAE	71	Flagship Communities REIT	MHCu	45	National Energy Services Reunited	NESR	52	StorageVault Canada	S.V.I	45			
Canadian National Rail	CNR	71	Fortis Inc.	FTS	55	Nevada Copper	NCU	47	Storm Resources	SRX	52			
Canadian Natural Resources	CNQ	52	Fortuna Silver Mines Inc	FVI	49	New Gold Inc	NGD	49	Summit Industrial	SMU.un	45			
Canadian Pacific Rail	CP	71	Franco-Nevada Corp	FNV	49	New Look Vision Group	BCI	63	Suncor Energy	SU	52			
Canadian Tire	CTC.a	41	Freehold Royalties	FRU	52	Newmont	NGT	49	Superior Plus	SPB	55			
Canadian Utilities	CU	55	GDI Integrated Facility Services	GDI	63	Nexa Resources	NEXA	47	Surge Energy	SGY	52			
CanWel Building Materials	CWX	63	GFL Environmental Inc.	GFL	67	NFI Group Inc.	NFI	71	Tamarack Valley Energy	TVE	52			
CAP REIT	CAR.un	45	Gibson Energy	GEI	55	North American Construction Group Ltd.	NOA	56	Taseko Mines	TKO	47			
Capital Power	CPX	55	Gildan	GIL	41	Northland Power	NPI	67	TC Energy Corp.	TRP	55			

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) 823-6859
Drummondville • 595, boulevard Saint-Joseph, Bureau 200, Drummondville, QC, J2C 2B6 • 819-477-5024
Duncan • 2763 Beverly Street, Suite 206, Duncan, BC, V9L 6X2 • 250-715-3050
Edmonton • 10175 – 101 Street NW, Suite 1800, Edmonton, AB, T5J 0H3 • 780-412-6600
Edmonton-North • TD Tower, 10088 – 102 Avenue, Suite No. 1701, Edmonton, AB, T5J 2Z1 • 780-421-4455
Fredericton/NB • 551 King Street, Fredericton, NB, E3B 4Z9 • 506-450-1740
Gatineau • 920, St-Joseph, Bureau 100, Hull-Gatineau, QC, J8Z 1S9 • 819-770-5337
Granby • 150, rue St-Jacques, Bureau 202, Granby, QC, J2G 8V6 • 450-378-0442
Halifax • Purdy's Wharf Tower II, 1969 Upper Water Street, Suite 1601, Halifax, NS, B3J 3R7 • 902-496-7700
Halifax-Spring Garden • 400-5657 Spring Garden Road, Parklane Terraces, Halifax, NS, B3J 3R4 • 902-425-1283
Joliette • 40, rue Gauthier Sud, Bureau 3500, Joliette, QC, J6E 4J4 • 450-760-9595
Kelowna • 1631 Dickson Ave. Suite 1710, Landmark 6, Kelowna, BC, V1Y 0B5 • 250-717-5510
Lac-Mégantic • 3956, rue Laval, suite 100, QC, G6B 2W9 • 819-583-6035
Laval • 2500, boulevard Daniel Johnson, Bureau 610, Laval, QC, H7T 2P6 • 450-686-5700
Lethbridge • 404, 6th Street South, Lethbridge, AB, T1J 2C9 • 403-388-1900
Lévis • 1550, boulevard Alphonse-Desjardins, Bureau 110, Lévis, QC, G6V 0G8 • 418-838-0456
London Pall Mall • 256 Pall Mall Street, Suite 201, London, ON, N6A 5P6 • 519-439-6228
London-City Centre • 802-380 Wellington Street, London, ON, N6A 5B5 • 519-646-5711
Metcalfe • 1155, rue Metcalfe, Suite 1450, Montréal, QC, H3B 2V6 • 514-879-4825
Mississauga • 350, Burnhamthorpe road West, Suite 603, Mississauga, ON, L5B 3J1 • 905-272-2799
Moncton • 735 Main Street, Suite 300, Moncton, NB, E1C 1E5 • 506-857-9926
Mont Saint-Hilaire • 450 boul. Sir-Wilfrid-Laurier local 208, Mont-St-Hilaire, Qc. J3H 3N9 • 450-467-4770
Mont-Tremblant • 1104, rue de Saint-Jovite, 2^e étage, Mont-Tremblant, QC, J8E 3J9 • 450-569-3440
Montréal International • 1, Place Ville-Marie, Bureau 1700, Montréal, QC, H3B 2C1 • 514-879-5576
Montréal L'Acadie • 9001, boulevard de l'Acadie, Bureau 802, Montréal, QC, H4N 3H5 • 514-389-5506
North Bay • 680 Cassells Street, Suite 101, North Bay, ON, P1B 4A2 • 705-476-6360
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-Colixte, Plessisville, QC, G6L 1R2 • 819-362-6000
Kirkland • 16,766 Route Transcanadienne, bureau 503, Kirkland, QC, H9H 4M7 • 514-426-2522
PVM Montréal • 1, Place Ville-Marie, Bureau 1700, Montréal, QC, H3B 2C1 • 514-879-5200
Québec • 500, Grande-Allée Est, Bureau 400, Québec, Qc, G1R 2J7 • 418-649-2525
Québec - Sainte-Foy • Place de la Cité, 2600, boulevard Laurier, Bureau 700, Québec, QC, G1V 4W2 • 418-654-2323
Red Deer • 4719 48th Avenue, Suite 200, Red Deer, AB, T4N 3T1 • 403-348-2600

Regina • 2075, Prince Of Wales Drive, Suite 305, Regina, SK, S4V 3A3 • 306-781-0500
Repentigny • 534, rue Notre-Dame, Bureau 201, Repentigny, QC, J6A 2T8 • 450-582-7001
Richmond • 135-8010 Saba Road, Richmond, BC, V6Y 4B2 • 604-658-8050
Richmond Hill • 9130 Leslie Street, Suite 200, Richmond Hill, ON, L4B 0B9 • 416-753-4016
Rimouski • 127, boulevard René-Lepage Est, Bureau 100, Rimouski, QC, G5L 1P1 • 418-721-6767
Rivière-du-Loup • 10, rue Beaubien, Rivière-du-Loup, QC, G5R 1H7 • 418-867-7900
Rouyn-Noranda • 104, 8^e rue, Rouyn-Noranda, QC, J9X 2A6 • 819-762-4347
Saint John • 69 King Street, 2nd floor, St-John, NB, E2L 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
Thedford Mines • 222, boulevard Frontenac Ouest, bureau 107, Thedford Mines, QC, G6G 6N7 • 418-338-6183
Thunder Bay • 979, Alloy Dr, Suite 104, Thunder Bay, ON, P7B 5Z8 • 807-683-1777
Toronto 1 • Exchange Tower, 130 King Street West, Suite 3200, Toronto, ON, M5X 1J9 • 416-869-3707
Toronto Midtown • 22 St. Clair Ave East, suite 1202, Toronto, ON, M4T 2S5 • 416-507-8870
Trois-Rivières • 7200, rue Marion, Trois-Rivières, QC, G9A 0A5 • 819-379-0000
Val d'Or • 840, 3^e avenue, Val d'Or, QC, J9P 1T1 • 819-824-3687
Valleyfield • 1356, boulevard Monseigneur-Langlois, Valleyfield, QC, J6S 1E3 • 450-370-4656
Vancouver - PB1859 • 1076 Alberni Street, Suite 201, Vancouver, BC, V6A 1A3 • 778-783-6420
Vancouver 1 • 475 Howe Street, Suite 3000, Vancouver, BC, V6C 2B3 • 604-623-6777
Victoria • 700-737 Yates Street, Victoria, BC, V8W 1L6 • 250-953-8400
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
Tél.: 44-207-680-9370
Tél.: 44-207-488-9379

New York

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

National Bank of Canada Financial Inc.

New York

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

Membre de

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

Bureaux corporatifs

Montréal Financière Banque Nationale

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

Toronto National Bank Financial

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

Canada (Sans frais)

1 800 361-8838
1 800 361-9522

United States (Sans frais)

1 800 678-7155

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

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

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

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

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

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

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

FBN est membre du Fonds canadien de protection des épargnants.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



**BANQUE NATIONALE
DU CANADA**

MARCHÉS FINANCIERS