

JUIN 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

Alpa Atha 416 542-3936
Économiste, Revenu fixe

Analyse technique

Dennis Mark 416 869-7427

Banques et assurances

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

Distribution et produits de consommation

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

ESG et développement durable

Amber Brown 403 290-5624

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

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

Michael Parkin 416 869-6766
Adjoint : Alessandro Cairo 416 869-8511
Adjoint : 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 : William Duforest 403 441-0952
Adjoint : Zach Warnock 403 355-6643

Produits industriels

Maxim Sytchev 416 869-6517
Adjointe : Alizeh Haider 416 869-7937
Adjoint : 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 : James Burns 416 869-8808
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 : Alex Hutton 416 869-8281

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 ...	16
Marché boursier et stratégie de portefeuille	23
Analyse technique	31
Analyse sectorielle	38
› Liste de sélections FBN.....	39
› Glossaire des tableaux des analystes ...	40
› Recommandations des analystes.....	41
› Liste alphabétique des sociétés	78

Points saillants

Économie

- Le nombre de nouveaux cas de COVID-19 répertoriés à l'échelle de la planète est en net recul depuis un mois. Dans les économies avancées, le repli s'explique en grande partie par l'accélération des campagnes de vaccination qui permet maintenant d'entrevoir une réouverture plus complète/permanente de l'économie. Ailleurs, l'amélioration de la situation sanitaire est plutôt due au renforcement des règles de distanciation sociale, notamment en Inde où une flambée de cas a forcé la réimposition de confinements stricts dans certaines régions à la fin d'avril. L'accès aux vaccins étant beaucoup plus limité dans les économies émergentes, l'immunité collective risque de n'y être pas atteinte avant 2022. Les pays en développement resteront donc plus exposés à des soubresauts pandémiques dans les prochains mois, ce qui pourrait se traduire par des taux de croissance plus volatils. Malgré cela, nous continuons de nous attendre à un rebond solide de l'économie mondiale en 2021; nous avons laissé inchangée à +6.0% notre prévision de croissance pour l'année. Qui plus est, notre niveau de confiance dans une reprise vigoureuse a augmenté, la distribution de vaccins ayant grandement réduit l'incertitude économique et les risques baissiers pour la croissance.
- Les données économiques les plus récentes en provenance des États-Unis confirment ce à quoi nous nous attendions depuis quelques mois déjà, c'est-à-dire une relance extrêmement solide stimulée par des politiques monétaires et budgétaires très accommodantes. Bien que les effectifs salariés non agricoles aient augmenté à un rythme plus faible que prévu en mai (559K contre des prévisions de 675K), le rythme des embauches s'est tout de même accéléré par rapport au mois précédent, laissant présager une reprise lente, mais régulière du marché du travail dans un contexte de déconfinement. Toujours en mai, l'IPC d'ensemble était en hausse de 5.0% sur douze mois, le gain le plus solide enregistré en 13 ans. En excluant les aliments et l'énergie, les prix ont bondi de 3.8% a/a, plus que jamais depuis juin 1992. Sur une base de 3 mois annualisée, les données sont encore plus impressionnantes, avec une inflation globale en hausse de 8.4% et l'indice de base en progression de 8.3%. Jusqu'ici, le gros des pressions inflationnistes provenait du secteur des biens, mais elles pourraient

aussi augmenter dans le secteur des services si, comme nous le croyons, les consommateurs décident d'augmenter leurs dépenses pour des activités dont ils ont été privés pendant des mois (sorties au restaurant, voyages, etc.). Nous avons laissé inchangée notre prévision d'une croissance du PIB réel de 6.9% en 2021. Pour 2022, nous anticipons maintenant une expansion de 4.3% (contre 3.9% le mois précédent). Cette révision à la hausse tient compte de dépenses annoncées en infrastructures et en programmes sociaux. Selon notre projection, le PIB réel des États-Unis sera de retour à son potentiel au troisième trimestre de 2021.

- Au début de l'année, la situation sanitaire n'était pas de bon augure pour le premier trimestre au Canada alors que ses deux plus grosses provinces décrétaient la fermeture des commerces non essentiels. En fait, tous les autres pays du G7, à l'exception des États-Unis, ont enregistré des reculs de leurs économies pendant le premier trimestre. Or, non seulement la contraction appréhendée par beaucoup ne s'est pas matérialisée au Canada, mais la croissance réelle a en définitive été très solide, à 5.6% en rythme annualisé. Cette performance place l'économie canadienne dans une position enviable sur une base relative. La production en termes réels de l'économie canadienne se trouvait alors à 1.7% sous son niveau d'avant la pandémie, ce qui représente la meilleure reprise des pays du G7, après les États-Unis. En termes nominaux, la croissance annualisée du T1 a été encore plus spectaculaire, si bien que le PIB nominal dépasse son pic d'avant la récession de 3.0%. Cela représente la meilleure performance des pays du G7. Ce mois-ci, nous maintenons notre prévision de croissance réelle à 6.0% en 2021. Après une pause temporaire de la reprise en raison des mesures sanitaires et des enjeux de production dans le secteur automobile en raison des pénuries de puces informatiques, des croissances impressionnantes continuent d'être attendues avec la réouverture des services à forte proximité physique par la suite. En termes nominaux, notre prévision de croissance s'établit désormais à 12.6% en 2021, du jamais vu en quarante ans.

Taux d'intérêt et devise

- D'après nous, les ressources inutilisées seront absorbées relativement rapidement, les consommateurs bien pourvus ayant hâte de reprendre une vie normale à mesure que les restrictions sont levées et que

le climat de confiance se rétablit. Pendant ce temps, les pressions sur les prix en amont dans de multiples catégories de marchandises et les attentes potentiellement autoréalisatrices d'une accélération de l'inflation sont de plus en plus difficiles à ignorer. Où cela nous situe-t-il? Alors que les facteurs cycliques sont pleinement à l'œuvre et qu'une expansion à même de s'autosuffire paraît plus proche, il est de plus en plus difficile de justifier un soutien démesuré et continu de la politique monétaire.

- La réaction de la Fed, jusque-ici a consisté à imputer la dynamique montante à des facteurs temporaires reliés au processus de réouverture de l'économie. Elle a peut-être raison de penser qu'une partie des hausses des prix observées ces derniers mois s'annulera plus tard cette année ou au début de 2022. Mais temporaires ou non, les tensions inflationnistes deviennent simplement trop intenses pour qu'on les ignore, et elles ne justifient assurément pas le genre de politique pleins gaz encore pratiquée aujourd'hui. À bien y penser, la politique de la Fed n'a pratiquement pas changé depuis le plus fort de la crise de la COVID-19 et, pourtant, le PIB américain est sur le point de dépasser son potentiel au T3 cette année. Plus tôt dans le processus de reprise, le cadre de ciblage d'une inflation moyenne de la banque centrale a donné à celle-ci un peu de répit, les autorités monétaires arguant que l'inflation devait encore compenser ses insuffisances passées. Mais ce n'est plus le cas aujourd'hui. L'indice PCE de base, que la banque centrale suit de près, avait déjà rattrapé tout le terrain perdu pendant la pandémie en avril (c.-à-d. avant le rapport de mai qui promet d'être solide).
- Un commentaire antérieur de Tiff Macklem (« si l'économie se redresse conformément à notre plus récente projection ou mieux encore, il ne faudra pas autant de détente monétaire au fil du temps ») laissait une large place à l'interprétation. Que voulait-il dire par « au fil du temps »? À ce jour, la recette de la BdC pour diminuer l'assouplissement quantitatif a été de réduire à intervalle de six mois ses achats d'obligations hebdomadaires de \$1 milliard. Cela impliquerait une réduction en octobre à \$2 milliards par semaine et coïnciderait sans aucun doute avec l'idée de ralentir « au fil du temps ». C'est ainsi que nous avons initialement interprété les indications prospectives de la BdC. Mais les informations ajoutées par Timothy Lane, mesurant le progrès économique en semaines plutôt qu'en mois

Points saillants

ou en trimestres, laissent penser que la prochaine réduction est plus imminente que nous le pensions.

- › Il serait facile d'attribuer une grande partie de l'appréciation récente du CAD à la baisse du dollar américain pondéré en fonction des échanges. Affaire entendue, on passe à autre chose? Pas si vite. Toute une série de facteurs entrent en jeu pour expliquer l'évolution du CAD. La vigueur de l'économie mondiale et la révision à la hausse de nos prévisions de prix du pétrole - de 65 à 75 dollars/baril - impliquent un léger renforcement de la monnaie canadienne au troisième trimestre. Nous prévoyons que le CAD atteindra 1.17 USD cet été (contre 1.19 précédemment).

Répartition des actifs et marché boursier

- › Les places boursières mondiales ont atteint un nouveau record au début de juin. La tendance à la hausse des marchés boursiers reste soutenue par les révisions à la hausse des bénéfices plutôt que par l'expansion des ratios C/B. Le ratio C/B prévisionnel de l'indice MSCI Monde TP s'est contracté d'environ 9% par rapport à son sommet cyclique de 20.5 enregistré en septembre 2020.
- › Au cours des trois derniers mois, les estimations pour l'année à venir du bénéfice par action (BPA) de l'indice MSCI Monde (TP) ont été révisées à la hausse de 7.2%, plus que jamais depuis 1992. Nous ne considérons pas que ces prévisions sont trop belles pour être vraies.
- › Au moment d'écrire ces lignes, l'élan économique mondial s'affermi. L'indice JP Morgan composite de la production mondiale s'est encore amélioré en mai. C'est de bon augure pour les prévisions de bénéfice puisque les ventes exprimées en volume et la capacité d'ajuster les prix se raffermissent.
- › L'indice S&P/TSX connaît une excellente année. Le marché boursier canadien profite d'un regain de l'activité économique déclenché par des termes de l'échange favorables et une économie intérieure résiliente. Le PIB réel a augmenté de pas moins de 5.6% en chiffres annualisés au T1, mais le PIB nominal a bondi de 18.4%. C'était une évolution positive pour les bénéfices des entreprises, qui ont atteint un nouveau record

au cours du trimestre et se situaient au niveau stupéfiant de 29% au-dessus de celui du T4 2019

- › Notre répartition des actifs est inchangée ce mois-ci : Surpondération des actions et sous-pondération des titres à revenu fixe avec une répartition géographique privilégiant le Canada et les marchés émergents pour refléter notre opinion sur les taux de change.
- › Notre répartition sectorielle change ce mois-ci pour refléter un élan économique plus vigoureux sur fond d'amélioration des conditions sanitaires ce qui conduit à une production industrielle solide. Par conséquent nous sommes à l'aise

pour réviser notre prévision pour 2021 de prix du brut WTI de \$65 à \$75 le baril ce mois-ci et relever notre position sur l'énergie d'une pondération neutre à la surpondération. Pour faire de la place pour l'énergie, nous réduisons notre exposition au secteur des services financiers qui ont offert une excellente performance.

Rotation sectorielle FBN

Secteurs du S&P/TSX	Pondération*	Recommandation	Variation
Énergie	13.0	Surpondérer	↑
Matériaux	12.7	Surpondérer	
Industrie	11.6	Équipondérer	
Consommation discrétionnaire	4.0	Équipondérer	
Consommation de base	3.6	Équipondérer	
Santé	1.4	Équipondérer	
Finance	31.7	Équipondérer	↓
Technologies de l'information	9.4	Sous-pondérer	
Services de télécommunications	4.9	Équipondérer	
Services publics	4.5	Sous-pondérer	
Immobilier	3.1	Sous-pondérer	
Total	100		

* Au 04 Juin 2021

L'économie





Matthieu Arseneau
Chef économiste adjoint
514 879-2252



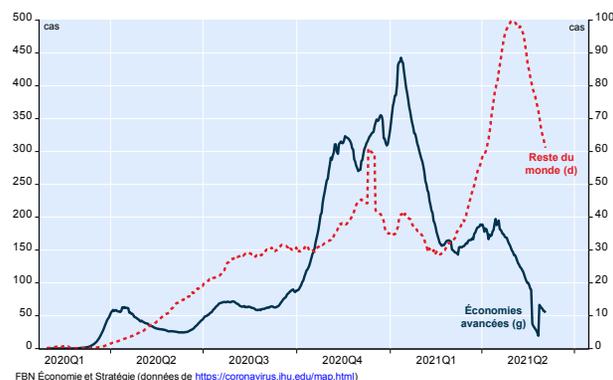
Jocelyn Paquet
Économiste
514 412-3693

Monde : La COVID-19 perd du terrain, l'économie repart

Le nombre de nouveaux cas de COVID-19 répertoriés à l'échelle de la planète est en net recul depuis un mois. Dans les économies avancées, le repli s'explique en grande partie par l'accélération des campagnes de vaccination qui permet maintenant d'entrevoir une réouverture plus complète/permanente de l'économie. Ailleurs, l'amélioration de la situation sanitaire est plutôt due au renforcement des règles de distanciation sociale, notamment en Inde où une flambée de cas a forcé la réimposition de confinements stricts dans certaines régions à la fin d'avril.

Monde : La pandémie en net recul

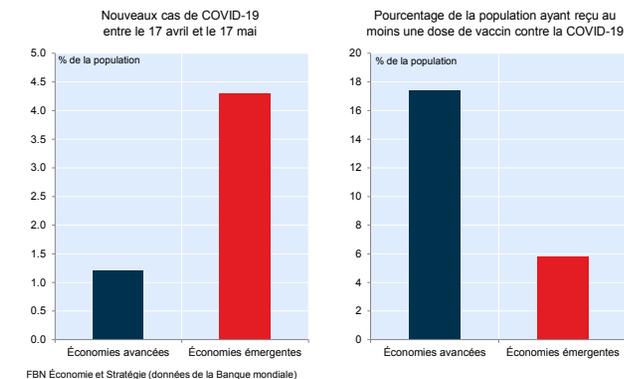
Nouveaux cas quotidiens de COVID-19 par million d'habitants, moyenne mobile de 7 jours



L'accès aux vaccins étant beaucoup plus limité dans les économies émergentes, l'immunité collective risque de n'y être pas atteinte avant 2022.

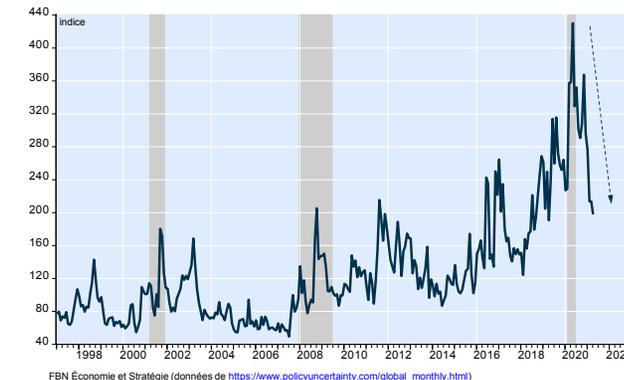
Les pays en développement resteront donc plus exposés à des soubresauts pandémiques dans les prochains mois, ce qui pourrait se traduire par des taux de croissance plus volatils. Malgré cela, nous continuons de nous attendre à un rebond solide de l'économie mondiale en 2021; nous avons laissé inchangée à +6.0% notre prévision de croissance pour l'année. Qui plus est, notre niveau de confiance dans une reprise vigoureuse a augmenté, la distribution de vaccins ayant grandement réduit l'incertitude économique et les risques baissiers pour la croissance.

Monde : L'accès au vaccin plus limité dans les économies émergentes



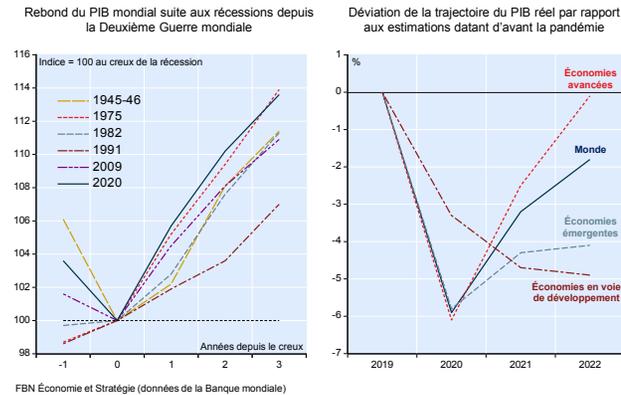
Monde : La vaccination réduit l'incertitude

Indice global de l'incertitude économique



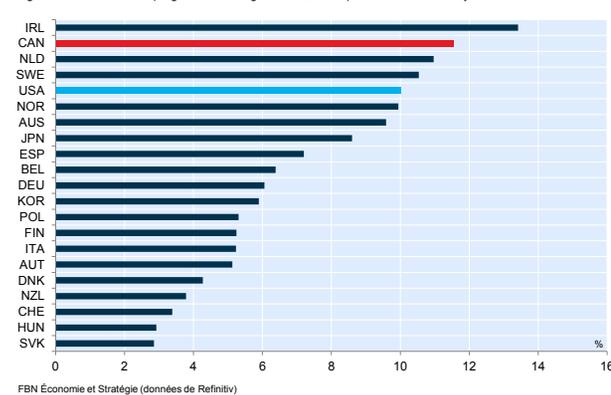
L'embellie pourrait se poursuivre en 2022 si bien que la Banque mondiale prédit maintenant que le rebond du PIB après la pandémie sera l'un des plus importants jamais enregistrés après une récession depuis la Deuxième Guerre mondiale. Tout comme l'organisation internationale, nous nous attendons à ce que les pays riches agissent comme moteur de la croissance à court et à moyen terme. La production de ces pays devrait même rattraper le retard engendré par la COVID-19 d'ici 2022.

Monde : Une reprise solide, mais inégale



La consommation des ménages devrait continuer de donner le ton. En effet, après avoir été confinés pendant plusieurs mois, les consommateurs des économies avancées auront maintenant la possibilité de dépenser l'épargne excédentaire accumulée pendant la crise. Le secteur des services, plus affecté par les mesures de distanciation sociale, devrait en être le principal bénéficiaire.

Monde : L'épargne accumulée pendant la crise stimulera la demande



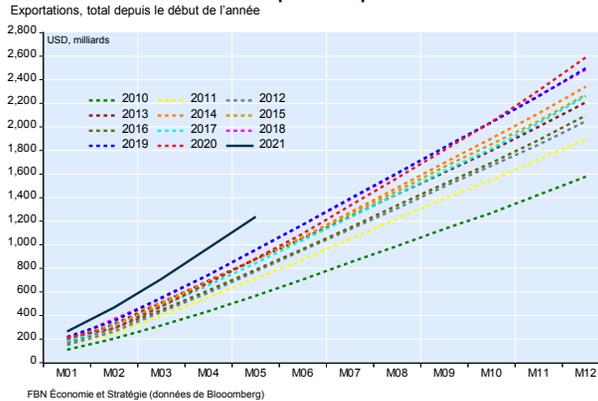
Nos prévisions pour les pays émergents sont plus optimistes que celles présentées par la Banque mondiale. Selon nous, la demande engendrée par les ménages les mieux nantis de la planète contribuera à garder les prix des matières premières élevés, ce qui favorisera certains pays exportateurs.

Monde : Envolée des prix des matières premières



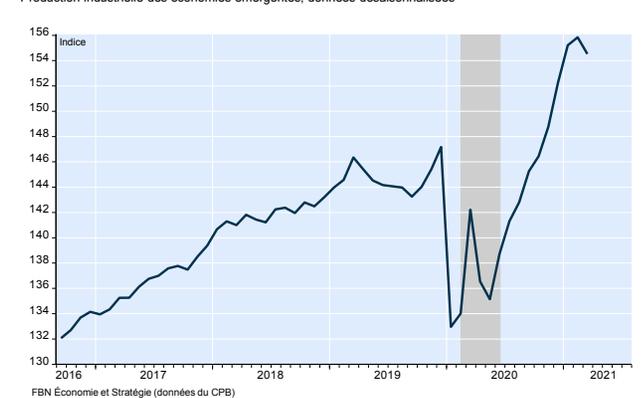
Les avantages associés au regain de la demande étrangère ne se limiteront toutefois pas aux pays producteurs de matières premières et de denrées. Au contraire, toutes les économies axées sur le commerce extérieur – la Chine tout particulièrement – devraient en profiter.

Chine : La croissance stimulée par les exportations



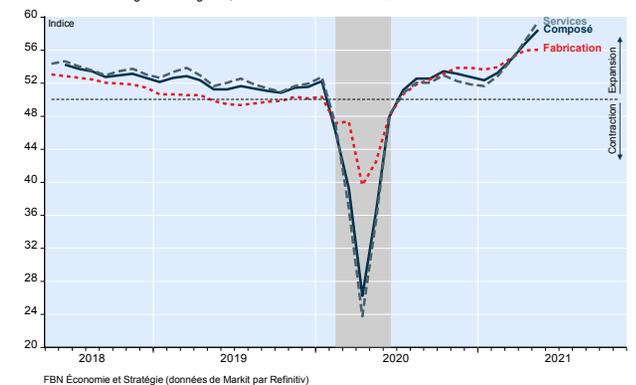
La résilience des exportations explique déjà en grande partie la vitesse du rebond de la production industrielle dans les économies émergentes.

Économies émergentes : Rebond convaincant de la production industrielle



Ce cercle vertueux de croissance liant les consommateurs des économies avancées (la demande) aux producteurs des économies émergentes (l'offre) laisse présager des jours meilleurs au deuxième semestre. Déjà en mai, l'indice PMI mondial Markit/J.P. Morgan annonçait la plus forte expansion du secteur privé en 15 ans. Les conditions d'exploitation ont continué de s'améliorer à un rythme soutenu dans le secteur manufacturier alors que le secteur des services, touché plus durement par la pandémie, affichait son meilleur taux de croissance depuis avril 2006.

Monde : Le secteur privé croît au rythme le plus rapide depuis 15 ans



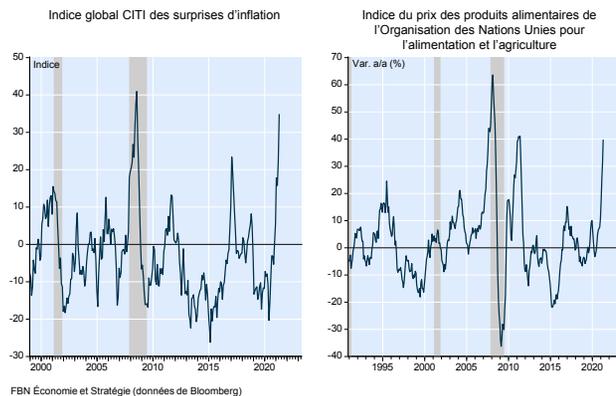
La recrudescence de la demande dans un contexte de déconfinement progressif a donné des maux de

L'économie

tête à beaucoup de producteurs. N'arrivant pas à soutenir la cadence des nouvelles commandes, ceux-ci ont vu leurs arriérés de production augmenter au rythme le plus rapide depuis 17 ans. Résultat, les délais de livraison se sont allongés et les prix des extrants ont grimpé en flèche. La pénurie de microprocesseurs n'a fait qu'aggraver la pression sur les chaînes d'approvisionnement.

À l'heure actuelle, les tensions inflationnistes relevées dans les sondages émanent davantage du secteur des biens. Cela dit, au fur et à mesure que les consommateurs des économies avancées seront autorisés à dépenser plus librement, des pressions risquent également d'apparaître du côté des services et d'entraîner des hausses de prix plus vigoureuses que celles auxquelles nous étions habitués avant la crise. L'inflation à l'échelle mondiale surprend déjà par sa vigueur et nous prévoyons que cette tendance se maintiendra dans les prochains mois. Plus particulièrement, nous notons l'augmentation rapide des prix des denrées alimentaires, qui constituent un élément important du panier de consommation, surtout dans les économies émergentes.

Monde : Des hausses de prix à prévoir dans un contexte de déconfinement



La table est donc mise pour une seconde moitié d'année marquée par un rebond important de la croissance mondiale et une hausse des prix supérieure à la moyenne des dernières années.

Perspectives mondiales

	2020	2021	2022
Économies avancées	-4.9	5.4	4.1
États-Unis	-3.5	6.9	4.3
Zone euro	-6.6	4.6	4.5
Japon	-4.7	2.8	2.5
Royaume-Uni	-11.1	6.0	5.4
Canada	-5.3	6.0	4.0
Australie	-3.2	4.4	3.1
Corée du Sud	-1.1	4.0	3.1
Économies émergentes	-2.5	6.3	4.8
Chine	2.3	8.7	5.6
Inde	-7.3	7.5	7.0
Mexique	-8.3	4.8	3.0
Brésil	-4.1	4.0	2.6
Russie	-3.0	3.5	3.0
Monde	-3.5	6.0	4.5

FBN Économie et Stratégie (données FBN et Consensus Economics)

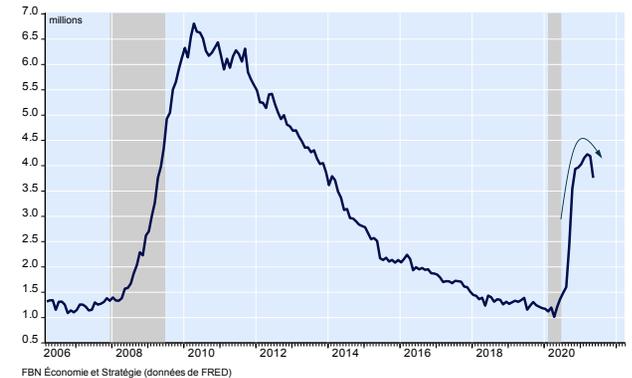
États-Unis : Comme une odeur de surchauffe

Les données économiques les plus récentes en provenance des États-Unis confirment ce à quoi nous nous attendions depuis quelques mois déjà, c'est-à-dire une relance extrêmement solide stimulée par des politiques monétaires et budgétaires très accommodantes.

Commençons notre tour d'horizon par le marché du travail. Bien que les effectifs salariés non agricoles aient augmenté à un rythme plus faible que prévu en mai (559K contre des prévisions de 675K), le rythme des embauches s'est tout de même accéléré par rapport au mois précédent, laissant présager une reprise lente, mais régulière du marché du travail dans un contexte de déconfinement. Les secteurs ayant été les plus touchés par les mesures de distanciation sociales – notamment les loisirs/tourisme et l'éducation/la santé – ont enregistré de forts gains, tout comme le secteur privé dans son ensemble. Le chômage de longue durée a diminué pour un deuxième mois de suite, ce qui laisse penser que certaines personnes ayant perdu leur emploi au début de la crise réintègrent maintenant le marché du travail.

É.-U. : Des chômeurs de longue durée réintègrent le marché du travail

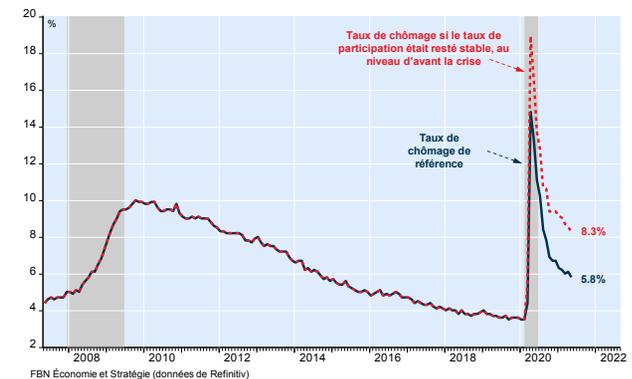
Nombre de chômeurs de longue durée (plus de 27 semaines)



Le taux de chômage a continué de baisser, mais ce recul doit être interprété avec prudence puisqu'il est dû en bonne partie à une diminution importante du taux de participation dans les derniers mois. Si les niveaux d'activité avaient été les mêmes en mai qu'avant la crise, le taux de chômage aurait été plus proche de 8.3%.

Le taux de chômage de référence embellit l'état du marché du travail

Taux de chômage



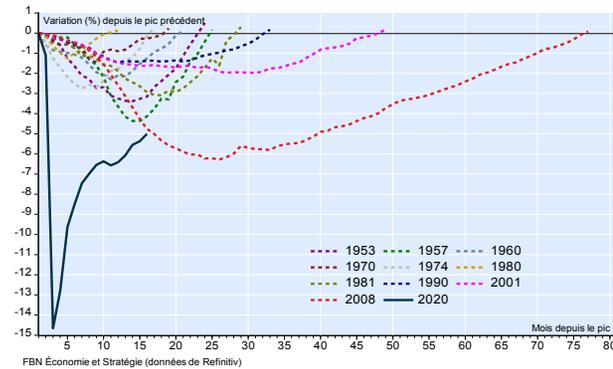
Il reste donc encore un long chemin à parcourir pour le marché du travail. Après tout, l'emploi demeure à 5.0% (ou 7.6 millions d'emplois) en dessous de son niveau d'avant la crise. Parmi les emplois encore à recouvrer, environ 6.8 millions appartiennent au secteur des

L'économie

services, qui devrait progressivement se redresser à mesure que les effets positifs de la vaccination de masse commenceront à se faire sentir plus largement.

É.-U. : Encore beaucoup de chemin à parcourir du côté de l'emploi

Effectifs salaires non agricoles, variation depuis le dernier pic



Fait encourageant pour l'avenir, l'embauche relativement faible au cours des deux derniers mois n'était pas attribuable à un manque de demande. Au contraire, le nombre de postes à pourvoir aux États-Unis a atteint un nouveau record historique en avril selon l'enquête JOLTS. Les employeurs potentiels semblent plutôt avoir du mal à attirer des candidats. Pas moins de 48% des petites entreprises américaines sondées par la NFIB en mai se disaient dans l'incapacité de pourvoir un ou plusieurs postes vacants.

É.-U. : La faiblesse de l'embauche pas due à un manque de demande

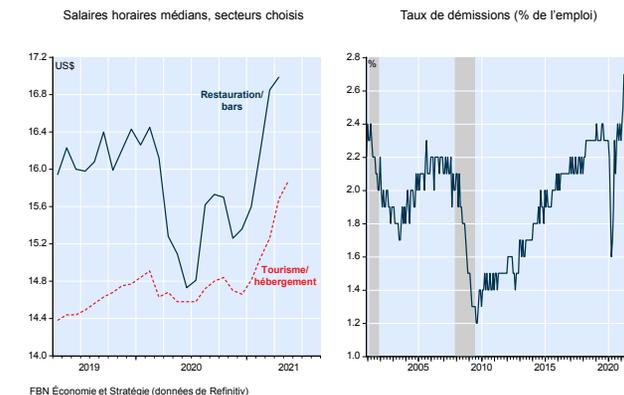
Postes vacants et pourcentage de petites entreprises peinant à pourvoir un ou plusieurs postes vacants



Comment cela est-il possible à un moment où tant de travailleurs sont toujours sur la touche? La peur résiduelle du virus et les fermetures d'écoles forcent certainement beaucoup de personnes à rester à la maison en ce moment. Le manque de transférabilité des compétences pourrait également être un facteur. Pour la plupart, les personnes qui n'avaient pas encore repris le travail après avoir perdu leur emploi pendant la pandémie étaient employées dans les secteurs les plus durement touchés par les mesures de distanciation sociale. Leurs compétences pourraient ne pas convenir aux secteurs qui se sont complètement remis de la crise et dans lesquels la demande de main d'œuvre est la plus forte en ce moment.

Les prestations généreuses servies par Washington sont, à notre avis, un autre facteur ralentissant le retour au travail de certains bénéficiaires. Dans les secteurs dans lesquels les salaires sont relativement bas (et ce sont ceux qu'on ouvre actuellement), les allocations de chômage versées par l'État fédéral ont un effet dissuasif sur le retour à l'emploi et créent ce que l'on appelle des pénuries de main-d'œuvre « artificielles ». Celles-ci pourraient persister jusqu'à ce que les bonifications de l'assurance-chômage soient progressivement éliminées. Ce processus est déjà entamé dans certains États et s'échelonne jusqu'en septembre dans d'autres. En attendant, les employeurs pourraient être contraints d'augmenter les salaires pour faire revenir des personnes sur le marché du travail. C'est déjà le cas dans certains secteurs à faible revenu. Le taux de démissions, qui se situe à un record historique en ce moment, donne à penser que ce phénomène pourrait devenir plus répandu.

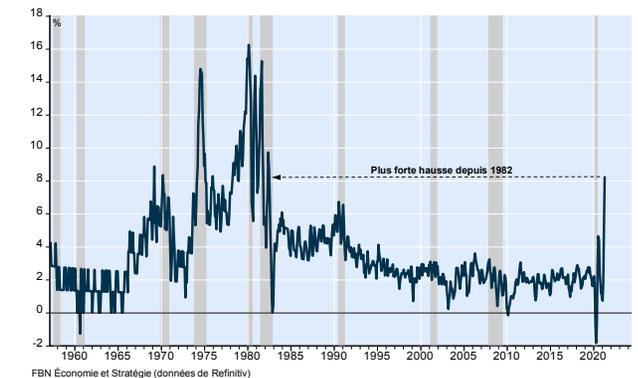
É.-U. : Augmentation des salaires sur fond de pénurie de travailleurs



Cette augmentation potentielle des salaires nous conduit au deuxième élément qui témoigne de la force de la reprise aux États-Unis : l'inflation. En mai, l'IPC d'ensemble était en hausse de 5.0% sur douze mois, le gain le plus solide enregistré en 13 ans. En excluant les aliments et l'énergie, les prix ont bondi de 3.8% a/a, plus que jamais depuis juin 1992. Une partie de l'augmentation récente est due à un effet de base positif. Rappelons que l'inflation avait été affectée l'année dernière par l'imposition de mesures sanitaires pour limiter la propagation de la COVID-19. Mais l'effet de base n'explique pas tout. Pour avoir une meilleure idée des mouvements de prix sous-jacents, il faut examiner l'élan récent. D'un mois à l'autre, les mesures globales et de base ont été plus fortes que prévu en mai après des gains extrêmement solides le mois précédent. L'augmentation marquée du prix des véhicules était partiellement une des causes de ces hausses rapides, quoique beaucoup d'autres catégories aient également enregistré des progressions solides. Sur une base de 3 mois annualisée, les données sont encore plus impressionnantes, avec une inflation globale en hausse de 8.4 % et l'indice de base en progression de 8.3 %.

É.-U. : L'effet de base n'explique pas tout

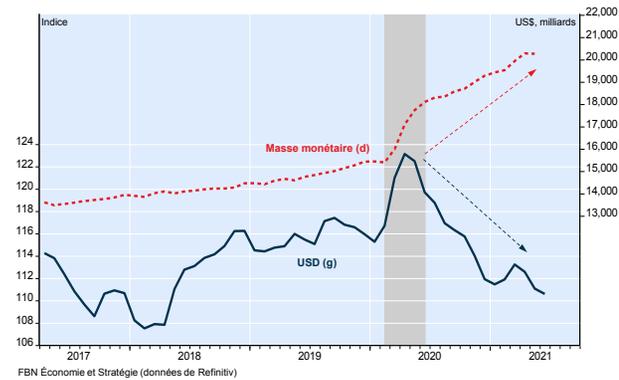
Inde des prix à la consommation de base, variation sur 3 mois annualisée



Les tensions inflationnistes s'estomperont-elles rapidement? Nous en doutons. Selon nous, plusieurs facteurs continueront de soutenir les prix plus tard cette année et au début de 2022, à commencer par l'augmentation sans précédent de la masse monétaire, la dépréciation du dollar américain et l'aide budgétaire plus que généreuse déployée par Washington.

É.-U. : L'effet de base n'explique pas tout (deuxième partie)

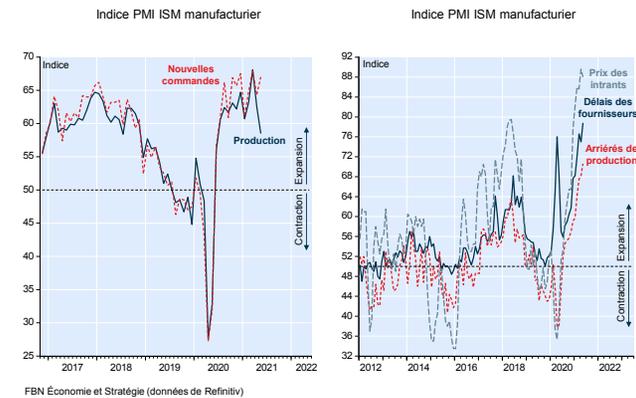
Masse monétaire M2 et USD pondéré en fonction des échanges



Nous doutons que les producteurs soient en mesure de faire face à la demande excédentaire engendrée par ces programmes gouvernementaux. Les usines donnaient déjà des signes de tension en mai avec la flambée des prix des intrants et l'allongement des délais de livraison des fournisseurs. Cela témoigne d'une pression croissante sur les capacités résultant de pénuries d'approvisionnement importantes. Bien que certains des goulots d'étranglement liés au processus de réouverture pourraient se dissiper relativement rapidement, d'autres pourraient affecter la production plus longtemps. Pensez à la pénurie mondiale de microprocesseurs qui affecte actuellement l'industrie automobile (entre autres). La production dans ce secteur est contrôlée par une poignée de grands acteurs, qui ne peuvent pas s'adapter rapidement à une demande plus élevée.

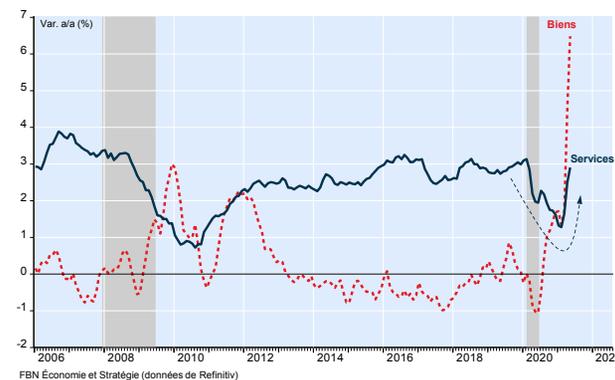
Jusqu'ici, le gros des pressions inflationnistes provenait du secteur des biens, mais elles pourraient aussi augmenter dans le secteur des services si, comme nous le croyons, les consommateurs décident d'augmenter leurs dépenses pour des activités dont ils ont été privés pendant des mois (sorties au restaurant, voyages, etc.). Les données de l'IPC suggèrent qu'un tel revirement de situation est déjà amorcé.

É.-U. : Signe de surchauffe dans le secteur manufacturier



É.-U. : Les prix soutenus par le secteur des services à l'avenir?

Indice des prix à la consommation excluant les aliments et l'énergie



La contribution plus importante du secteur des services devrait permettre à l'inflation de terminer l'année au-delà de la barre des 4.0% et de se maintenir au-dessus de 2.5% dans un avenir prévisible.

Nous avons laissé inchangée notre prévision d'une croissance de 6.9% du PIB réel en 2021. Pour 2022, nous anticipons maintenant une croissance de 4.3% (contre 3.9% le mois précédent). Cette révision à la hausse tient compte de nouvelles dépenses en infrastructures et en programmes sociaux. Selon notre projection, le PIB réel des États-Unis sera de retour à son potentiel au troisième trimestre de 2021.

É.-U. : 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



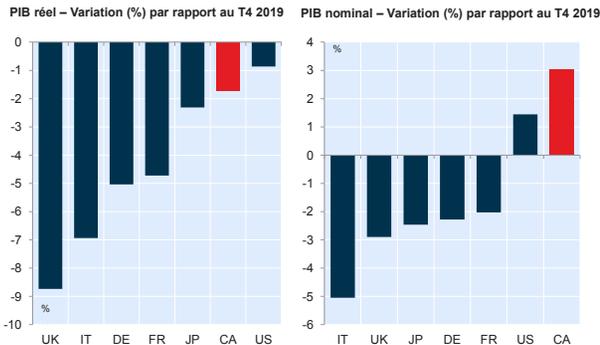
Canada : Une reprise enviable

Au début de l'année, la situation sanitaire n'était pas de bon augure pour le premier trimestre au Canada alors que ses deux plus grosses provinces décriaient la fermeture des commerces non essentiels. En fait, tous les autres pays du G7, à l'exception des États-Unis, ont enregistré des reculs de leurs économies pendant le premier trimestre. Or, non seulement la contraction appréhendée par beaucoup ne s'est pas matérialisée au Canada, mais la croissance réelle a en définitive été très solide, à 5.6% en rythme annualisé. Cette performance place l'économie canadienne dans une position enviable sur une base relative. La production en termes réels de l'économie canadienne se trouvait alors à 1.7% sous son niveau d'avant la pandémie (T4 2019), ce qui représente la meilleure reprise des pays du G7, après les États-Unis.

En termes nominaux, la croissance annualisée du T1 a été encore plus spectaculaire, à 18.4%, car le déflateur du PIB a enregistré sa meilleure croissance depuis 1982. Le bond des prix des produits de base a contribué à cette évolution, grâce à l'amélioration des termes de l'échange, la deuxième hausse la plus forte dans les annales (+6.1%), si bien que le PIB nominal dépasse son pic d'avant la récession de 3.0%. Cela représente la meilleure performance des pays du G7. C'est très positif pour la santé financière des entreprises et des gouvernements au pays.

Canada : Une reprise des plus enviables

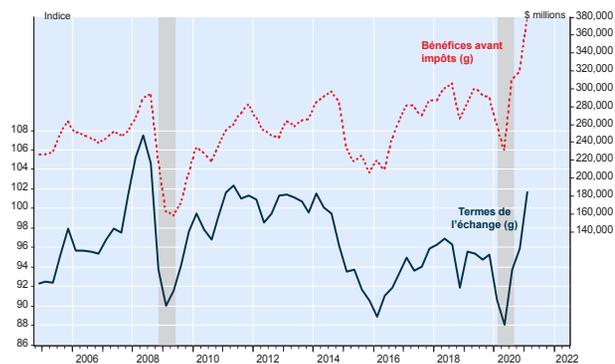
PIB nominal et réel, variation en pourcentage par rapport au niveau d'avant la pandémie (T4 2019)



FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Canada : Meilleurs termes de l'échange en une décennie

Bénéfices avant impôts et termes de l'échange

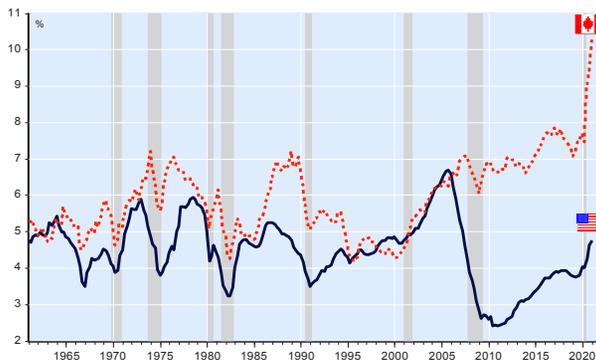


FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

Mais la solide progression du PIB au Canada pendant le trimestre n'est pas uniquement attribuable au secteur des ressources naturelles. Le secteur immobilier résidentiel a joué un rôle prépondérant, contribuant à la croissance à hauteur de 64% en termes réels et de 33% en termes nominaux alors que la construction neuve, les rénovations et les droits de mutations immobilières ont tous bondi fortement. Du coup, la part de l'investissement résidentiel dans le PIB dépasse le seuil de 10%, du jamais vu, et deux fois plus, en proportion, qu'aux États-Unis.

Canada : Le secteur résidentiel représente une part insoutenable du PIB

Investissement en construction résidentielle en pourcentage du PIB



FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

Le marché de l'immobilier est en surchauffe alors que le bassin d'acheteurs potentiels a été épargné par les pertes d'emplois pendant cette récession (c.-à-d. les emplois dans les secteurs à salaires élevés atteignent un record) et que le désir d'accéder à la propriété a été exacerbé par la pandémie. Un tel contexte, combiné à une politique monétaire extrêmement accommodante, a propulsé l'activité du secteur à un niveau qui fait sourciller et a causé de fortes augmentations des prix (voir *note*). D'abord, les taux des obligations gouvernementales de 5 ans demeurent beaucoup plus faibles qu'avant la crise (80 pb plus bas que la moyenne au T4 2019) alors que la banque centrale poursuit sa détente quantitative et que ses indications prospectives ne présagent pas de relèvement du taux directeur avant la deuxième moitié de 2022. Mais les emprunteurs hypothécaires jouissent également d'écart de crédit très avantageux, reflétant une baisse importante du stress chez les prêteurs (et leurs propres créanciers). À la suite de la crise financière de 2008-2009, il a fallu attendre jusqu'en 2017 pour voir les écarts de crédit revenir à leur niveau d'avant la crise. Cette fois-ci, la situation s'est rétablie en un an et atteint dans le trimestre en cours son plus bas niveau en plus de deux décennies.

Canada : Ecarts de crédit hypothécaire au plus bas en deux décennies

Écarts de crédit hypothécaire (Taux hypothécaire de 5 ans moins taux des obligations fédérales 5 ans)



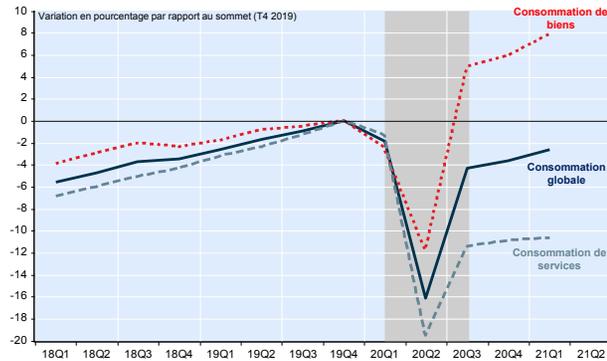
FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

Autrement dit, la transmission de la politique monétaire est loin d'être un enjeu dans cette reprise et la faiblesse des taux hypothécaires contribue à la surchauffe du secteur immobilier. Il n'en demeure pas moins que le niveau d'activité au T1 semble insoutenable et qu'un retour à la normale pourrait freiner la croissance économique au cours des prochains trimestres. Bien qu'il continue d'enregistrer des niveaux d'activité enviable, le secteur résidentiel donne déjà des signes d'essoufflement au deuxième trimestre avec des mises en chantier et des ventes de maisons en baisse. La bonne nouvelle c'est qu'un autre pan de l'économie est appelé à prendre le relais. En effet, la consommation de services demeure à des niveaux anormalement bas en raison des mesures sanitaires, mais la situation pourrait se rétablir rapidement dans cette composante qui représente 30% du PIB.

D'autant plus que les consommateurs sont en bonne posture financièrement pour permettre un solide rebond au cours des prochains trimestres. Au premier trimestre, leur revenu disponible a augmenté à un rythme annuel de 9.5%, tandis que la consommation a crû de 4.4%, ce qui a permis au taux d'épargne de monter, celui-ci étant d'au moins 10% une quatrième fois de suite. La hausse du taux d'épargne a permis aux ménages d'accumuler au cours des 5 derniers trimestres un montant d'épargne excédentaire représentant pas moins de 9.5% du PIB.

Canada : Une faiblesse inusitée de la consommation de services

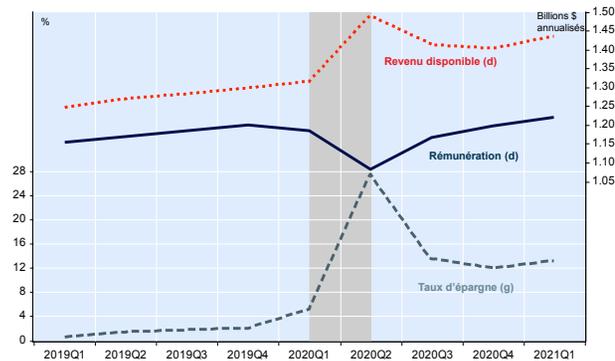
Consommation réelle



FBN Économie et Stratégie (Données de Statistique Canada)

Canada : Un soutien extraordinaire aux revenus des ménages

Rémunération, revenu disponible et taux d'épargne

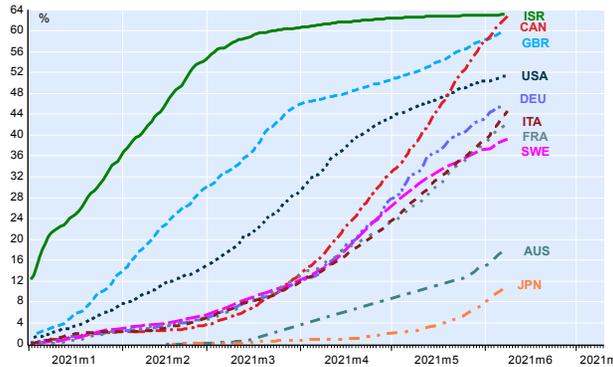


FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

Le moment de commencer à déployer cette épargne est imminent à la lumière de l'évolution de la pandémie et de l'allègement des mesures sanitaires. Le processus de vaccination qui a démarré lentement a pris de la vitesse par la suite. Au début d'avril, 15 points de pourcentage séparaient le Canada des États-Unis, mais l'écart a été rapidement comblé alors que les Canadiens se montrent beaucoup plus disposés à se faire vacciner. La proportion de Canadiens qui ont reçu au moins une dose du vaccin est désormais l'une des plus élevées au monde.

Canada : Maintenant en tête du peloton

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

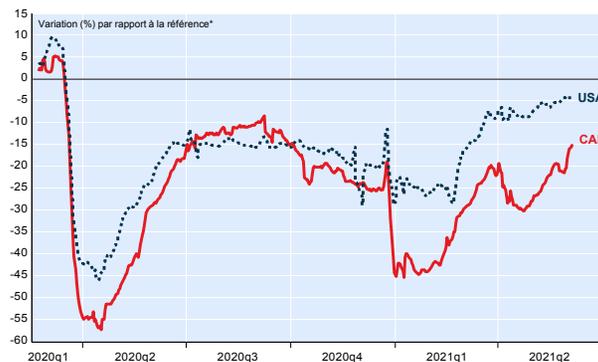


FBN Économie et Stratégie (données de <https://ourworldindata.org/covid-vaccinations>)

Ce mois-ci, nous maintenons notre prévision de croissance réelle à 6.0% en 2021. Après une pause temporaire de la reprise en raison des mesures sanitaires et des enjeux de production dans le secteur automobile en raison des pénuries de puces informatiques, des croissances impressionnantes continuent d'être attendues avec la réouverture des services à forte proximité physique par la suite. L'indice de mobilité pour les commerces et les loisirs du Canada a repris sa tendance haussière après une faiblesse au début du trimestre en cours. Il atteint désormais son plus haut niveau depuis le troisième trimestre l'an dernier. En termes nominaux, notre prévision de croissance s'établit désormais à 12.6% en 2021, du jamais vu en quarante ans.

Canada et États-Unis : Indice de retour à la normale

Données de mobilité Google pour les commerces et loisirs, moyenne mobile de 7 jours



*La référence est la valeur médiane du jour de la semaine correspondant au jour actuel dans la période du 3 janvier au 6 février 2020
FBN Économie et Stratégie (données de Google)

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)	6.9	4.3	(2.4)	7.5	2.6
Dépenses personnelles	2.7	2.4	(3.9)	8.7	5.0	(2.7)	9.6	3.0
Construction résidentielle	(0.6)	(1.7)	6.1	14.3	(0.9)	14.3	5.6	(3.8)
Investissements des entreprises	6.9	2.9	(4.0)	8.3	2.7	(1.4)	7.2	1.2
Dépenses publiques	1.8	2.3	1.1	1.5	1.4	(0.5)	2.7	2.0
Exportations	3.0	(0.1)	(12.9)	5.0	6.0	(10.9)	5.0	4.5
Importations	4.1	1.1	(9.3)	11.6	2.8	(0.6)	4.9	1.4
Variation des stocks (milliards \$)	53.4	48.5	(77.4)	(60.2)	(38.7)	62.1	(18.7)	4.5
Demande intérieure	3.0	2.3	(2.7)	7.6	3.8	(1.5)	7.9	2.3
Revenu réel disponible	3.6	2.2	6.0	3.9	(2.1)	3.9	1.7	2.0
Emploi des salariés	1.6	1.3	(5.7)	2.5	3.4	(6.0)	3.9	2.5
Taux de chômage	3.9	3.7	8.1	5.6	4.2	6.8	4.8	3.9
Taux d'inflation	2.4	1.8	1.3	3.8	2.9	1.2	4.4	2.6
Bénéfices avant impôts	6.1	0.3	(5.8)	14.3	7.0	(0.7)	9.4	5.0
Compte courant (milliards \$)	(449.7)	(480.2)	(647.2)	(720.2)	(701.4)

* Sauf indication contraire.

Scénario financier**

	actuel 11/06/21	T2 2021	T3 2021	T4 2021	T1 2022	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	0.03	0.05	0.05	0.05	0.10	0.09	0.05	0.15
Obligations fédérales								
2 ans	0.16	0.15	0.20	0.25	0.35	0.13	0.25	0.90
5 ans	0.76	0.80	0.95	1.15	1.30	0.36	1.15	1.70
10 ans	1.47	1.50	1.65	1.85	1.95	0.93	1.85	2.20
30 ans	2.15	2.20	2.30	2.40	2.50	1.65	2.40	2.65
Taux de change								
US\$/Euro	1.21	1.21	1.23	1.24	1.22	1.22	1.24	1.21
YEN/\$US	110	110	109	108	107	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	6.4	10.6	8.0	5.2
IPC (var. a/a %)	2.1	0.4	1.3	1.2	1.9	4.6	4.3	4.4
IPC de base (var. a/a %)	2.2	1.3	1.7	1.6	1.4	3.5	3.3	3.5
Taux de chômage (%)	3.8	13.1	8.8	6.8	6.2	5.9	5.4	4.8

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	(5.3)	6.0	4.0	(3.1)	5.2	2.9
Dépenses personnelles	2.5	1.6	(6.0)	5.0	6.2	(4.4)	5.3	5.1
Construction résidentielle	(1.7)	(0.2)	4.1	17.9	(5.1)	14.5	2.7	(4.3)
Investissements des entreprises	3.1	1.1	(13.6)	0.1	5.7	(13.9)	4.8	4.8
Dépenses publiques	3.2	1.7	0.4	4.8	1.7	2.4	2.9	1.5
Exportations	3.7	1.3	(10.0)	5.9	5.0	(7.4)	5.2	4.7
Importations	3.4	0.4	(11.2)	7.9	5.3	(5.9)	4.8	5.1
Variation des stocks (millions \$)	15,486	18,766	(15,937)	4,134	13,617	(287)	16,000	13,160
Demande intérieure	2.5	1.4	(4.3)	5.6	3.7	(2.0)	4.3	3.1
Revenu réel disponible	1.5	2.2	9.5	(0.0)	(0.6)	7.4	(0.5)	1.1
Emploi	1.6	2.2	(5.1)	4.4	2.8	(2.9)	3.2	2.0
Taux de chômage	5.9	5.7	9.6	7.7	6.3	8.8	6.6	6.1
Taux d'inflation	2.3	1.9	0.7	2.7	2.5	0.8	3.1	2.3
Bénéfices avant impôts	3.8	0.6	(4.0)	33.4	2.2	9.4	16.8	4.0
Compte courant (milliards, \$)	(52.2)	(47.4)	(40.1)	5.0	(38.0)

* Sauf indication contraire.

Scénario financier**

	actuel 11/06/21	T2 2021	T3 2021	T4 2021	T1 2022	2020	2021	2022
Taux à un jour	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.75
Bons du Trésor 3M	0.11	0.10	0.15	0.15	0.20	0.07	0.15	0.70
Obligations fédérales								
2 ans	0.32	0.30	0.35	0.45	0.65	0.20	0.45	1.20
5 ans	0.83	0.85	1.00	1.20	1.35	0.39	1.20	1.80
10 ans	1.37	1.40	1.55	1.75	1.90	0.68	1.75	2.20
30 ans	1.93	1.95	2.05	2.15	2.25	1.21	2.15	2.45
Taux de change								
CAD par USD	1.21	1.19	1.17	1.20	1.21	1.27	1.20	1.23
Prix du pétrole (WTI), \$U.S.	71	66	72	75	70	48	75	65

** 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.)	(7.9)	(38.0)	41.7	9.3	5.6	1.2	7.4	6.6
IPC (var. a/a %)	1.8	0.0	0.3	0.8	1.4	3.2	3.2	3.1
IPC ex. aliments et énergie (var. a/a %)	1.8	1.0	0.6	1.1	1.0	2.0	2.3	2.2
Taux de chômage (%)	6.4	13.1	10.1	8.8	8.4	8.2	7.4	6.6

Financière Banque Nationale

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	-5.3	3.9	2.6	0.8	4.1	-8.3	16.3	3.3
Île-du-Prince-Édouard	2.5	5.1	-3.0	4.5	4.0	3.6	7.0	-1.0	8.1	5.0
Nouvelle-Écosse	1.9	2.4	-3.2	5.0	3.3	3.6	3.8	-1.9	8.0	4.6
Nouveau-Brunswick	0.5	1.2	-3.7	4.6	3.0	3.6	3.0	-1.9	9.7	4.5
Québec	2.9	2.7	-5.3	6.5	4.2	5.4	4.3	-4.0	11.9	5.2
Ontario	2.8	2.1	-5.8	6.1	4.2	4.1	3.8	-4.8	10.0	5.1
Manitoba	1.5	0.6	-4.8	5.1	3.5	2.5	1.0	-4.0	11.0	4.9
Saskatchewan	1.2	-0.7	-5.2	5.4	3.5	3.2	0.1	-9.2	17.3	3.7
Alberta	1.9	0.1	-8.2	6.4	4.0	3.4	2.7	-11.6	21.5	5.2
Colombie-Britannique	2.7	2.7	-3.8	6.1	4.2	4.9	4.4	-2.3	11.8	5.4
Canada	2.4	1.9	-5.3	6.0	4.0	4.2	3.6	-4.6	12.6	5.0

	Emploi (croissance en %)					Taux de chômage (%)				
Terre-Neuve-et-Labrador	0.5	1.3	-5.9	3.5	0.4	14.1	12.3	14.2	13.5	12.9
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	5.4	1.6	7.7	7.3	9.8	7.9	7.4
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	4.4	3.0	5.5	5.2	8.9	6.5	5.6
Ontario	1.7	2.8	-4.7	4.3	3.0	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	6.9	5.8
Saskatchewan	0.6	1.7	-4.6	3.0	2.3	6.2	5.5	8.4	6.6	6.2
Alberta	1.9	0.6	-6.5	4.6	3.3	6.7	7.0	11.5	9.3	7.7
Colombie-Britannique	1.4	2.9	-6.5	5.4	2.9	4.8	4.7	9.0	6.9	5.6
Canada	1.6	2.2	-5.1	4.4	2.8	5.9	5.7	9.6	7.7	6.3

	Mises en chantier de logements (000)					IPC (Croissance en %)				
Terre-Neuve-et-Labrador	1.1	0.9	0.8	1.3	0.8	1.7	1.0	0.2	2.9	2.7
Île-du-Prince-Édouard	1.1	1.5	1.2	1.1	1.0	2.3	1.2	0.0	2.4	2.5
Nouvelle-Écosse	4.8	4.7	4.9	5.0	4.2	2.2	1.6	0.3	2.6	2.5
Nouveau-Brunswick	2.3	2.9	3.5	3.0	2.8	2.2	1.7	0.2	2.4	2.4
Québec	46.9	48.0	54.1	70.0	56.0	1.7	2.1	0.8	2.8	2.5
Ontario	78.7	69.0	81.3	92.0	80.0	2.4	1.9	0.6	2.8	2.5
Manitoba	7.4	6.9	7.3	7.3	6.3	2.5	2.3	0.5	2.5	2.6
Saskatchewan	3.6	2.4	3.1	4.5	3.6	2.3	1.7	0.6	2.5	2.4
Alberta	26.1	27.3	24.0	28.0	27.0	2.5	1.7	1.1	2.5	2.4
Colombie-Britannique	40.9	44.9	37.7	40.0	36.6	2.7	2.3	0.8	2.7	2.6
Canada	212.8	208.7	217.8	252.2	218.3	2.3	1.9	0.7	2.7	2.5

e: estimé

p: prévision

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

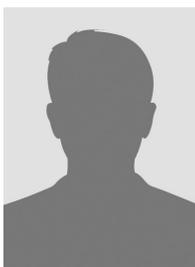
Taux d'intérêt et marché obligataire



Taux d'intérêt et marché obligataire



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



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



Jocelyn Paquet
Économiste
514 412-3693

Rajuster la politique monétaire pour prolonger la reprise

À venir sur un marché obligataire près de chez vous, une acceptation de mauvais gré de ce que l'inflation pourrait être beaucoup moins transitoire que certains (notamment une certaine banque centrale au sud du 49e parallèle) le croient actuellement. Pour être clairs, cette école de pensée – une opinion plus interventionniste/adhérant moins à l'idée d'une inflation transitoire – fait déjà des adeptes. Et nous sommes de ce nombre.

Mais les banquiers centraux ont, dans certains cas, préféré mettre un bémol à l'interprétation de l'inflation. Tout en reconnaissant une explosion des chiffres en glissement annuel due à une base de comparaison hyper-distordue, Jerome Powell, TiffMacklem et d'autres ont régulièrement pointé du doigt les ressources inutilisées évidentes sur les marchés du travail. Ce tableau de l'emploi est vital, non seulement pour la Fed avec son double mandat, mais aussi au Canada, où la banque centrale a fait un effort concerté pour faire sortir son évaluation des ressources inutilisées du cadre imparfait de l'écart de production.

Nous concédons que la capacité disponible sur le marché du travail (là où il y en a) est une force puissante contredisant une montée plus sérieuse et soutenue des prix. Nous avons également reconnu l'existence de capacités inutilisées dans certaines régions et certains secteurs. Nous connaissons la réalité des emplois perdus comparativement au potentiel. Le fossé à combler au Canada est actuellement de 767K emplois selon notre estimation et plus près de 9 millions au sud de la frontière (compte tenu de la croissance démographique). Et on ne peut pas nier non plus le manque d'inclusivité des marchés du travail d'aujourd'hui, les femmes, les jeunes et les personnes à bas revenus ayant clairement pâti le plus.

À nos yeux, les ressources inutilisées seront absorbées relativement rapidement, les consommateurs bien pourvus ayant hâte de reprendre une vie normale à mesure que les restrictions sont levées et que le climat de confiance se rétablit. Pendant ce temps, les pressions sur les prix en amont dans de multiples catégories de marchandises et les attentes

potentiellement autoréalisatrices d'une accélération de l'inflation sont de plus en plus difficiles à ignorer. Pour une appréciation plus complète des perspectives d'inflation, nous vous renvoyons à notre nouveau Mensuel économique. Vous y trouverez nos plus récentes prévisions pour l'IPC américain et canadien. Et elles n'indiquent rien de bénin.

Où cela nous situe-t-il? Alors que les facteurs cycliques sont pleinement à l'œuvre et qu'une expansion à même de s'autosuffire paraît plus proche, il est de plus en plus difficile de justifier un soutien démesuré et continu de la politique monétaire. C'est aussi simple que cela. Nous mesurons bien la nature inédite de la lutte dans laquelle nous sommes engagés contre la COVID. Alors que nous n'avions pas de plan de bataille établi et que les enjeux humains et économiques étaient si énormes, sortir l'artillerie lourde a été la bonne décision. Et elle était valable un temps.

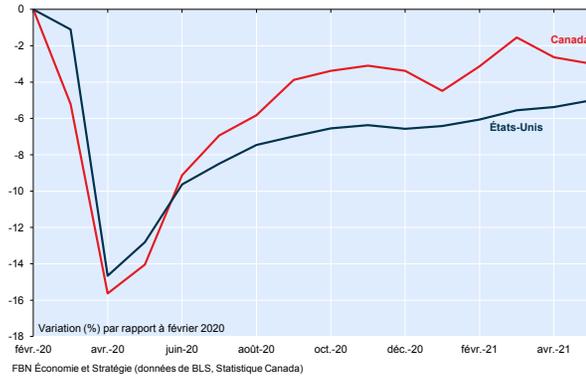
À nos yeux, il serait opportun d'accélérer le retrait des mesures de détente extrêmes. Les autorités budgétaires, plus fortement et directement influencées par des considérations politiques, ne sont pas pressées de retirer leurs mesures de stimulation. Au lieu de cela, on pourrait dire que nous avons récemment multiplié les strates de stimulation budgétaire. Il revient donc aux autorités monétaires, comme cela fut toujours le cas, d'empêcher une véritable surchauffe des économies dont la reprise est rapide.

Pour être justes, il faut reconnaître que la Banque du Canada réduit progressivement son soutien depuis un certain temps déjà, ayant mis fin à une série de programmes de liquidité, cessé l'assouplissement du crédit et réduit par deux fois déjà son programme d'achat d'obligations souveraines. Une nouvelle réduction cet été nous semble justifiée, ce qui devancerait l'avènement d'un rythme d'assouplissement quantitatif net neutre. Nous pourrions et devrions être dans une phase de réinvestissement vers la fin de l'année, et y parvenir plus tôt qu'on le prévoyait précédemment. Cela permettrait de laisser passer du temps avant le premier ajustement à la hausse du taux directeur dans un peu plus d'un an maintenant.

Taux d'intérêt et marché obligataire

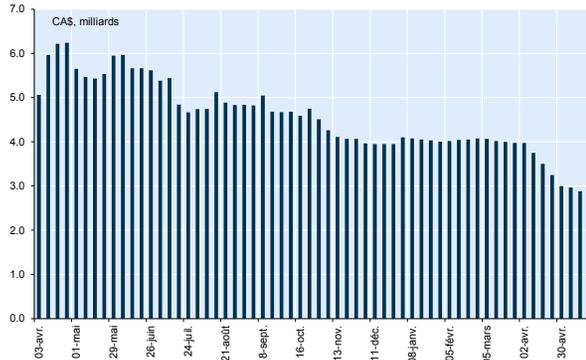
Le Canada semble avoir moins de ressources humaines inutilisées

Emploi par rapport à février 2020



La BdC retire déjà lentement des mesures de stimulation

Moyenne mobile sur 4 semaines du rythme de l'assouplissement quantitatif



La Fed a aussi annulé certains soutiens, mettant fin à l'appui extraordinaire par son bilan et arrêtant les achats d'obligations de sociétés. Dans notre perception, dans laquelle l'écart de production des États-Unis a pratiquement disparu et où les tensions inflationnistes sous-jacentes ne sont pas simplement un effet écho d'une année à l'autre, la réduction progressive de l'AQ devrait être un point de discussion ouvert et actif (si la discussion n'est pas déjà engagée).

Faisons une concession claire : Après une forte hausse des taux au début de l'année en Amérique du Nord, une récente reprise du marché obligataire nous a éloignés un peu plus des objectifs de rendement

plutôt que de nous en rapprocher. Nous reconnaissons par conséquent qu'il y a un rattrapage sérieux à faire pour parvenir à notre cible d'environ 2% d'ici la fin de l'année. À nos yeux, la baisse des taux ne peut pas être expliquée par un facteur fondamental ou économique. Par conséquent, nous estimons que les niveaux actuels des obligations américaines de 10 ans sont intéressants pour rétablir des positions courtes. Les catalyseurs nécessaires pour réenclencher une remontée des taux : l'accumulation de preuves attestant que l'inflation, même si elle redescend des niveaux élevés actuels, dépasse nettement les attentes intégrées par la Fed et le marché; une remise au travail continue et rapide des ressources humaines inutilisées; une offre continue et forte d'obligations qui pourrait nécessiter des niveaux plus abordables à long terme pour être absorbée; un signal sans ambiguïté et à court terme de la Fed indiquant que, malgré un taux d'intérêt réel (r^*) bas et la sensibilité extrême à une hausse des taux, les achats d'obligations nets massifs ne sont plus nécessaires pour soutenir les marchés ou l'économie américaine.

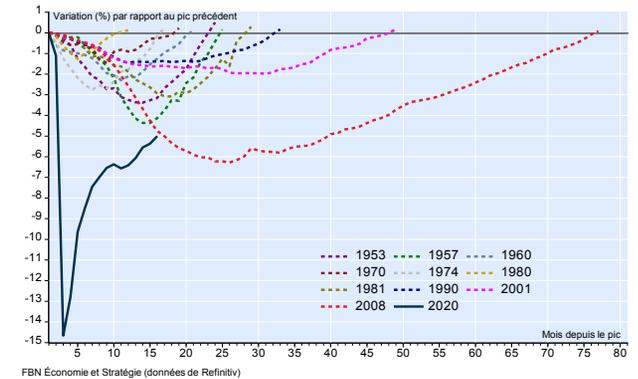
Si le but ultime est d'une manière ou d'une autre de prolonger la durée de la reprise, il faudra, à un moment donné, le refléter dans la politique monétaire. Il faudra peut-être un ou deux rapports sur l'IPC de plus pour faire passer le message et confondre les sceptiques en matière d'inflation. Mais malgré l'évolution récente du marché, nous savons de quel côté nous nous situons dans les opérations s'articulant autour de la politique monétaire et de l'inflation.

Fed : Changement de ton à prévoir?

Plein emploi et inflation faible et stable sont les deux objectifs dans la mire de la Réserve fédérale. Mais il semble que la banque centrale ait été beaucoup plus préoccupée dernièrement par la faiblesse de l'emploi que par la force de l'inflation. Cette attention asymétrique est-elle justifiée? Certes, l'emploi reste à environ 7.3 millions de postes (soit 5.0%) sous les niveaux d'avant la crise et c'est un fossé qui mérite toute l'attention de l'autorité monétaire.

États-Unis : Le rétablissement du marché du travail est loin d'être terminé

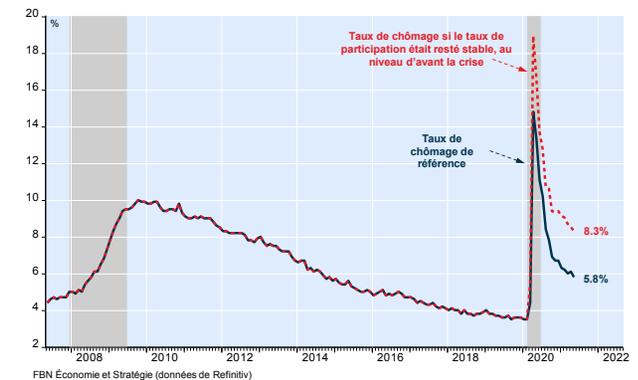
Emploi non agricole, pourcentage de variation par rapport au pic précédent



Qui plus est, si le taux de chômage a poursuivi sa tendance à la baisse, son recul récent est à prendre avec un grain de sel. L'indicateur d'ensemble du chômage enjolive l'état réel du marché du travail actuellement. Pour une partie, cela s'explique par des erreurs de classification, mais, pour l'essentiel, cela tient à la forte chute du taux d'activité. Si les niveaux de participation avaient été les mêmes en mai qu'avant la crise, le taux de chômage serait plus proche de 8.3%.

États-Unis : Le taux de chômage sous-estime les capacités inutilisées

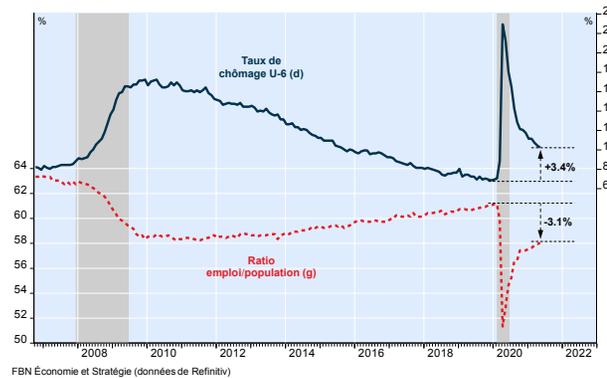
Taux de chômage



Les autres mesures des ressources inutilisées sur le marché du travail, comme le taux U-6 ou le ratio emploi/population restent à des années-lumière des niveaux d'avant la pandémie.

Taux d'intérêt et marché obligataire

États-Unis : Le taux de chômage sous-estime les capacités inutilisées



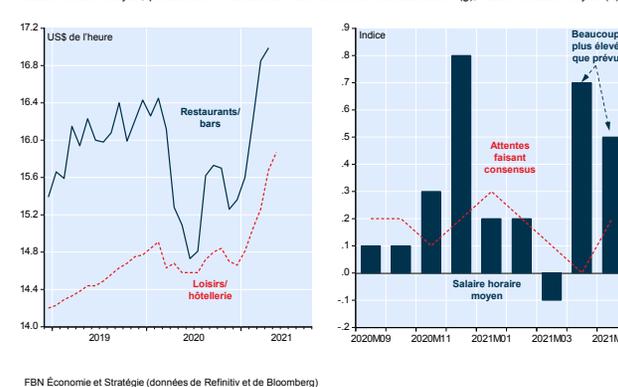
Ces mesures devraient être des éléments de preuve suffisants pour que la Fed se sente à l'aise avec sa politique actuelle, n'est-ce pas? En fait, pas si vite. Il est important de comprendre pourquoi le marché du travail laissent à désirer actuellement. Le taux d'emploi insuffisant n'est pas causé par un manque de demande de la part d'employeurs potentiels; les postes à pourvoir ont atteint un nouveau record absolu en avril. Les employeurs semblent plutôt avoir du mal à attirer des candidats. Pas moins de 48% des petites entreprises américaines sondées par la NFIB en mai ont dit qu'elles n'arrivaient pas à trouver de candidats qualifiés pour au moins un poste vacant.

États-Unis : Déficit du niveau de l'emploi, mais pas faute de demande



Donc, le problème ici semble bien être un problème d'offre. Mais comment est-ce possible alors que les effectifs salariés restent si faibles par comparaison avec les niveaux d'avant la crise? Les craintes résiduelles du virus et les fermetures d'écoles obligent assurément des personnes à rester chez elles. Le décalage des compétences et des besoins joue aussi un rôle. Mais la générosité des prestations de Washington est, à notre avis, un autre facteur qui limite l'afflux de demandeurs d'emploi. Dans les secteurs dans lesquels les salaires sont relativement bas, les allocations de chômage de l'État dissuadent les prestataires de retourner au travail et créent ce que nous appelons un déficit « artificiel » de main-d'œuvre. Celui-ci pourrait persister jusqu'à ce que les bonifications de l'assurance-chômage s'éteignent graduellement. Ce processus a déjà commencé dans certains États, mais il s'étirera jusqu'en septembre dans d'autres. Entretemps, les employeurs pourraient être forcés d'augmenter les salaires pour attirer de nouveau des ressources vers le marché du travail. Cela se produit déjà dans certains secteurs.

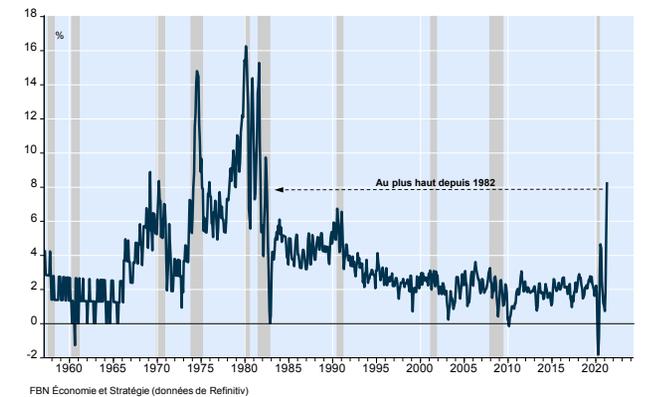
États-Unis : Faute de main-d'œuvre, des hausses des rémunérations?



Cela nous amène à notre deuxième sujet : l'inflation. En avril, nous avons eu droit à un des rapports sur l'IPC les plus frappants à ce jour. L'indice de base a bondi de 0.9% m/m, soit la plus forte hausse enregistrée depuis 1982. Au lieu de revenir sur terre, l'indice a ensuite grimpé de 0.7% de plus en mai. Résultat, le taux sur 12 mois est passé de 1.6% en mars à 3.8% en mai. C'était le niveau le plus élevé

observé depuis juin 1992. La dynamique récente s'est encore renforcée. Sur une base annualisée de 3 mois, les prix de base sont en hausse de 8.3%. Réfléchissons-y un instant.

États-Unis : Une inflation plus élevée pas seulement due à l'effet de base



La Fed s'attendait à une hausse temporaire de l'inflation depuis un certain temps, mais les données les plus récentes risquent de faire tourner ses prévisions à la dérision. Reconnaissons-le, les récentes flambées des prix sont dues à plus qu'au simple effet base de l'année précédente. Partout, les sondages regorgent de commentaires sur les pénuries de matières et de main-d'œuvre, sur les retards dans les transports. Selon les industriels interrogés, certains de ces goulots d'étranglement continueront de perturber la production au moins jusqu'au milieu de 2022 (songez aux pénuries de puces informatiques).

Taux d'intérêt et marché obligataire

Une inflation plus élevée pas seulement due à l'effet de base (Partie 2) Commentaires de répondants à la dernière enquête ISM

"Supplier performance — deliveries, quality, it's all suffering. Demand is high, and we are struggling to find employees to help us keep up." [Computer & Electronic Products]

"Ongoing component shortages are driving dual sourcing and longer-term supply plans to be implemented." [Transportation Equipment]

"Difficulty finding workers at the factory and warehouse level is not only impacting our production, but suppliers' as well: Spot shortages and delays are common due to an inability to staff lines. Delays at the port continue to strain inventory levels." [Food, Beverage & Tobacco Products]

"[A] lack of qualified candidates to fill both open office and shop positions is having a negative impact on production throughput. Challenges mounting for meeting delivery dates to customers due to material and services shortages and protracted lead times. This situation does not look to improve until possibly the fourth quarter of 2021 or beyond." [Fabricated Metal Products]

"Labor shortages impacting internal and supplier production. Logistics performance is terrible." [Electrical Equipment, Appliances & Components]

"Business is good, but labor and raw materials are becoming very problematic, driving increases in costs." [Furniture & Related Products]

"The continued global supply chain tightness and raw material shortages from the Gulf (winter storms) make it less likely that any business can recover this year. Demand is strong, but what good is that if you cannot get the materials needed to produce your finished goods?" [Nonmetallic Mineral Products]

"Very busy, but still experiencing labor shortages." [Primary Metals]

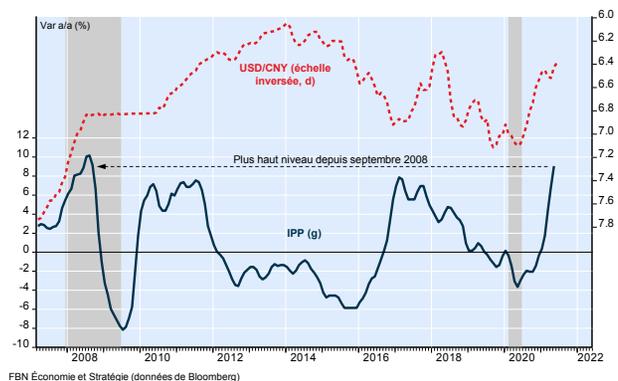
"Stimulus money, increased vaccinations, increased dining capacity and pent-up demand are driving a fast recovery for dine-in restaurants — and all consumer segments, it seems — resulting in labor shortages and supply chain gaps." [Accommodation & Food Services]

"Container delays are impacting our supply chain in a significant way. Delays at the Port of Montreal and West Coast ports have impacted our ability to provide products in growing season. Truck availability has generally been tighter than normal. We've seen a real impact in the southeastern market." [Agriculture, Forestry, Fishing & Hunting]

"We are still busy and adding employees. One of the biggest concerns now is shortages of crucial material and equipment."

À cette situation s'ajoutent les données récentes en provenance de la Chine qui révèlent une augmentation des pressions sur les prix des producteurs d'outre-Pacifique. Ainsi, l'indice chinois des prix à la production a augmenté de 9.0% en mai par rapport à l'année précédente, plus que jamais depuis 2008. Cela, combiné à une appréciation du yuan, pourrait se traduire par une augmentation des prix des marchandises importées aux États-Unis.

Effet des pressions des approvisionnements et de la faiblesse de l'USD? Taux USD/CNY (échelle inversée) et indice chinois des prix à la production

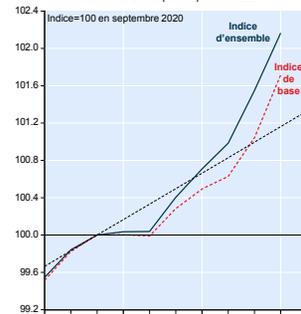


La réaction de la Fed, jusque-ici a consisté à imputer la dynamique montante à des facteurs temporaires reliés au processus de réouverture de

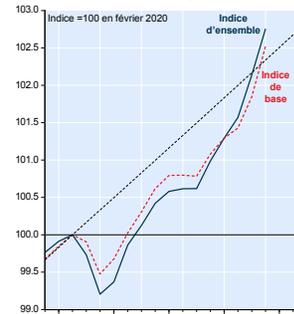
l'économie. Elle a peut-être raison de penser qu'une partie des hausses des prix observées ces derniers mois s'annulera plus tard cette année ou au début de 2022. Mais temporaires ou non, les tensions inflationnistes deviennent simplement trop intenses pour qu'on les ignore, et elles ne justifient assurément pas le genre de politique pleins gaz encore pratiquée aujourd'hui. À bien y penser, la politique de la Fed n'a pratiquement pas changé depuis le plus fort de la crise de la COVID-19 et pourtant, le PIB américain est sur le point de dépasser son potentiel au T3 cette année. Plus tôt dans le processus de reprise, le cadre de ciblage d'une inflation moyenne de la banque centrale a donné à celle-ci un peu de répit, les autorités monétaires arguant que l'inflation devait encore compenser ses insuffisances passées. Mais ce n'est plus le cas aujourd'hui. L'indice PCE de base, qu'elle suit de près, avait déjà rattrapé tout le terrain perdu pendant la pandémie en avril (c.-à-d. avant le rapport de mai qui promet d'être solide).

La Fed ne peut plus s'abriter derrière le taux d'inflation moyen

Déflateur du PCE, écart par rapport à la tendance de 2% depuis septembre 2020



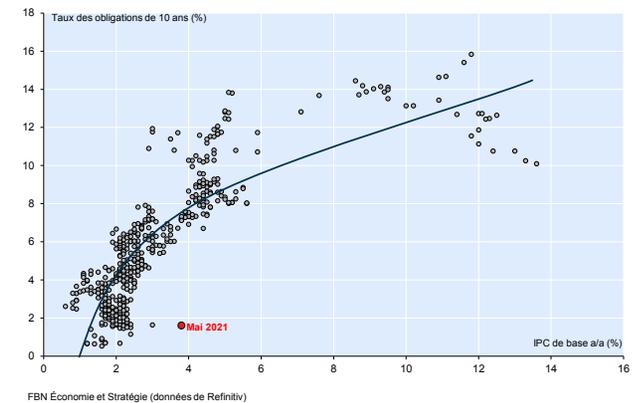
Déflateur du PCE, écart par rapport à la tendance de 2% depuis février 2020



Pour toutes ces raisons, nous pensons qu'un changement de ton se prépare à la Fed. Le réalignement pourrait avoir lieu à la réunion du FOMC de juin, Jerome Powell signalant éventuellement que l'heure a sonné de commencer à parler d'une réduction des achats d'actifs. Cela ne signifierait pas que la Fed écrase le frein, mais seulement qu'elle lève le pied de l'accélérateur pour éviter de prendre trop de retard. La nature assez bénigne de ce réajustement n'empêchera peut-être pas des

soubresauts importants sur le marché obligataire qui a complètement ignoré les récents chiffres de l'inflation et semble maintenant croire à l'infini de l'AQ.

États-Unis : Les taux obligataires et les taux d'inflation sont-ils désalignés? Taux des obligations du Trésor américain de 10 ans (axe Y) et inflation de l'IPC de base en glissement annuel



La Fed s'inquiétera peut-être des réactions du marché, mais si elle attend plus longtemps, le réveil pourrait être plus pénible plus tard. L'économie américaine n'est plus en danger mortel; il est temps que la Fed en prenne acte.

La BdC marque une pause... qui sera courte

La réunion de la Banque du Canada en juin était soporifique. Pas de changement de taux. Pas de changement de l'AQ. Pas de changement des indications prospectives. Et pas de nouvelles projections à décortiquer. Même l'appréciation de l'économie par la Banque indiquait qu'il y avait peu de déviation dans ses perspectives par rapport au MRP d'avril. En outre, alors même que l'inflation continue de dépasser les attentes (y compris celles de la Banque elle-même), le Conseil de direction s'en tient au scénario de la banque centrale : ces statistiques d'inflation sont dues aux effets de l'année de base et à d'autres facteurs temporaires. Une fois l'été passé, l'excédent de ressources inutilisées fera de nouveau baisser l'inflation. Avec tout le respect que nous lui devons, nous ne sommes pas d'accord sur la capacité de soutenir l'inflation supérieure à l'objectif. Nous ne savons pas qui a raison avant la fin de l'année. Cela laisse à la banque centrale au moins quelques mois pour poursuivre sa politique ultra-accommodante. S'il n'y a aucune chance que les taux montent cette année, une

Taux d'intérêt et marché obligataire

réduction à court terme de l'AQ semble effectivement se profiler à l'horizon malgré l'incertitude de l'inflation. Dans une allocution au lendemain de la décision de la BdC, le sous-gouverneur Tim Lane a réitéré les commentaires de Tiff Macklem du mois d'avril :

« ... si l'économie se redresse conformément à notre plus récente projection ou mieux encore, il ne faudra pas autant de détente monétaire au fil du temps. »

De plus, M. Lane a ajouté :

« Compte tenu de la réouverture de bon nombre d'économies locales au pays, nous devrions en apprendre plus au cours des **prochaines semaines** pour éclairer davantage ce jugement. »

Les commentaires antérieurs de Tiff Macklem laissent beaucoup de place à l'interprétation. Que voulait-il dire par « au fil du temps »? À ce jour, la recette de la BdC pour diminuer l'AQ a été de réduire à intervalle de six mois ses achats d'actifs hebdomadaires de \$1 milliard. Cela impliquerait une réduction en octobre à \$2 milliards par semaine et coïnciderait sans aucun doute avec l'idée de ralentir « au fil du temps ». C'est ainsi que nous avons initialement interprété les indications prospectives de la BdC. Mais les informations ajoutées par Timothy Lane, mesurant le progrès économique en semaines plutôt qu'en mois ou en trimestres, laissent croire que la prochaine réduction est plus proche que nous le pensions.

Bien entendu, la banque centrale est tributaire des données et l'évolution des statistiques économiques dictera en dernier recours le degré de détente qu'elle maintiendra ou retirera. Mais si, comme nous le prévoyons, la reprise repart en juin, le Conseil de direction devrait se sentir à l'aise pour réduire ses achats hebdomadaires d'obligations une fois de plus. Il est important de savoir que nous n'aurons pas beaucoup de données pour nous informer de la progression de la reprise économique. Avant la réunion du 14 juillet, les seules indications fermes dont nous disposerons sur juin seront celles de l'Enquête sur la population active. Par conséquent, il semble que ce sera le marché du travail qui dictera si oui ou non des mesures de détente seront retirées. Si la reprise du marché du travail repart après une brève pause – le repli d'avril et de mai –, il semble qu'une réduction progressive en juillet sera le scénario approprié.

Au-delà de juillet, le calendrier de la réduction progressive semble avoir accéléré par rapport à nos projections antérieures. Nous prévoyons que la Banque réduira de nouveau l'AQ d'ici décembre, nous amenant à un rythme « net neutre » des achats d'obligations (annoncé plus tôt par Toni Gravelle comme la « phase de réinvestissement » de l'AQ) par lequel les positions en obligations du gouvernementales de la BdC resteraient stables. Cette période de stabilité du bilan donnerait lieu à une hausse des taux d'intérêt au troisième trimestre de 2022. Alors que la Fed sera peut-être encore en mode d'attente jusqu'en 2023, le mandat de politique relativement moins flexible de la BdC combiné à l'optimisme concernant la réduction de l'écart de production laisse penser que le taux de financement à un jour augmentera dans les premiers temps de la fenêtre actuelle de ses indications prospectives.

BdC : Potentiel d'amélioration de l'écart de production

Les indications prospectives actuelles de la BdC sont basées sur la résorption des ressources inutilisées ou de l'écart de production qui, selon le Rapport sur la politique monétaire d'avril, devait avoir lieu au deuxième semestre de 2022. Il est important de noter que la Banque se concentre aussi sur des mesures plus larges des ressources inutilisées (notamment sur les marchés du travail) et en donnera plus de détails dans son RPM de juillet. Mais dans l'indicateur plus traditionnel qu'est l'écart de production, nous entrevoyons un important potentiel d'amélioration des projections actuelles de la Banque.

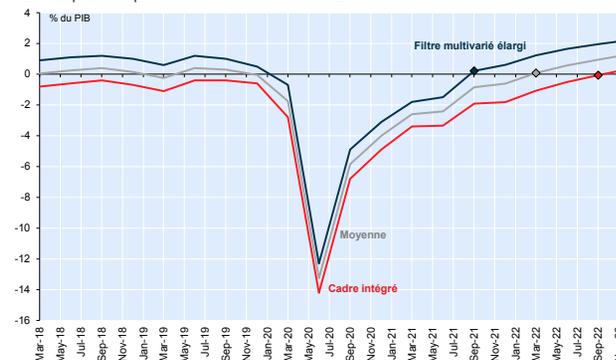
Premièrement, il est important de comprendre sous quel angle la Banque voit l'écart de production. Elle utilise deux modèles pour mesurer de combien nous nous sommes éloignés du PIB « potentiel » : le cadre intégré (IF) et le filtre multivarié élargi (EMF). La méthodologie pour chacun de ces modèles n'est pas nécessairement importante pour cette analyse, mais, ce qu'il faut retenir, c'est qu'ils donnent deux estimations différentes de l'écart par rapport au potentiel. Et ces estimations peuvent différer nettement, ce qu'elles font d'ailleurs. Par exemple, au premier trimestre, l'EMF produit une estimation de l'écart de production de 3,1% du PIB. L'IF pendant ce temps affiche un écart d'un peu

moins de 5% du PIB. Cela représente une différence non négligeable d'environ \$40 milliards. Dans son RPM, la Banque présente aussi une estimation de la croissance sur l'ensemble de l'année et son taux de croissance projeté du PIB potentiel. Ces estimations aident à éclairer sa perception de l'évolution de l'écart de production au fil du temps.

Il est intéressant de noter qu'en appliquant les projections de croissance du PIB et les estimations de taux de croissance potentiels de la Banque aux estimations actuelles de l'écart de production, le modèle EMF implique une résorption des ressources inutilisées beaucoup plus précoce que ce que laissent entrevoir les indications prospectives. Tout en dépendant du profil trimestriel, un profil raisonnable laisse entrevoir une disparition de l'écart de production au T3 2021 (dès le prochain trimestre). Le modèle IF, par contre implique une résorption de l'écart de production à la fin du T3 ou au début du T4 2022. La moyenne des deux méthodes situe l'élimination de l'écart de production au T1 2022.

La BdC adopte une approche prudente de l'écart de production

Écart de production prévu basé sur les estimations de la BdC selon divers modèles



FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada, BdC) | Nota : Pose l'hypothèse du point médian de la fourchette de croissance de la production potentielle et utilise les prévisions de croissance de la BdC du T2 2021 et de 2021 et 2022 au complet

Il est clair que la BdC a utilisé l'estimation la plus prudente de son écart de production comme base de ses indications prospectives. Si la prudence est de mise quand l'évaluation des ressources inutilisées est très incertaine et difficile (comme actuellement), elle implique aussi que, à mesure que l'économie est réouverte et que nous obtenons un tableau moins

Taux d'intérêt et marché obligataire

faussé des conditions économiques sous-jacentes, les risques penchent nettement du côté de la hausse. C'est indirectement le propos tenu par Tim Lane quand il a rappelé aux marchés que les indications prospectives sont basées sur les résultats et ne sont pas gravées dans le marbre. Si les projections de la Banque devaient changer et si elle s'attendait à une résorption plus précoce des ressources inutilisées, elle ajusterait simplement les dates liées à ses indications prospectives. Pour être clairs, nous ne nous attendons pas à un changement des indications prospectives en juillet. La Banque a opté pour des prévisions de croissance supérieures au consensus en avril et les statistiques du T1 étaient en fait plus faibles que prévu, ce qui devrait en théorie retarder l'élimination de l'écart de

production, toutes choses étant égales par ailleurs. (Nota : En nous appuyant sur nos propres prévisions, nous anticipons toujours une disparition de l'écart de production au T2 2022, plus tôt que dans les indications prospectives de la Banque). En outre, la Banque doit encore réduire son programme d'AQ et rester dans la phase de réinvestissement pendant un certain temps. Cependant, en cas de rebond de la croissance plus tôt que prévu au deuxième semestre de l'année, il y a un risque de voir la Banque réviser ses indications prospectives une fois de plus.

Enfin, il ne faut pas perdre de vue l'emploi. Étant donné que la Banque évalue les ressources inutilisées de manière plus large, les hausses de taux

ne suivront pas nécessairement immédiatement la disparition de l'écart de production s'il reste des ressources inutilisées sur le marché du travail. Comme Tiff Macklem nous l'a dit et comme nous l'avons expliqué après l'EPA de mai, nous devons récupérer plus de 700,000 emplois pour nous ramener « là où nous devrions être ». Nous sommes optimistes pour une récupération relativement rapide des emplois perdus à mesure que l'économie se remettra en marche sur une base (espérons-le) permanente. Mais si nous devons trébucher dans la remise au travail des Canadiens laissés sur la touche, la Banque pourrait retarder toute hausse des taux par rapport au moment que l'approche plus traditionnelle de l'écart de production pourrait laisser entrevoir comme adéquat.

Marché obligataire canadien: Taux d'intérêt, écarts de crédit et devises

Fermeture:	11-Jun-21	12-Mar-21	11-Dec-20	11-Sep-20	12-Jun-20
<u>Taux d'intérêt</u>					
3 mois	0.113	0.110	0.127	0.149	0.187
2 ans	0.315	0.318	0.253	0.264	0.292
5 ans	0.826	1.042	0.443	0.356	0.373
10 ans	1.378	1.587	0.712	0.55	0.535
30 ans	1.939	2.026	1.266	1.06	1.06
<u>Écarts de crédit</u>					
3 mois - 2 ans	20.2	20.8	12.6	11.5	10.5
2 - 5 ans	51.1	72.4	19	9.2	8.1
5 - 10 ans	55.2	54.5	26.9	19.4	16.2
10 - 30 ans	56.1	43.9	55.4	51	52.5
<u>Devises</u>					
CAD/USD	1.2169	1.2475	1.2769	1.3179	1.3589
EUR/CAD	0.6791	0.6706	0.6464	0.6406	0.6538

FBN Économie et stratégie (données de Bloomberg)

Marché boursier et stratégie de portefeuille



Marché boursier et stratégie de portefeuille



Stéphane Marion
Économiste et stratège en chef
514 879-3781



Matthieu Arseneau
Chef économiste adjoint
514 879-2252

Monde : L'élan est vigoureux

Les places boursières mondiales ont atteint un nouveau record au début de juin. L'indice MSCI Monde (tous pays) a déjà grimpé de 5.3% depuis le début du T2 et de 11% depuis le début de l'année, et toutes les grandes régions affichent des rendements inspirants (tableau).

Indice MSCI composé : Évolution des cours

	Depuis le début		
	du mois	du trimestre	de l'année
MSCI Monde (TP)	0.7	5.3	11.0
MSCI Monde	0.8	5.6	11.7
MSCI États-Unis	0.6	6.3	11.7
MSCI Canada	1.6	7.2	15.2
MSCI Europe	1.2	5.1	12.4
MSCI Pacifique sans le Japon	0.9	5.4	10.5
MSCI Japon	1.8	0.7	8.6
MSCI MÉ	0.3	3.0	6.7
MSCI MÉ EMOA	1.1	5.0	14.0
MSCI MÉ Amérique latine	1.7	7.3	7.0
MSCI MÉ Asie	0.0	2.2	5.6

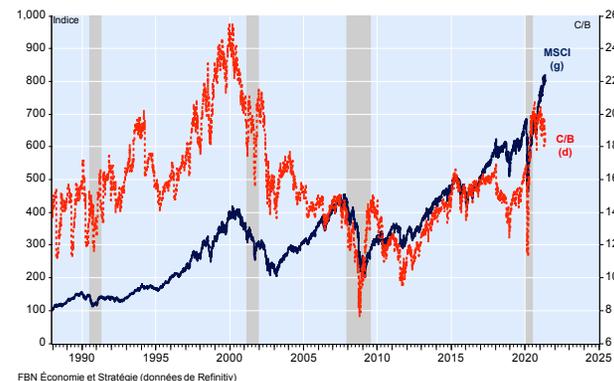
4/6/2021

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

La tendance à la hausse des marchés boursiers reste soutenue par les révisions à la hausse des bénéfices plutôt que par l'expansion des ratios C/B. Le ratio C/B prévisionnel de l'indice MSCI Monde TP s'est contracté d'environ 9% par rapport à son sommet cyclique de 20.5 enregistré en septembre 2020 (graphique).

Monde : Nouveau record en juin alors que les ratios C/B se contractent

Indice MSCI Monde TP et ratio C/B prévisionnel à 12 mois

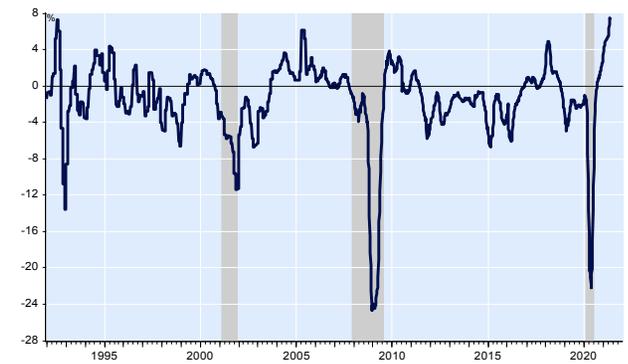


FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Au cours des trois derniers mois, les estimations pour l'année à venir du bénéfice par action (BPA) de l'indice MSCI Monde (TP) ont été révisées à la hausse de 7.2%, plus que jamais depuis 1992 (graphique). Au moment de rédiger ces notes, on s'attend à ce que les bénéfices atteignent \$38 par action à la même époque l'an prochain, ce qui représente 18% de plus qu'avant la pandémie (graphique).

Monde : Meilleures révisions des bénéfices depuis 1992

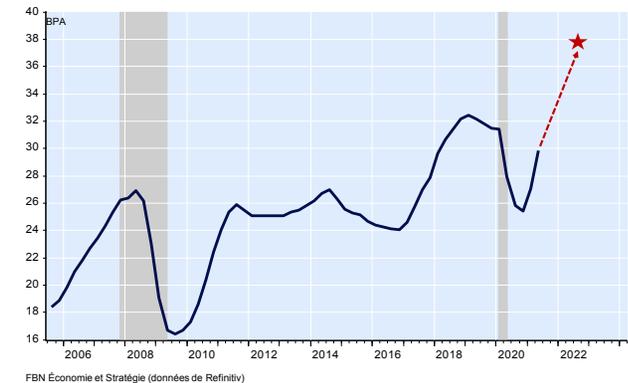
Variation sur 3 mois des estimations du BPA prévisionnel à 12 mois pour l'indice MSCI Monde TP



FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Monde : Trop beau pour être vrai?

Bénéfices des 12 derniers mois et prévisions pour les 12 prochains



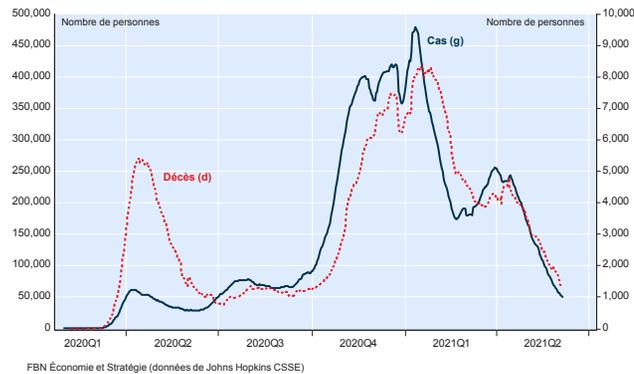
FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Nous ne considérons pas que ces prévisions sont trop belles pour être vraies. D'une part, le nombre de nouveaux cas de COVID est en chute libre dans les économies de l'OCDE (graphique).

Marché boursier et stratégie de portefeuille

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

Nouveaux cas et nouveaux décès en Europe et en Amérique du Nord, moyenne mobile 7 jours (6 juin 2021)



Cela se produit à un moment où les ventes au détail augmentent déjà plus vite que leur tendance d'avant la pandémie. En volumes, les ventes au sein de l'OCDE ont bondi à un nouveau record ce printemps (graphique).

OCDE : Les ventes au détail dépassent la tendance

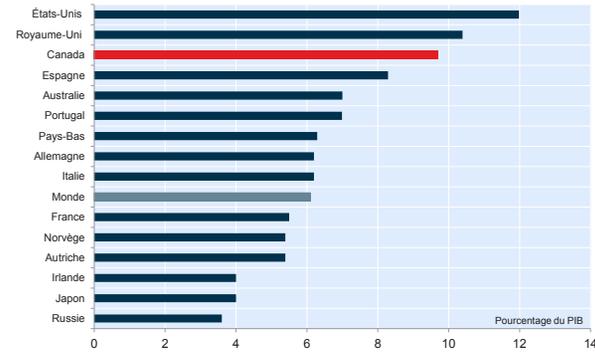
Volume des ventes au détail



Alors que les économies commencent à rouvrir, les consommateurs semblent plus que disposés à dépenser une partie de l'épargne excédentaire qu'ils ont accumulée depuis le début de la pandémie – estimée à un peu plus de 6% du PIB à l'échelle mondiale (graphique).

Monde : Les consommateurs bien placés pour profiter de la reprise

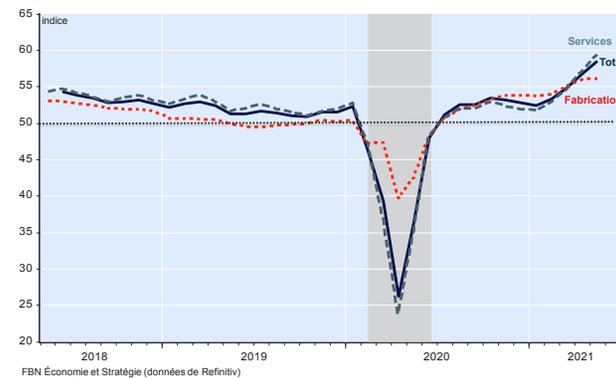
Épargne excédentaire cumulative depuis le début de la pandémie, % du PIB



Au moment d'écrire ces lignes, l'élan économique mondial s'affermi. L'indice JP Morgan composite de la production mondiale s'est encore amélioré en mai. Il a augmenté de 1.7 point à 58.4%, ce qui est le meilleur chiffre depuis 181 mois grâce à une importante progression du secteur des services (graphique). C'est de bon augure pour les prévisions de bénéfice puisque les ventes exprimées en volume et la capacité d'ajuster les prix se raffermissent.

Monde : L'élan de l'économie reste solide

Indice de diffusion de l'économie mondiale de JP Morgan



S&P/TSX : Un nouveau record

L'indice S&P/TSX connaît une excellente année. L'indice de référence canadien, qui a atteint un nouveau record en juin, est en hausse de pas moins de 7.1% jusque-là

au T2 et de près de 15% depuis le début de l'année. Les secteurs de l'énergie (+12.1%), des matériaux (+14.3%) et des banques (+9.2%) ont enregistré les meilleures performances au T2 (tableau).

Indice composé S&P/TSX : Évolution des cours

	Depuis le début		
	du mois	du trimestre	de l'année
S&P/TSX	1.5	7.1	14.9
ÉNERGIE	5.3	12.1	33.1
TÉLÉCOMMUNICATIONS	2.1	8.5	14.7
CONSUM. DISCRÉTIONNAIRE	2.0	6.2	18.9
SERVICES PUBLICS	1.2	-0.4	2.1
BANQUES	1.2	9.2	23.8
IMMOBILIER	1.1	6.9	16.4
SERVICES FINANCIERS	1.1	8.0	21.8
CONSUM. DE BASE	0.9	5.2	7.5
SANTÉ	0.9	-11.7	21.7
INDUSTRIE	0.7	4.8	3.7
TI	0.5	0.3	6.6
MATÉRIAUX	0.4	14.3	6.0

4/6/2021

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Le marché boursier canadien profite d'un regain de l'activité économique déclenché par des termes de l'échange favorables et une économie intérieure résiliente. Le PIB réel a augmenté de pas moins de 5.6% en chiffres annualisés au T1, mais le PIB nominal a bondi de 18.4%. C'était une évolution positive pour les finances publiques et les bénéfices des entreprises, qui ont atteint un nouveau record au cours du trimestre et se situaient au niveau stupéfiant de 29% au-dessus de celui du T4 2019 (graphique).

Canada : Les bénéfices bondissent

Bénéfices des sociétés avant impôt (comptes nationaux)



Marché boursier et stratégie de portefeuille

Nous restons optimistes pour les perspectives de bénéfice dans les trimestres à venir. Sur le front international, la production industrielle continuera de bénéficier de la combinaison d'une demande forte et du désir de regarnir les stocks déprimés (graphique). Si nous voyons juste, les producteurs canadiens de produits de base continueront de profiter des prix élevés des ressources naturelles.

États-Unis : La nécessité de reconstituer les stocks

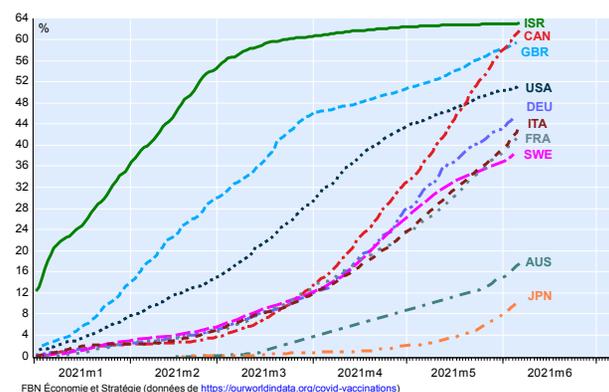
Indice de diffusion ISM pour les stocks des clients et des fabricants américains



Pendant ce temps sur le front intérieur, le revenu disponible des ménages a bondi de 9.5% en chiffres annualisés au T1, alors que la consommation a augmenté de 4.4%, toujours en chiffres annualisés. Résultat, le taux d'épargne a augmenté de 11.9% à 13.1%. Nonobstant un rapport médiocre sur l'emploi en mai, qui a révélé des pertes d'emplois liées à la COVID un deuxième mois de suite, nous croyons que l'économie canadienne devrait bien tirer son épingle du jeu au deuxième semestre de 2021. Les difficultés de démarrage de la vaccination au Canada appartiennent clairement au passé, le pays étant passé de la queue à la tête du peloton par le pourcentage de sa population qui a reçu au moins une première injection. Nous nous attendons à ce que la création d'emplois rebondisse relativement rapidement (voir la prochaine édition de notre *Mensuel économique*).

Canada : De la queue du peloton à la position de tête?

Part de la population qui a reçu au moins une dose de vaccin contre la COVID-19 (en date du 6 juin 2021)



Même avec la plus récente augmentation, l'indice S&P/TSX ne se négocie qu'à 16.3 fois les bénéfices prévisionnels, soit sensiblement le même ratio qu'avant la pandémie (tableau). Nous disons depuis un certain temps déjà que les actions canadiennes seraient avantagées par le rebond de l'activité économique mondiale. Nous pensons toujours que cela se réalisera au deuxième semestre de 2021.

S&P/TSX : Ratio des cours au bénéfice prévisionnel dans 12 mois

	4/6/2021	Il y a 1 an	Moyenne 10 ans	Moyenne 5 ans
S&P/TSX	16.3	19.8	14.9	15.6
ÉNERGIE	14.4	339.2	34.5	43.9
MATÉRIEAUX	15.3	22.3	18.1	19.5
INDUSTRIE	29.9	27.9	17.3	19.8
CONSUM. DISC.	16.0	20.0	13.7	14.1
CONSUM. DE BASE	17.7	18.3	16.4	17.0
SANTÉ	37.9	16.0	15.5	17.3
SERVICES FINANCIERS	11.6	11.3	11.4	11.3
BANQUES	11.6	10.9	10.8	10.9
TI	60.9	52.2	24.8	32.4
TÉLÉCOMS	19.0	17.0	15.5	16.4
SERVICES PUBLICS	24.7	23.8	19.8	20.6
IMMOBILIER	15.4	s.o.	s.o.	s.o.

4/6/2021

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Répartition des actifs

Notre répartition des actifs est inchangée ce mois-ci : Surpondération des actions et sous-pondération des titres à revenu fixe avec une répartition géographique privilégiant le Canada et les marchés émergents pour refléter notre opinion sur les taux de change. Après deux rapports sur l'emploi décevants coup sur coup, nous pensons que la Réserve fédérale est à l'aise pour maintenir des taux d'intérêt réels négatifs pour le moment. Cela prépare le terrain pour une poursuite de la dépréciation de l'USD, des tensions financières faibles et une possibilité limitée de baisse des prix des produits de base. Nous sommes prêts à élarger notre exposition au Canada à mesure que nous nous rapprochons de notre prévision de 1.17 CAD pour 1 USD (révisée de 1.19, voir notre dernière édition de *Devises*).

USD : Un nouveau creux depuis le début de la pandémie

USD pondéré des échanges comparativement à un panier de 26 monnaies de pays développés et émergents



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

Marché boursier et stratégie de portefeuille

Rotation sectorielle

Notre répartition sectorielle change ce mois-ci pour refléter un élan économique plus vigoureux sur fond d'amélioration des conditions sanitaires ce qui conduit à une production industrielle solide alors que les détaillants cherchent à regarnir leurs stocks épuisés. Cela, doublé d'une demande plus forte de voyages intérieurs et internationaux devrait maintenir une consommation de pétrole largement au-dessus de l'offre pendant le reste de l'année (graphique).

Monde : La demande de pétrole brut dépasse l'offre

Production et consommation mondiale de pétrole (données trimestrielles)



Par conséquent nous sommes à l'aise pour réviser notre prévision pour 2021 de prix du brut WTI de \$65 à \$75 le baril ce mois-ci et relever notre position sur l'énergie d'une pondération neutre à la surpondération. On notera que le secteur de l'énergie affiche le rendement sous forme de dividende le plus élevé (4,5%) de l'ensemble des secteurs de l'indice S&P/TSX (tableau). Pour faire de la place pour l'énergie, nous réduisons notre exposition au secteur des services financiers qui ont offert une excellente performance.

Indice composé S&P/TSX : Rendement en dividendes

	4/6/2021	Il y a 1 an	Moyenne 10 ans	Moyenne 5 ans
S&P/TSX	2.6	3.4	3.0	3.0
ÉNERGIE	4.5	5.9	3.8	4.3
MATÉRIAUX	1.3	1.4	1.6	1.4
INDUSTRIE	1.2	1.6	1.7	1.5
CONSOM. DISC.	1.6	2.4	2.2	2.0
CONSOM. DE BASE	1.4	1.5	1.5	1.4
SANTÉ	0.5	1.2	0.6	0.9
SERVICES FINANCIERS	3.3	4.6	3.8	3.8
BANQUES	3.6	5.1	4.0	4.1
TI	0.1	0.2	0.5	0.4
TÉLÉCOMS	4.4	4.7	4.4	4.5
SERVICES PUBLICS	3.7	4.2	4.5	4.3
IMMOBILIER	3.8	s.o.	s.o.	s.o.

4/6/2021

FBN Economie et Stratégie (données de Refinitiv)

Marché boursier et stratégie de portefeuille

Rotation sectorielle fondamentale FBN - juin 2021

Nom (secteur/industrie)	Recommandation	Pondération S&P/TSX
Énergie	Surpondérer	13.0%
Matériaux	Surpondérer	12.7%
Produits chimiques	Équipondérer	1.6%
Emballage et conditionnement	Surpondérer	0.5%
Métaux et minerais *	Surpondérer	2.6%
Or	Surpondérer	7.5%
Papier et industrie du bois	Équipondérer	0.5%
Industrie	Équipondérer	11.6%
Biens d'équipement	Surpondérer	2.1%
Services aux entreprises	Sous-pondérer	3.0%
Transports	Équipondérer	6.5%
Consommation discrétionnaire	Équipondérer	4.0%
Automobiles et composants automobiles	Sous-pondérer	1.4%
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	0.7%
Santé	Équipondérer	1.4%
Équipements et services de santé	Équipondérer	0.1%
Produits pharmaceutiques et biotechnologie	Équipondérer	1.2%
Finance	Équipondérer	31.7%
Banques	Équipondérer	21.8%
Services financiers diversifiés	Équipondérer	4.1%
Assurance	Équipondérer	5.8%
Technologies de l'information	Sous-pondérer	9.4%
Télécommunications	Équipondérer	4.9%
Services aux collectivités	Sous-pondérer	4.5%
Immobilier	Sous-pondérer	3.1%

* 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	2021-06-04	T4-2021 (est.)
S&P/TSX	20 029	20 600
Hypothèses		T4-2021 (est.)
Niveau: Bénéfices	899	1250
Dividendes	523	727
Ratio C/B passé	22.3	16.5
Obligations 10 ans	1.46	2.00

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

Prévisions FBN États-Unis		
	Actuel	Cible
Niveau de l'indice	2021-06-04	T4-2021 (est.)
S&P 500	4 230	4 300
Hypothèses		T4-2021 (est.)
Niveau: Bénéfices	159	190
Dividendes	58	69
Ratio C/B passé	26.5	22.6
Obligations 10 ans	1.56	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 04/06/2021	Cumulatif juin-21	Cumulatif 2021	Δ 1 an	Δ 3 ans	Cumulatif 2021	Δ 1 an	Δ 3 ans	
Amérique du Nord - Indice MSCI	4 297	0.6%	12.2%	37.7%	55.0%	6.4%	23.4%	44.9%	1.00
États-Unis - S&P 500	4 230	0.6%	12.6%	35.9%	54.0%	6.9%	21.8%	44.0%	1.00
Canada - S&P TSX	20 029	1.5%	14.9%	29.0%	24.8%	14.9%	29.0%	24.8%	0.87
Europe - Indice MSCI	2 074	0.8%	12.7%	31.8%	19.0%	6.9%	18.1%	11.3%	0.80
Royaume-Uni - FTSE 100	7 069	0.7%	9.4%	11.5%	-8.7%	7.6%	12.3%	-9.2%	-0.20
Allemagne - DAX 30	15 693	1.8%	14.4%	26.2%	22.9%	7.9%	21.3%	19.5%	0.91
France - CAC 40	6 516	1.1%	17.4%	30.0%	19.1%	10.7%	25.0%	15.8%	0.63
Suisse - SMI	11 571	1.8%	8.1%	14.8%	34.0%	0.8%	9.5%	37.6%	0.89
Italie - Milan Comit 30	259	0.0%	0.0%	0.0%	6.4%	-5.7%	-3.9%	3.4%	0.66
Pays-Bas - Amsterdam	720	1.5%	15.3%	28.8%	28.2%	8.8%	23.8%	24.7%	0.91
Zone Pacifique - Indice MSCI	3 255	1.4%	5.0%	25.8%	14.3%	-0.4%	12.8%	6.9%	0.86
Japon - Nikkei 225	28 942	0.3%	5.5%	27.5%	28.8%	-5.7%	13.8%	20.6%	0.92
Australie - All ordinaries	7 543	1.8%	10.1%	23.4%	22.9%	4.7%	22.6%	16.2%	0.74
Hong Kong - Hang Seng	28 918	-0.8%	6.2%	18.7%	-6.7%	0.7%	6.3%	-11.8%	0.26
MSCI - Monde	2 997	0.7%	11.4%	35.1%	41.3%	5.7%	21.1%	32.1%	0.99
MSCI - Monde ex. É.-U.	2 373	1.1%	10.9%	30.8%	18.5%	5.2%	17.2%	10.8%	0.83
MSCI - EAEO	2 358	1.0%	9.8%	29.5%	17.3%	4.2%	16.1%	9.7%	0.83
MSCI - Marchés émergents (indice libre)	1 382	0.4%	7.0%	39.7%	20.5%	1.5%	25.2%	12.7%	0.91

* Corrélation des rendements mensuels sur 3 ans

Marché boursier et stratégie de portefeuille

Bénéfices sectoriels du S&P 500 - Consensus*

2021-06-04

	Pond. S&P 500	niveau	Variation		Croissance - BPA			C/B			Croissance prévue sur 5 ans	Ratio PEG	Indice de révision**
			3-m Δ	12-m Δ	2021	2022	à 12 mois	2021	2022	à 12 mois			
S&P 500	100	278	22.82	25.62	36.83	11.78	23.20	22.54	20.16	21.35	18.50	0.92	7.65
Énergie	2.95	415.85	8.93	32.79	0.00	29.15	223.71	19.71	15.26	17.57	12.53	0.08	37.69
Matériaux	2.82	550.61	19.47	50.49	59.92	3.48	29.89	19.61	18.95	19.24	14.61	0.64	16.95
Industrie	8.90	888.37	15.42	46.22	82.72	36.12	55.29	28.15	20.68	24.39	15.24	0.44	4.91
Consommation discrétionnaire	11.91	1366.39	9.41	32.91	68.12	33.18	49.50	35.64	26.76	31.32	38.74	0.63	8.31
Consommation de base	6.05	732.67	13.15	20.43	7.45	7.92	7.92	21.83	20.23	20.89	8.94	2.64	1.30
Santé	12.75	1420.85	10.22	20.28	16.65	5.95	11.60	16.97	16.02	16.58	10.71	1.43	1.65
Finance	11.99	637.75	16.34	52.41	45.07	-0.15	22.00	14.47	14.49	14.48	14.31	0.66	13.01
Technologie de l'information	26.38	2455.64	10.69	41.57	29.54	10.91	15.59	26.65	24.03	24.96	17.49	1.60	7.05
Services de télécommunications	11.10	258.81	11.45	42.09	23.72	13.16	19.29	23.37	20.65	22.01	23.40	1.14	8.84
Services publics	2.55	330.40	11.29	8.32	1.58	8.01	4.28	20.11	18.62	19.46	5.53	4.55	-2.37
Immobilier	2.61	278.18	22.82	25.62	3.18	6.09	4.41	53.21	50.16	51.89	31.09	11.76	8.98

* 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

Les indices boursiers continuent inlassablement leur ascension, le sentiment haussier restant fort alors que l'indice VIX dérive à la baisse. Tandis que l'indice composé S&P/TSX atteint de nouveaux records, la tendance interne générale des marchés reste la même. Les actions de croissance et de technologie de pointe continuent de reculer alors que les émissions autres que de croissance/technologiques suscitent davantage d'intérêt. Ce marché est un marché de créneaux particuliers, caractérisé par des zones de force et de faiblesse. Un marché de plus en plus sélectif confère à la sélection des titres la plus haute importance maintenant. Les graphiques qui suivent proposent des occasions d'achat et de vente.

Analyse technique

ARC Resources Ltd. (ARX)

Un important marché baissier sur ARC Resources qui a vu l'action chuter de plus de 90% à des creux inégalés depuis plusieurs décennies semble maintenant terminé. Le franchissement au-dessus de la ligne de tendance baissière en 2020 a été un premier signal d'amélioration technique. L'action s'est récemment affranchie d'une base de deux ans à \$8.40 pour amorcer une nouvelle tendance haussière. Le volume s'est amélioré au cours des derniers mois indiquant un solide intérêt pour l'achat du titre. Le prochain niveau de résistance s'annonce mineur, autour de \$10.50. Au-dessus de \$10.50 il existe une résistance relativement mince suggérant un potentiel de hausse favorable vers une cible voisine de \$15.00.



Analyse technique

Cineplex Inc. (CGX)

Le graphique de CGX donne des signes d'amélioration technique alors que l'action a tenté de percer le plafond de résistance à \$15.25. Le volume a augmenté quand le titre a surmonté cette résistance. Il doit maintenant franchir le prochain plafond de résistance à \$16.90 pour obtenir le feu vert absolu. Une base étalée sur un an prendra fin quand la courbe dépassera le plafond de résistance. Une faible offre supérieure indique que le titre aura peu de mal à monter plus haut une fois qu'il aura percé le plafond. La cible est maintenant légèrement supérieure à \$20 avec un potentiel plus élevé à mesure que l'action dépassera la mince zone de résistance après sa percée.



Analyse technique

Methanex Corp. (MX)

Le graphique de MX retient mon attention, car l'action accuse un retard et sa courbe a formé un triangle sur sept mois. Malheureusement ce triangle semble se terminer par une baisse. En même temps que le graphique chute après la formation d'un triangle, il descend aussi sous la moyenne de 200 jours en volume. La dernière ligne de soutien se situe autour de \$41.00, toute percée ouvrant la voie à une descente vers \$30.00.



Analyse technique

Maxar Technologies Inc. (MAXR)

Une ascension spectaculaire du graphique de MAXR a achoppé contre un nombre croissant d'indices techniques négatifs qui ont fait repartir la courbe vers le bas. Une dynamique baissière en mars et la descente sous la moyenne mobile de 50 jours étaient de mauvais présage. Une rupture de la ligne de tendance et une percée sous le niveau de soutien à US\$33.00 ont mis la dernière touche à la formation sommitale. Cette action a aussi franchi la moyenne de 200 jours en volume. Le vigoureux mouvement baissier mettra beaucoup de temps à s'épuiser avec des cours plus bas. Le risque est une baisse à US\$20.00.



Analyse sectorielle



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

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

Secteur	Titre	Symbole	Prix	Cours Cible	Rend. Div.	Rend. Est.	Industrie	
Énergie	Cenovus Energy Inc.	CVE	\$10.09	\$14.50	0.62%	44.40%	Pétrole, gaz et combustibles	
	Enerflex Ltd.	EFX	\$8.06	\$10.50	0.93%	31.27%	Équipements et services pour l'énergie	
	Secure Energy Services Inc.	SES	\$4.28	\$5.50	0.60%	29.21%	Équipements et services pour l'énergie	
	TC Energy Corp.	TRP	\$60.92	\$67.00	5.48%	15.69%	Pétrole, gaz et combustibles	
	Tourmaline Oil Corp.	TOU	\$29.45	\$37.50	2.09%	29.51%	Pétrole, gaz et combustibles	
Matériaux	Capstone Mining Corp.	CS	\$5.45	\$7.75	0.00%	42.20%	Métaux et minerais	
	Copper Mountain Mining Corp.	CMC	\$4.33	\$5.50	0.00%	27.02%	Métaux et minerais	
	Dundee Precious Metals Inc.	DPM	\$8.61	\$13.50	1.73%	58.50%	Or	
	Endeavour Mining Corp.	EDV	\$29.16	\$57.00	0.00%	95.47%	Or	
	First Quantum Minerals Ltd.	FM	\$29.70	\$40.00	0.04%	34.72%	Métaux et minerais	
	Kinross Gold Corp.	K	\$9.73	\$15.00	1.50%	55.65%	Or	
	Newmont Corp.	NGT	\$88.25	\$108.00	3.07%	25.38%	Or	
	SSR Mining Inc.	SSRM	\$22.15	\$36.00	1.12%	63.62%	Or	
	Wesdome Gold Mines Ltd.	WDO	\$11.13	\$14.00	0.00%	25.79%	Or	
Industrie	ATS Automation Tooling Systems Inc.	ATA	\$29.76	\$38.00	0.00%	27.69%	Biens d'équipement	
	Boyd Group Services Inc.	BYD	\$207.12	\$260.00	0.27%	25.80%	Services aux entreprises	
	CAE Inc.	CAE	\$37.20	\$43.00	0.00%	15.59%	Biens d'équipement	
	Doman Building Materials Group Ltd.	DBM	\$8.68	\$12.50	5.54%	49.54%	Biens d'équipement	
	Finnings International Inc.	FTT	\$30.86	\$44.00	2.67%	45.24%	Biens d'équipement	
	Hardwoods Distribution Inc.	HDI	\$32.44	\$45.50	1.26%	41.49%	Biens d'équipement	
	Mullen Group Ltd.	MTL	\$12.86	\$15.25	3.68%	22.32%	Transport	
	NFI Group Inc.	NFI	\$26.03	\$32.00	3.26%	26.20%	Biens d'équipement	
	Startec Inc.	STN	\$53.86	\$60.00	1.23%	12.63%	Services aux entreprises	
	TFI International Inc.	TFI	\$116.06	\$129.00	1.01%	12.14%	Transport	
	Consommation discrétionnaire	Gildan Activewear Inc.	GIL	\$43.23	\$50.00	1.69%	17.39%	Biens de consommation durables et habillement
		Spin Master Corp.	TOY	\$40.99	\$53.00	0.00%	29.30%	Biens de consommation durables et habillement
Biens de consommation de base	Chartwell Retirement Residences	CSH.un	\$13.09	\$14.50	4.69%	15.45%	Équipements et services de santé	
	Dialogue Health Technologies Inc.	CARE	\$12.55	\$20.50	0.00%	63.35%	Équipements et services de santé	
	Knight Therapeutics Inc.	GUD	\$5.31	\$7.75	0.00%	45.95%	Produits pharmaceutiques et biotechnologie	
	Medical Facilities Corporation	DR	\$7.77	\$9.75	3.75%	29.09%	Équipements et services de santé	
Finance	Canadian Imperial Bank of Commerce	CM	\$140.71	\$156.00	4.02%	15.02%	Banques	
	Element Fleet Management Corp.	EFN	\$13.70	\$19.00	1.92%	40.58%	Services financiers diversifiés	
	iA Financial Corporation Inc.	IAG	\$69.22	\$76.00	2.78%	12.60%	Assurances	
	Royal Bank of Canada	RY	\$124.21	\$137.00	3.42%	13.78%	Banques	
	Trisura Group Ltd.	TSU	\$159.38	\$218.00	0.00%	36.78%	Assurances	
Technologies de l'information	Farmers Edge Inc.	FDGE	\$10.01	\$20.00	0.00%	99.80%	Logiciels et services	
	Kinaxis Inc.	KXS	\$137.14	\$225.00	0.00%	64.07%	Logiciels et services	
	Real Matters Inc.	REAL	\$16.44	\$35.00	0.00%	112.90%	Logiciels et services	
Communications	Quebecor Inc.	QBR.b	\$32.75	\$40.00	3.32%	25.50%	Services de Télécommunication	
	Shaw Communications Inc.	SJR.b	\$35.81	\$40.50	3.28%	16.41%	Services de Télécommunication	
Services aux collectivités	AltaGas Ltd.	ALA	\$23.90	\$26.00	4.07%	12.97%	Services aux collectivités	
	Borex Inc.	BLX	\$37.13	\$50.00	1.75%	36.44%	Services aux collectivités	
	Innervex Renewable Energy Inc.	INE	\$20.48	\$26.00	3.50%	30.47%	Services aux collectivités	
	Northland Power Inc.	NPI	\$40.59	\$50.00	2.95%	26.14%	Services aux collectivités	
Immobilier	Boardwalk REIT	BEI.un	\$38.84	\$46.50	2.54%	22.30%	Immobilier	
	Canadian Apartment Properties REIT	CAR.un	\$55.38	\$65.50	2.46%	20.77%	Immobilier	
	European Residential REIT	ERE.un	\$4.24	\$5.25	3.79%	27.63%	Immobilier	
	Flagship Communities REIT	MHC.un	\$17.51	\$20.00	2.56%	17.13%	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 31 mai 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

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

Banques et compagnies d'assurance vie canadiennes

Banque Canadienne Impériale de Commerce (TSX : CM) – Le potentiel de révision de la cote devient plus tangible.

Les résultats de CM au T2 2021 comprennent une combinaison bien équilibrée de rendement supérieur des revenus et du crédit. À notre avis, il n'y avait rien dans ces résultats qui pouvait prêter à la controverse, sauf certaines indications prospectives sur les charges qui impliquent une accélération des dépenses au deuxième semestre. Nous croyons que les perspectives à long terme centrées sur les avantages de l'investissement interne sont plus importantes que les perspectives à court terme insistant sur le levier opérationnel négatif (potentiellement). C'est-à-dire que par moments, CM a été perçue comme une banque ayant investi insuffisamment dans ses activités de base, et la correction de cette perception est une composante importante de son potentiel de réévaluation à long terme. Les indicateurs récents, en particulier dans le segment particuliers et entreprises canadien, sont révélateurs des progrès accomplis sur ce front.

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	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Dernier Cours 5/31	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																			
Bank of Montreal	BMO	RS	82,053	647	126.83	10/2020	7.71	11.64	11.87	10.9	10.7	76.72	79.24	85.23	1.6	1.5	3.3%	136.00	↑
Bank of Nova Scotia	BNS	RM	98,517	1,211	81.32	10/2020	5.36	7.11	7.74	11.4	10.5	52.30	55.11	59.63	1.5	1.4	4.4%	81.00	↑
CIBC	CM	RS	63,417	445	142.46	10/2020	9.69	13.49	14.23	10.6	10.0	86.70	90.02	98.26	1.6	1.4	4.1%	156.00	↑
National Bank	NA	PN	31,807	337	94.28	10/2020	6.06	8.33	8.65	11.3	10.9	43.59	45.87	51.23	2.1	1.8	3.0%	PN	
Royal Bank of Canada	RY	RS	179,021	1,425	125.62	10/2020	7.97	10.91	11.43	11.5	11.0	60.04	63.28	70.35	2.0	1.8	3.4%	137.00	↑
Toronto-Dominion Bank	TD	RM	158,334	1,818	87.07	10/2020	5.35	7.69	7.74	11.3	11.3	49.25	51.55	56.10	1.7	1.6	3.6%	89.00	↑
Canadian Western Bank	CWB	RM	3,188	87	36.60	10/2020	2.93	3.55	3.87	10.3	9.5	32.26	33.34	36.36	1.1	1.0	3.2%	39.00	↑
Laurentian Bank	LB	RM	1,891	43	43.63	10/2020	2.92	3.66	3.71	11.9	11.8	54.45	55.61	57.22	0.8	0.8	3.7%	41.00	↑
Assurances																			
Great-West Lifeco	GWO	RM	34,482	928	37.41	12/2020	2.67	3.25	3.55	11.5	10.5	23.36	24.28	26.08	1.5	1.4	4.7%	36.00	↑
iA Financial	IAG	RS	7,462	107	69.22	12/2020	4.87	7.79	8.45	8.9	8.2	56.95	60.25	66.08	1.1	1.0	2.8%	76.00	
Manulife Financial	MFC	RM	49,016	1,942	25.27	12/2020	2.22	3.14	3.40	8.1	7.4	23.40	24.25	26.19	1.0	1.0	4.4%	27.00	
Sun Life Financial	SLF	RS	38,099	586	64.68	12/2020	4.14	5.85	6.33	11.1	10.2	37.61	40.74	45.64	1.6	1.4	3.4%	71.00	↑

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

Source: Refinitiv, Données financières des sociétés, Analyses FBN

Distribution et produits de consommation



Vishal Shreedhar

Analyste
416 869-7930

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

Sélection

› [Gildan](#)

Les Compagnies Loblaw Limitée (L : TSX)

Résultats du T1 2021 : La dynamique s'accélère; les perspectives du bénéfice sont solides

Au T1 2021, le BPA ajusté s'est établi à \$1.13, alors que FBN l'avait estimé à \$0.92 et que le consensus était de \$0.87; il était de \$0.97 douze mois auparavant

Nous considérons que les résultats soutiennent notre opinion favorable, compte tenu des performances solides et de l'amélioration des perspectives. Le chiffre d'affaires s'est établi à \$11,872 millions, alors que FBN l'avait estimé à \$11,787 millions et qu'il était de \$11,800 millions douze mois auparavant. Les ventes de la division Alimentation au détail ont totalisé \$8,479 millions (est. FBN \$8,394 millions), comparativement à \$8,332 millions il y a un an. La croissance des ventes à établissements identiques dans cette division était de 0.1% (est. FBN 0.3%), contre 9.6% douze mois auparavant. Le secteur des pharmacies au détail a enregistré des ventes de \$3,191 millions, alors que FBN les avait estimées à \$3,177 millions; elles avaient été de \$3,252 millions au T1 2020. La croissance des ventes à pharmacies identiques était de -1.7%, alors que FBN tablait sur -2.5% et qu'elle était de 10.7% au T1 2020. La croissance des ventes de médicaments était de 3.5% (est. FBN 0.3%) et celle des marchandises générales, de -6.4% (est. FBN -5.3%). Le BAIIA ajusté total s'est établi à \$1,218 millions (est. FBN \$1,134 millions; consensus \$1,100 millions), contre \$1,165 millions au T1 2020. Le BAIIA ajusté des ventes au détail a totalisé \$1,145 millions (est. FBN \$1,101 millions), comparativement à \$1,157 millions il y a douze mois.

Des solides résultats au T1 et une dynamique constante

Les prévisions pour 2021 n'ont pas été formellement révisées, mais la direction a indiqué que les solides résultats du T1 2021 et la dynamique constante (le T2 2021 a commencé depuis 4 semaines déjà) pourraient permettre au BPA de dépasser les prévisions initiales. L a également souligné que les premières tendances qui émergent du T2 2021 montrent que la croissance des ventes à établissements identiques était légèrement négative pour les produits alimentaires, et positive pour les médicaments (SC) (Metro a publié un commentaire similaire). Parmi les grands épiciers canadiens, Loblaw est le plus exposée à un BAIIA hors

produits alimentaires (avec Shopper's et PC Finance). Depuis le début de l'année, le rendement des actions de L est de 10% environ, mais, d'après nos calculs, si le rendement des actions était pondéré en fonction de la composition des affaires de L (épicerie, pharmacie, services financiers), le rendement implicite serait plutôt de l'ordre de 14% à 15%.

Nous restons constructifs

Nous pensons que L est bien positionnée compte tenu (a) des attentes d'amélioration des tendances pour les bannières à escompte (représentant 60% des produits d'épicerie de L); (b) de la dynamique actuelle de SC, alimentée par les tendances positives des produits de beauté et des vaccins; (c) de données comparables relativement plus faciles à soutenir que les concurrents en termes de croissance des ventes à épicerie identiques et de croissance du BPA; (d) d'un meilleur levier d'exploitation, car les investissements de L en termes d'exploitation et de prix sont maintenant derrière l'entreprise; et (e) d'une valorisation faible par rapport aux sociétés comparables et à la moyenne historique.

Maintien de la cote Rendement supérieur; cours cible de \$77

Notre cours cible correspond à 7.0 fois notre estimation de BAIIA 2022/2023 pour la division Vente au détail et 9.5 fois notre estimation de BPA 2022/2023 pour la division Services financiers. L est notre titre favori dans le secteur de la consommation de base.

Distribution et produits de consommation

Symb.	Cote du titre	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 05/31	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.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2			12 mois	Δ	
Grands magasins																				
Canadian Tire	CTC.a	RS	12,539	61.4	204.36	12/2020	12.95	13.83	16.04	14.8	12.7	2,181	2,236	2,419	6.9	6.4	73.32	0.40	219.00	↑
Dollarama	DOL	RS	16,395	312.3	52.50	02/2021	1.81	2.24	2.56	23.4	20.5	1,131	1,331	1,461	14.6	13.3	1.07	0.90	63.00	↑
Magasins spécialisés																				
Couche Tard	ATD.b	RS	48,358	1,109.9	43.57	04/2020	1.97	2.22	2.01	16.3	18.0	4,363	4,685	4,314	9.8	10.6	10.95	0.36	47.00	↑
Parkland Fuel Corporation	PKI	RS	6,119	153.5	39.87	12/2020	0.54	1.60	1.88	24.9	21.2	967	1,236	1,334	7.9	7.3	14.76	0.62	45.00	↑
Habillement																				
Gildan	GIL	RS	8,585	198.6	43.23	12/2020	(0.18)	1.97	2.15	18.2	16.6	165	605	645	12.5	11.7	8.38	0.25	50.00	↑
Roots Corporation	ROOT	RM	146	42.4	3.44	02/2021	0.35	0.52	0.64	6.6	5.4	64	72	79	4.3	3.9	3.87	0.50	5.00	↑
Épiceries																				
Empire Company	EMP.a	RS	10,890	269.1	40.47	05/2020	2.15	2.52	2.73	16.0	14.8	1,892	2,122	2,216	8.1	7.7	15.91	0.59	44.00	↑
Loblaw	L	RS	25,687	348.2	73.77	12/2020	4.19	4.82	5.67	15.3	13.0	5,006	5,197	5,451	6.1	5.8	31.69	0.35	77.00	↑
Metro	MRU	RM	14,532	250.9	57.92	09/2020	3.27	3.48	3.71	16.6	15.6	1,091	1,104	1,072	15.3	15.7	24.77	0.27	65.00	↑
Transformation des aliments																				
Saputo	SAP	RM	16,997	412.1	41.25	03/2020	1.62	1.68	1.94	24.6	21.3	1,468	1,535	1,693	13.5	12.2	15.7	0.37	40.00	↑
Lassonde	LAS.a	RS	1,314	6.9	189.52	12/2020	14.11	13.39	14.12	14.2	13.4	217	208	212	7.3	7.2	114.8	0.21	202.00	↑
Premium Brands Holdings	PBH	RS	5,044	41.4	121.83	12/2020	3.04	4.59	5.29	26.5	23.0	313	431	487	13.9	12.3	38.6	0.38	134.00	↑
Vente au détail de matelas																				
Sleep Country Canada	ZZZ	RM	1,097	37.4	29.38	12/2020	1.95	2.08	2.32	14.1	12.7	171	179	189	8.3	7.9	9.71	0.52	38.00	↑
Beauté et soins personnels																				
MAV Beauty Brands	MAV	RM	238	42.4	5.60	12/2020	0.34	0.45	0.56	12.5	10.1	28	33	37	11.2	9.9	5.60	0.36	6.00	↑
Restauration																				
MTY Food Group	MTY	RM	1,493	24.7	60.45	11/2020	(1.51)	2.79	3.56	21.7	17.0	138	154	178	12.3	10.6	23.51	0.41	58.00	↑
Épicerie en ligne																				
Goodfood Market	FOOD	RS	522	66.8	7.82	08/2020	(0.07)	(0.08)	(0.01)	NA	NA	5	9	16	NA	NA	0.90	(3.26)	13.00	↑

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

u= dollars US

Source: Refinitiv, Rapports des sociétés, FBN

Note: Lassonde et Goodfood couverts par Ryan Li.

Amber Brown, MBA

Analyste

403 813-1646

Vue d'ensemble

Jadis considérés comme un créneau spécialisé, les actifs ESG attirent désormais l'attention des investisseurs. Le total des actifs ESG sous gestion dans le monde a atteint environ US\$36,000 milliards au début de 2020, soit environ US\$1.00 investi sur US\$3.00, et a augmenté effectivement suivant un TCAC d'environ 11.7% au cours des quatre dernières années. Si le rythme de croissance des investissements dans les actifs ESG n'était que de la moitié de ce taux, la valeur des actifs ESG sous gestion atteindrait environ US\$47,000 milliards d'ici 2025. Nous pensons que l'intégration des facteurs ESG et l'engagement ou l'appui des actionnaires à leur égard seront le principal style d'investissement dans les actifs ESG, surtout à mesure que l'information sur ces questions et leur transparence s'amélioreront au niveau des entreprises et que les investisseurs institutionnels seront mieux informés des enjeux ESG. Selon nous, l'intégration des facteurs ESG, qui nécessite la prise en compte de paramètres non financiers dans l'analyse fondamentale, est le meilleur moyen pour les investisseurs de mettre en œuvre les facteurs ESG tout en générant des rendements adéquats, car elle permet à un investisseur de comprendre et, espérons-le, d'éviter les risques propres aux facteurs ESG, sans pour autant imposer de restrictions strictes à des secteurs particuliers.

Initiatives récentes en matière d'ESG – actualités concernant les organismes de réglementation

Avec le poids énorme qui soutient la transition énergétique, notamment un décret-loi aux États-Unis, l'annonce du nouveau Conseil d'action en matière de finance durable au Canada, le communiqué des ministres des Finances du G7 et le récent rapport de l'AIE sur la voie vers zéro émission nette, les gouvernements ont maintenant reconnu que leurs politiques doivent impérativement rattraper les retards face au risque climatique. Nous considérons ces directives comme un point tournant important dans la politique financière, alors que les initiatives en matière de durabilité commencent à fusionner avec celles dans les finances, ce qui finira par conduire à un monde dans lequel finances désignera finances durables.

En attendant, nous constatons une évolution dans les engagements à parvenir au zéro net à l'horizon 2050

et les informations à fournir obligatoires touchant les questions climatiques, ce qui pourrait avoir un impact sur chaque industrie et aboutir à placer les émissions de carbone au centre des décisions d'investissement. Cela dit, nous prévoyons qu'un instrument de mesure normalisé des émissions carbone pourrait devenir nécessaire et devenir un paramètre financier aussi important que la croissance des flux de trésorerie, le bénéfice par action (BPA) ou le ratio dette/BAIIA. Nous anticipons aussi des paramètres d'une valorisation en fonction des émissions de carbone, tels que les ratios VE/émissions ou C/émissions.

Le président Biden signe un décret-loi sur les risques financiers reliés au climat

Le jeudi 20 mai, le président Joe Biden a signé un décret-loi sur les risques financiers reliés au climat pour répondre à la menace des changements climatiques. En général, la directive du président vise à renforcer le système financier américain en établissant des règles pour analyser adéquatement et minimiser les risques climatiques, tout en aidant les Américains à mieux comprendre comment les changements climatiques peuvent affecter les décisions financières. Bien que le décret-loi soit de nature générale, nous relevons quelques initiatives remarquables. Dans le cadre de la première directive, le directeur du Conseil économique national, Brian Deese, et la conseillère nationale en matière climatique, Gina McCarthy, mettront au point dans les 120 jours une stratégie pour cerner et faire connaître les vulnérabilités climatiques touchant les programmes, les actifs et les passifs gouvernementaux, tout en définissant le financement public et privé nécessaire pour atteindre le niveau zéro net d'ici 2050. À ce propos, nous soulignons que la Global Financial Markets Association (GFMA) a publié son rapport intitulé [Climate Finance Markets and The Real Economy](#) en décembre, dans lequel elle expliquait qu'il faudrait au total US\$100,000 milliards à US\$150,000 milliards (environ US\$3,000 milliards à US\$5,000 milliards par an) à l'échelle mondiale pour mettre en œuvre un scénario permettant de limiter l'élévation des températures à 1.5 degré Celsius.

Autre aspect à souligner, le décret-loi a encouragé la secrétaire au Trésor, Janet Yellen, à contribuer au processus d'examen du risque financier relié au changement climatique et à publier un rapport dans

les 180 jours (avant la COP26) qui comprend des plans pour les organismes affiliés (c.-à-d. Réserve fédérale et Securities and Exchange Commission) en vue d'améliorer la communication d'informations liées au changement climatique. Nous considérons cela comme un signal fort au Groupe de travail sur la divulgation de l'information financière relative aux changements climatiques (***Task Force on Climate-Related Financial Disclosures*** - TCFD) mandaté par les États-Unis, particulièrement vu qu'un certain nombre de grands pays ont déjà légiféré en faveur de l'utilisation des rapports TCFD (c.-à-d. Nouvelle-Zélande et Royaume-Uni).

Le Canada a mis sur pied le Conseil d'action en matière de finance durable

Le 12 mai, la vice-première ministre et ministre des Finances, l'honorable Chrystia Freeland, et le ministre de l'Environnement et du Changement climatique, l'honorable Jonathan Wilkinson, ont lancé le Conseil d'action en matière de finance durable qui a pour objet de réunir l'expertise financière des secteurs public et privé pour soutenir la croissance d'un marché financier durable et mobiliser des capitaux pour atteindre l'objectif de réduction de 40-45% des émissions du Canada d'ici 2030 et l'objectif de zéro émission d'ici 2050. Le Conseil sera présidé par Kathy Bardswick et comprendra un groupe diversifié de grands participants du secteur financier issus des banques, des sociétés d'assurance et des caisses de retraite. La première réunion doit avoir lieu en juin.

Communiqué des ministres du G7

En prévision du Sommet des chefs d'État et de gouvernement du G7 le 4 juin en Angleterre, les ministres de l'Environnement du Royaume-Uni, des États-Unis, du Canada, du Japon, de la France, d'Italie et d'Allemagne ont tenu une conférence virtuelle de deux jours les 20 et 21 mai pour discuter du changement climatique. Globalement, le Groupe des sept a réaffirmé son attachement à la coopération internationale et au multilatéralisme, tout en s'engageant à collaborer sur les questions du changement climatique et de la limitation de l'élévation de température à 1.5 degré Celsius d'ici 2100. Pendant ce temps, le G7 s'est aussi engagé à s'attaquer au changement climatique et à la perte de biodiversité ainsi qu'à établir un environnement d'investissement prévisible pour inciter à la mobilisation

de capitaux publics et privés en vue de la transition énergétique. Après la conférence virtuelle, les ministres responsables de l'environnement et du changement climatique du G7 ont publié un ***communiqué***, qui présentait les mesures que prendra le G7 pour lutter contre le changement climatique et la perte de biodiversité. Nous résumons quelques-uns des points les plus remarquables ci-dessous :

- ▶ **Finances:** Le G7 s'est engagé à aider à établir un environnement d'investissement prévisible avec des politiques publiques claires pour faciliter l'alignement des flux financiers mondiaux et nationaux dans le but de lutter contre le changement climatique. Le G7 a réaffirmé son engagement à mobiliser US\$100 milliards par an jusqu'en 2025 et a aussi présenté un appel aux banques multilatérales de développement, aux institutions financières de développement bilatérales, aux fonds multilatéraux, aux banques publiques et aux agences de crédit à l'exportation pour faire en sorte que les flux financiers s'alignent sur l'Accord de Paris et la ***Convention sur la diversité biologique*** (CDB). De plus, les ministres de l'Environnement du G7 ont reconnu le potentiel des marchés de carbone et de la tarification du carbone pour inciter à une réduction des émissions, tout en aidant à mobiliser des capitaux pour l'innovation et la technologie.
- ▶ **Solutions basées sur la nature :** Le Groupe des sept a reconnu que le changement climatique et la santé de l'environnement naturel sont intrinsèquement liés, par conséquent, les ministres de l'Environnement du G7 ont souligné la nécessité de combattre les deux crises en parallèle. Le G7 a ainsi annoncé un objectif de biodiversité mondial de 30%, déclarant qu'il conservera et protégera au moins 30% des terres publiques et 30% des océans du monde d'ici 2030.
- ▶ **Énergie:** S'attaquant à la question de l'énergie, les ministres de l'Environnement du G7 ont affirmé que les sources d'énergie renouvelable ainsi que le stockage d'énergie joueraient un rôle fondamental dans la transition énergétique, tout en stimulant la croissance économique et créant de nouveaux emplois dans le secteur de l'énergie propre. Le G7 a souligné l'importance du maintien d'une sécurité énergétique fiable et résiliente, particulièrement face aux attaques menaçant la cybersécurité, ainsi que du stockage variable de l'énergie renouvelable. Pendant ce temps, le G7 a affirmé qu'il accélérera la transition pour délaissier la production d'électricité à partir de charbon, puisque

celle-ci a été la plus importante source d'augmentation de la température mondiale, le G7 s'engageant à éliminer progressivement tout nouveau soutien gouvernemental à la production internationale d'électricité à partir de charbon d'ici la fin de 2021. Le G7 a aussi affirmé qu'il chercherait à éliminer les subventions des combustibles fossiles d'ici 2025. En particulier, selon le Fonds monétaire international, le secteur des combustibles fossiles a reçu US\$5,200 milliards de subventions gouvernementales en 2017, représentant environ 6.5% de l'économie mondiale. Enfin, nous soulignons que le G7 considère le gaz naturel comme un combustible de transition, mais seulement pendant une durée limitée, alors que l'énergie nucléaire a été reconnue comme une source d'énergie de base peu carbonée dans certains pays.

L'AIE publie un plan pour ramener les émissions nettes à zéro d'ici 2050

Le 18 mai, l'AIE a publié son premier plan complet intitulé ***Net Zero by 2050: A roadmap for the global energy system***, qui exposait la trajectoire mondiale prévue de l'AIE pour parvenir à zéro émission nette, s'étendant à tous les secteurs et basée sur des technologies réalisables, économiques et socialement acceptables. Le rapport a été préparé à la demande du président britannique de la Conférence of the Parties (COP 26) de la Convention-cadre des Nations Unies sur les changements climatiques (CCNUCC) et contient un itinéraire complet et détaillé pour atteindre le niveau zéro net, mettant en lumière plus de 400 jalons dans tous les secteurs et toutes les technologies. Le rapport évalue aussi le coût de la transition à la carboneutralité, y compris les impacts pour l'emploi et l'économie, l'AIE prédisant un besoin de près de US\$5,000 milliards par an jusqu'en 2030 puis US\$4,500 milliards jusqu'en 2050. Globalement, les principaux objectifs du rapport de l'AIE comprenaient la compréhension de l'impact des engagements à atteindre le niveau de zéro émission nette pour le secteur de l'énergie, le développement d'une trajectoire pour un secteur d'énergie nouvelle afin d'atteindre zéro émission nette d'ici 2050 et enfin la définition de recommandations de politiques clés pour les gouvernements pour agir en vue de parvenir à zéro émission nette.



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

- › ERE
- › BEI
- › CAR
- › KMP
- › DIR
- › MHC
- › HR
- › HOM
- › SMU
- › CSH

Une fuite dans les médias entraîne une divulgation précipitée de transactions européennes et américaines possible

Dream Industrial a annoncé qu'elle est engagée dans des discussions avancées pour acquérir un portefeuille de 31 biens immobiliers en Europe.

La confirmation a fait suite à la parution d'informations les médias indiquant qu'elle avait remporté le marché d'une offre d'actifs de Clarion Partners Europe, qui avait commencé en janvier. Le portefeuille se compose de biens logistiques un peu partout en Europe (principalement en Allemagne, aux Pays-Bas et en France) avec des caractéristiques physiques (hauteur libre et âge des immeubles) mieux adaptées que celles des positions européennes existantes du FPI. Les offres pour le portefeuille allaient de €850 millions à €900 millions, celle de DIR s'élevant à €880 millions (CA\$1.3 milliard). La vitesse et la certitude de la clôture, la capacité de procéder au contrôle diligent malgré les restrictions dues à la COVID et la réputation de Dream ainsi que ses relations existantes ont été des facteurs importants pour remporter le portefeuille. Si tout se déroule comme prévu, la transaction devrait être menée à terme dans les 60 prochains jours.

L'acquisition sera probablement financée par un ensemble d'emprunts, de liquidités en main, de vente d'actifs et une émission de parts. DIR détient actuellement environ \$150 millions de liquidités (\$350 millions de plus étant disponibles sur sa marge de crédit) et a indiqué qu'elle a engagé des discussions avancées sur un plan de monétisation / une stratégie de coentreprise qui pourrait lui procurer \$250 millions principalement à partir de son portefeuille aux États-Unis. Le portefeuille acquis actuellement comporte \$500 millions de dettes en place laissant un écart de financement d'environ \$50 millions. Nous croyons que les marchés devraient être réceptifs à une émission de titres de dette non garantis qui pourrait facilement combler cet écart, d'où la certitude quant à la clôture. Cela dit, l'acquisition du portefeuille (déduction faite des ventes d'actifs) entièrement par emprunt porterait l'utilisation du levier financier à un peu plus de 40%, soit au-delà des niveaux cibles. Par conséquent, nous attendrions à une émission de parts de l'ordre de \$300 millions, mais reconnaissons qu'il n'y a pas

d'urgence sur ce front et que DIR pourrait se montrer opportuniste dans son calendrier.

L'Europe plus présente, les États-Unis, moins.

Les valeurs des biens pro forma cette transaction et la monétisation de \$250 millions d'actifs américains seraient réparties entre environ 40% en Europe, 10% aux États-Unis et 50% au Canada. Cela représente une transformation par nature et distingue le portefeuille de DIR de ceux de ses rivaux canadiens, Granite ayant actuellement la plus importante exposition en Europe à environ 30%. La direction a noté que cette acquisition a essentiellement devancé ses projets d'expansion sur le continent de quatre ans.

Caractéristiques du portefeuille dévoilées :

Le portefeuille cible se compose de 31 biens immobiliers d'une surface locative brute de 8.9 millions pi² (35 pi de hauteur libre) occupés à 100% avec des baux d'une durée moyenne pondérée de 5.3 ans. Le prix divulgué de €880 millions représente une valeur au pied carré d'environ €100 (environ CA\$150) comparativement aux actifs européens existants qui ont une valeur comptable d'environ €83 (CA\$123) par pied carré; nous considérons généralement les justes valeurs de DIR comme prudentes et les biens immobiliers en question ont des caractéristiques physiques plus avantageuses. Sur la base des loyers au prix du marché du portefeuille existant, le taux de capitalisation oscillerait autour de 5%, bien que nous notions que les transactions européennes ont tendance à comporter des frais G&A additionnels, ce qui réduirait le rendement (les immeubles européens existants sont comptabilisés par DIR à un taux de capitalisation de 6.1%).

Un calcul rapide indique que l'acquisition devrait être profitable, quelles que soient les sources de financement. La dette en Europe (ou la dette en dollars canadiens échangée contre une dette en euros) représente actuellement moins de 1% (nous pourrions voir pour plus de \$800 millions de dettes pour financer la transaction - \$500 millions de dettes existantes plus une émission d'obligations de plus de \$300 millions). Les taux de capitalisation des actifs américains sont de l'ordre de 4-5% (\$250 millions) et le rendement des FPI de la FPI est d'environ 6% (\$250 millions). En utilisant cette

composition, nous pourrions obtenir un accroissement du bénéfice par part d'environ 5%.

À retenir. Le moment de cette annonce et l'échelle de grandeur de la transaction ont été surprenants, mais sont logiques dans le contexte de la récente émission de parts, qui n'avait pas été assortie de projets d'acquisition additionnels ni d'une utilisation directe des produits. Nous sommes généralement parlant haussiers pour le secteur industriel européen tant du point de vue opérationnel que de la possibilité de trouver des biens immobiliers dans un contexte concurrentiel qui n'est pas aussi enfiévré qu'au Canada et aux États-Unis. La décision distingue aussi DIR de ses rivaux canadiens, ce qui séduira des investisseurs souhaitant se prévaloir de ce thème. Nous nous attendons aussi à ce que la transaction soit enrichissante et voyons l'utilisation du levier augmenter un peu, mais le ratio de distribution évoluer dans le sens de ses rivaux.

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		5-31	(A)	(A)	est.	2020A	2021E	2022E	courant	(A)	est.	est.	(A)	(A)	est.	VAN	Cible	Rend. total ⁽¹⁾	Δ
Détail																							
RioCan REIT	REI.un	RS	↔	\$6,555	Woolley	\$21.23	\$1.44	\$1.44	\$1.44	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	\$1.60	\$1.49	\$1.59	13.3x	14.3x	13.4x	\$24.60	\$23.00	15.1%	↑
Choice Properties REIT	CHP.un	RM	↔	\$10,207	Woolley	\$14.59	\$0.74	\$0.74	\$0.74	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	\$0.92	\$0.97	\$0.98	15.8x	15.1x	14.9x	\$12.80	\$14.50	4.5%	↔
First Capital REIT	FCR.un	RM	↔	\$3,913	Woolley	\$17.86	\$0.86	\$0.86	\$0.86	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	\$1.01	\$1.04	\$1.08	17.7x	17.2x	16.5x	\$20.60	\$18.50	8.4%	↔
SmartCentres REIT	SRU.un	RM	↔	\$4,984	Woolley	\$29.30	\$1.76	\$1.81	\$1.85	6.0%	6.2%	6.3%	6.2%	\$2.20	\$2.12	\$2.12	13.3x	13.8x	13.8x	\$31.20	\$30.00	8.6%	↑
CT REIT	CRT.un	RS	↔	\$3,634	Woolley	\$16.46	\$0.73	\$0.76	\$0.79	4.4%	4.6%	4.8%	4.6%	\$1.18	\$1.23	\$1.28	14.0x	13.3x	12.8x	\$16.40	\$18.00	14.0%	↔
Crombie REIT	CRR.un	RS	↔	\$2,571	Woolley	\$16.95	\$0.89	\$0.89	\$0.89	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	\$1.05	\$1.16	\$1.21	16.1x	14.6x	14.0x	\$17.06	\$18.50	14.4%	↑
Automotive Properties REIT	APR.un	RS	↔	\$504	Woolley	\$12.68	\$0.80	\$0.80	\$0.80	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	\$0.91	\$0.99	\$1.02	13.9x	12.8x	12.4x	\$11.80	\$13.00	10.3%	↑
Bureau & Diversifié																							
Allied Properties REIT	AP.un	RS	↔	\$5,681	Kornack	\$44.35	\$1.65	\$1.70	\$1.73	3.7%	3.8%	3.9%	3.8%	\$2.29	\$2.39	\$2.60	19.4x	18.5x	17.1x	\$46.00	\$44.50	4.2%	↔
DREAM Office REIT	D.un	RS	↔	\$1,268	Kornack	\$21.86	\$1.00	\$1.00	\$1.00	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	\$1.52	\$1.52	\$1.60	14.3x	14.4x	13.7x	\$24.65	\$23.00	9.8%	↑
Slate Office REIT	SOT.un	RM	↔	\$348	Kornack	\$4.76	\$0.40	\$0.40	\$0.40	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%	\$0.68	\$0.59	\$0.63	7.0x	8.1x	7.5x	\$5.85	\$4.50	2.9%	↑
True North Commercial REIT	TNT.un	RM	↔	\$644	Kornack	\$7.48	\$0.59	\$0.59	\$0.59	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	\$0.59	\$0.60	\$0.61	12.6x	7.9x	12.2x	\$7.00	\$7.25	4.9%	↑
NorthWest H.P. REIT	NWH.un	RM	↔	\$2,287	Woolley	\$12.89	\$0.80	\$0.80	\$0.80	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	\$0.83	\$0.85	\$0.88	15.5x	15.1x	14.6x	\$12.50	\$13.50	10.9%	↔
H&R REIT	HR.un	RS	↔	\$4,819	Kornack	\$15.97	\$0.92	\$0.69	\$0.69	5.8%	4.3%	4.3%	4.3%	\$1.67	\$1.59	\$1.73	9.6x	10.1x	9.2x	\$20.20	\$18.00	17.0%	↑
Cominar REIT	CUF.un	RES		\$1,844	Kornack	\$10.11	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	
Artis REIT	AX.un	RM	↔	\$1,465	Kornack	\$11.13	\$0.54	\$0.54	\$0.60	4.9%	4.9%	5.4%	5.4%	\$1.40	\$1.34	\$1.36	8.0x	8.3x	8.2x	\$13.60	\$11.50	8.2%	↔
BTB REIT	BTB.un	RM	↔	\$299	Kornack	\$4.10	\$0.36	\$0.30	\$0.30	8.8%	7.3%	7.3%	7.3%	\$0.38	\$0.41	\$0.43	10.7x	9.9x	9.6x	\$4.45	\$4.35	13.4%	↑
Industriel																							
Granite REIT	GRT.un	OP	↔	\$4,707	Kornack	\$81.37	\$2.92	\$3.00	\$3.00	3.6%	3.7%	3.7%	3.7%	\$4.04	\$4.07	\$4.28	20.1x	20.0x	19.0x	\$74.50	\$88.50	12.4%	↔
DREAM Industrial REIT	DIR.un	RS	↔	\$2,368	Kornack	\$13.83	\$0.70	\$0.70	\$0.70	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	\$0.71	\$0.78	\$0.87	19.5x	17.8x	15.9x	\$14.30	\$15.50	17.1%	↑
WPT Industrial REIT	WIR'U-T	RS	↔	\$1,535u	Kornack	\$17.38u	\$0.76u	\$0.76u	\$0.76u	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	\$0.94u	\$0.98u	\$1.04u	18.5x	17.7x	16.8x	\$17.25u	\$19.00u	13.7%	↑
Summit Industrial	SMU.un	RS	↔	\$2,698	Kornack	\$16.06	\$0.54	\$0.56	\$0.58	3.4%	3.5%	3.6%	3.5%	\$0.65	\$0.68	\$0.72	24.7x	23.7x	22.2x	\$15.75	\$18.00	15.6%	↑
Hôtels																							
American Hotel Income Properties	HOT.un	RM	↔	\$359	Woolley	\$4.60	\$0.00u	\$0.00u	\$0.00u	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	(0.12)u	\$0.27u	\$0.51u	-28.6x	12.8x	6.8x	\$4.90	\$4.75	3.3%	↑
Appartements																							
CAP REIT	CAR.un	RS	↔	\$9,573	Kornack	\$55.38	\$1.37	\$1.38	\$1.43	2.5%	2.5%	2.6%	2.5%	\$2.27	\$2.34	\$2.46	24.4x	23.6x	22.5x	\$57.05	\$65.50	20.8%	↑
Boardwalk REIT	BEI.un	RS	↔	\$1,982	Kornack	\$38.84	\$1.00	\$1.00	\$1.00	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	\$2.81	\$2.79	\$2.90	13.8x	13.9x	13.4x	\$47.05	\$46.50	22.3%	↔
Killam Apartment REIT	KMP.un	RS	↔	\$2,064	Kornack	\$19.09	\$0.68	\$0.70	\$0.72	3.5%	3.6%	3.8%	3.6%	\$1.00	\$1.01	\$1.08	19.1x	18.9x	17.7x	\$20.45	\$22.00	18.9%	↔
InterRent REIT	IIP.un	RS	↔	\$2,225	Kornack	\$15.57	\$0.31	\$0.32	\$0.32	2.0%	2.0%	2.1%	2.0%	\$0.47	\$0.52	\$0.60	33.1x	29.9x	26.1x	\$15.85	\$17.50	14.4%	↑
Minto Apartment REIT	MI.un	RM	↔	\$1,280	Kornack	\$21.68	\$0.44	\$0.45	\$0.46	2.0%	2.1%	2.1%	2.0%	\$0.85	\$0.83	\$0.94	25.6x	26.2x	23.1x	\$21.70	\$23.00	8.2%	↔
BSR REIT	HOM.un	RS	↔	\$447u	Kornack	\$12.53u	\$0.50u	\$0.50u	\$0.50u	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	\$0.64u	\$0.60u	\$0.70u	19.7x	21.0x	17.9x	\$13.65u	\$14.00u	15.7%	↑
ERES REIT	ERE.un	RS	↔	\$992	Kornack	\$4.24	\$0.16	\$0.16	\$0.17	3.7%	3.8%	3.9%	3.9%	\$0.20	\$0.22	\$0.22	20.9x	19.7x	18.9x	\$4.87	\$5.25	27.7%	↔
International																							
Inovalis REIT	INO.un	RM	↔	\$332	Kornack	\$9.91	\$0.83	\$0.83	\$0.83	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	\$0.65	\$0.61	\$0.69	15.2x	16.2x	14.5x	\$10.95	\$10.00	9.2%	↔
Résidences pour personnes âgées																							
Chartwell Retirement Residences	CSH.un	RS	↔	\$2,858	Woolley	\$13.09	0.59	0.60	0.60	4.5%	4.6%	4.6%	4.6%	0.76	0.73	0.86	17.2x	17.9x	15.3x	\$12.10	\$14.50	15.4%	↑
Sienna Senior Living	SIA	RS	↔	\$1,086	Woolley	\$16.20	0.90	0.92	0.94	5.6%	5.7%	5.8%	5.8%	1.03	1.19	1.32	15.8x	13.6x	12.3x	\$15.80	\$16.50	7.6%	↑
Extendicare	EXE	RM	↔	\$726	Woolley	\$8.11	0.48	0.48	0.48	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	0.79	0.41	0.60	10.3x	19.7x	13.4x	\$9.30	\$8.50	10.7%	↑
Invesque	IVQu	RM	↔	\$158u	Woolley	\$2.82u	\$0.74u	\$0.74u	\$0.74u	26.1%	26.1%	26.1%	0.0%	\$0.73u	\$0.57u	\$0.66u	3.9x	5.0x	4.3x	\$3.90u	\$3.00u	32.5%	↔
Entreposage libre-service																							
StorageVault Canada	SVL.V	RS	↔	\$1,721	Woolley	\$4.70	\$0.01	\$0.01	\$0.01	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	\$0.10	\$0.12	\$0.13	48.2x	39.4x	35.3x	\$4.00	\$5.25	11.9%	↔
MHC																							
Flagship Communities REIT	MHCu	RS	↔	\$222u	Woolley	\$17.51u	n/a	n/a	\$0.51u	n/a	n/a	2.9%	2.9%	n/a	\$0.98u	\$1.05u	n/a	17.8x	16.7x	\$20.10u	\$20.00u	17.1%	↑
Gestion d'actifs																							
Tricon Capital Group	TCN	RES		\$2,933u	Woolley	\$12.86	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	

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

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



Shane Nagle, CFA

Analyste
416 869-7936

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

Sélections

- › [First Quantum](#)
- › [Capstone Mining](#)
- › [Copper Mountain Mining](#)

La volatilité des prix devrait persister en 2021

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

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

Premiers choix :

› [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. La société a récemment annoncé la vente d'une participation de 30% dans son projet Ravensthorpe, dont le produit sera utilisé pour rembourser sa facilité de crédit renouvelable. 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.

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

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

Symbole	Cote du Titre	Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 5/31	12 mois		Analyste	BPA			C/B		FTP			C/F		Valeur Actif		
						Cours	Cible		Δ	(A) Dern.Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	(A) Dern.Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex.1	Ex.2	Net	C/VAN
Production																					
Capstone Mining	CS	RS	2,124	410.0	5.18	7.75	↑	Nagle	0.07u	0.77u	0.79u	5.1x	6.5x	0.34u	1.08u	1.00u	3.6x	3.9x	7.03	0.7x	
Copper Mountain Mining	CMMC	RS	850	208.8	4.07	5.50	↑	Nagle	0.11u	0.76u	0.78u	5.4x	5.2x	0.61u	1.55u	1.35u	2.6x	3.0x	5.45	0.7x	
Ero Copper	ERO	RM	2,466	88.2	27.97	30.00	↑	Nagle	0.97u	1.34u	2.68u	15.7x	10.4x	1.54u	2.02u	3.45u	10.4x	6.1x	32.35	0.9x	
First Quantum Minerals	FM	RS	19,836	690.4	28.73	40.00	↑	Nagle	(0.07)u	2.10u	4.25u	10.3x	6.8x	2.64u	5.05u	7.11u	4.3x	3.0x	29.03	1.0x	
Hudbay Minerals	HBM	RM	2,221	261.3	8.50	13.00	↑	Nagle	(0.44)u	0.49u	1.25u	13.2x	6.8x	0.93u	2.19u	3.15u	2.9x	2.0x	9.23	0.9x	
Lundin Mining	LUN	RM	9,505	738.3	12.88	17.00	↑	Nagle	0.31u	1.52u	1.81u	6.3x	7.1x	1.00u	2.61u	2.71u	3.7x	3.6x	12.65	1.0x	
Nexa Resources	NEXA	RM	1,840	132.4	13.89	17.00	↑	Nagle	(0.82)u	1.73u	1.67u	6.0x	8.3x	1.44u	3.66u	4.53u	2.9x	2.3x	28.85	0.5x	
Sherritt International	S	RM	215	397.3	0.54	0.60	↓	DeMarco	(0.34)c	(0.23)c	0.07c	-	7.3x	0.03c	0.03c	0.19c	18.6x	2.9x	0.87	0.6x	
Taseko Mines	TKO	RM	818	283.1	2.89	3.50	↑	Nagle	(0.11)c	0.28c	0.32c	10.4x	9.0x	0.44c	0.81c	0.78c	3.6x	3.7x	4.52	0.6x	
Teck Resources	TECKb	RS	15,248	539.4	28.27	36.00	↑	Nagle	1.05c	3.19c	3.64c	8.9x	7.8x	3.38c	6.72c	7.01c	4.2x	4.0x	27.37	1.0x	
Trevali Mining	TV	RM	242	989.1	0.25	0.35	↑	Nagle	(0.03)c	0.04c	0.07c	4.9x	3.4x	0.01c	0.12c	0.13c	1.5x	1.5x	0.44	0.6x	
Sociétés de mise en valeur																					
Adventus Mining	ADZN	RS	147	131.1	1.12	1.70	↑	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	2.19	0.5x	
Filo Mining	FIL	RS	1,217	110.9	10.97	13.00	↑	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	18.96	0.6x	
Nevada Copper	NCU	RM	438	1,825.0	0.24	0.30	↑	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.45	0.5x	
Josemaria Resources	JOSE	RM	357	379.8	0.94	1.35	↑	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	1.95	-	
Trilogy Metals	TMQ	RS	495	144.2	3.43	4.75	↑	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	5.48	0.6x	

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

Source: Rapports des sociétés, Estimations FBN, Refinitiv

u = dollars US; c = dollars canadiens

Métaux et minerais : métaux précieux



Don DeMarco

Analyste
416 869-7572

—
Adjoints :

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



Shane Nagle, cfa

Analyste
416 869-7936

—
Adjoints :

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



Michael Parkin

Analyste
416 869-6766

—
Adjoints :

Alessandro Cairo : 416 869-8511
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 les 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 restent faibles 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 la campagne de vaccination mondiale ait 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 aux prix de l'or au comptant et aux actions aurifères.

Les titres favorisés 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\$13,50)
- › **Endeavour Mining Corp.** (EDV : TSX; cours cible de CA\$5700)
- › **Kinross Gold Corp.** (K : TSX; cours cible de CA\$15,00)
- › **Newmont Corp.** (NGT : TSX; cours cible de CA\$108,00)
- › **SSR Mining Inc.** (SSRM : TSX; cours cible de CA\$36,00)
- › **Wesdome** (WDO : TSX; cours cible de CA\$14,00)

Sociétés de redevances :

- › **Sandstorm Gold Ltd.**
(SSL : TSX; cours cible de CA\$13,00)

Métaux et minerais : métaux précieux

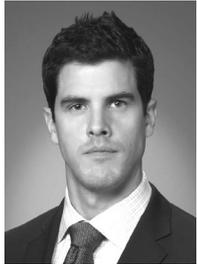
Symbole	Cote du Titre	Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	12 mois			Analyste	BPA				FTPA			C/FT		Valeur		
					Cours 5/31	Cours Cible	Δ		Dern.Ex.	est. Ex1	est. Ex2	C/B		Dern.Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex.1	Ex.2	Actif Net	C/VAN
												Ex1	Ex2							
Grands producteurs (production >1 Moz)																				
Agnico-Eagle Mines Ltd	AEM	RS	21,040	243.04	86.57	108.00	↑	Parkin	0.96u	1.86u	2.98u	38.5x	24.1x	3.64u	4.99u	4.99u	14.4x	14.4x	47.91	1.8x
Barrick Gold	ABX	RS	51,519	1,778.37	28.97	39.00	↑	Parkin	0.51u	1.15u	1.35u	20.9x	17.8x	1.81u	3.22u	3.22u	7.4x	7.4x	22.50	1.3x
Kinross Gold Corp	K	RS	12,333	1,261.07	9.78	15.00	↑	Parkin	0.31u	0.73u	0.50u	11.1x	16.3x	0.80u	1.37u	1.37u	5.9x	5.9x	12.66	0.8x
Kirkland Lake Gold Corp	KL	RM	13,873	265.06	52.34	57.00	↑	Parkin	2.74u	3.37u	3.01u	12.9x	14.4x	4.46u	4.75u	4.75u	9.1x	9.1x	28.23	1.9x
Newmont	NGT	RS	70,188	790.76	88.76	108.00	↑	Parkin	1.32u	2.66u	3.44u	27.7x	21.4x	4.31u	5.69u	5.69u	12.9x	12.9x	58.75	1.5x
Sociétés de redevances																				
Franco-Nevada Corp	FNV	RM	35,483	191.0	185.75	200.00	↑	Nagle	1.82u	2.72u	3.25u	51.3x	57.2x	3.36u	4.22u	4.72u	33.1x	29.6x	77.85	2.4x
Maverix Metals Inc	MMX	RM	1,033	141.2	7.32	8.00	↑	Nagle	0.08u	0.12u	0.07u	n/a	106.1x	0.27u	0.29u	0.26u	25.6x	28.4x	5.15	1.4x
Osisko Gold Royalties Ltd	OR	RS	3,024	167.1	18.10	21.50	↑	Nagle	0.26u	0.40u	0.53u	n/a	34.5x	0.65u	0.97u	1.15u	18.6x	15.7x	18.00	1.0x
Royal Gold Inc	RGLD	RM	8,053	65.2	123.44u	155.00u	↑	Nagle	2.91u	3.60u	3.86u	34.3x	32.0x	6.28u	6.41u	6.93u	14.5x	13.4x	76.88	1.6x
Sandstorm Gold Ltd	SSL	RS	2,163	194.5	11.12	13.00	↑	Nagle	0.11u	0.18u	0.25u	46.4x	44.5x	0.36u	0.41u	0.48u	20.4x	17.4x	8.72	1.3x
Wheaton Precious Metals Corp	WPM	RS	26,086	449.8	57.99	75.00	↑	Nagle	0.56u	1.10u	1.50u	39.6x	38.7x	1.14u	1.71u	2.09u	25.5x	20.9x	27.88	2.1x
Producteurs intermédiaires (production >250 Koz)																				
Alamos Gold Inc	AGI	RS	4,317	392.50	11.00	14.25	↑	Parkin	0.21u	0.42u	1.03u	21.8x	8.8x	0.75u	0.97u	0.97u	9.4x	9.4x	10.99	1.0x
B2Gold	BTO	RS	6,368	1,030.4	6.18	10.00	↑	DeMarco	0.25u	0.49u	0.46u	12.6x	13.4x	0.51u	0.83u	0.78u	7.4x	7.9x	5.57	1.1x
Centerra Gold Inc	CG	RS	2,867	296.51	9.67	11.25	↓	Parkin	0.76u	1.23u	0.59u	6.5x	13.6x	1.36u	2.87u	1.45u	2.8x	5.5x	12.10	0.8x
Dundee Precious Metals	DPM	RS	1,561	181.3	8.61	13.50	↑	DeMarco	0.26u	1.02u	0.91u	8.4x	9.5x	0.62u	1.35u	1.71u	6.4x	5.0x	10.94	0.8x
Eldorado Gold Corp	ELD	RS	2,612	182.31	14.33	20.00	↑	Parkin	(0.02)u	0.97u	0.48u	14.7x	29.7x	0.93u	2.23u	2.23u	5.3x	5.3x	22.30	0.6x
Endeavour Mining	EDV	RS	4,755	163.1	29.16	57.00	↑	DeMarco	0.68u	2.24u	2.27u	13.0x	12.9x	2.68u	5.13u	5.24u	5.7x	5.6x	36.61	0.8x
Equinox Gold Corp	EQX	RS	4,010	353.0	11.36	16.75	↑	Parkin	0.33u	0.37u	0.40u	30.6x	28.7x	0.68u	1.06u	1.04u	10.7x	10.9x	17.63	0.6x
IAMGOLD Corp	IMG	RS	2,068	476.50	4.34	6.25	↑	Parkin	(0.03)u	0.14u	0.21u	25.4x	17.1x	0.75u	0.77u	0.77u	4.7x	4.7x	8.58	0.5x
Lundin Gold Inc.	LUG	RS	2,784	231.8	12.01	14.75	↑	Egilo	0.47u	0.75u	0.62u	16.0x	19.5x	0.61u	1.15u	1.11u	10.4x	10.8x	11.15	1.1x
New Gold Inc	NGD	RS	1,736	680.70	2.55	4.00	↑	Parkin	(0.08)u	0.03u	0.20u	89.8x	13.1x	0.39u	0.41u	0.41u	5.1x	5.1x	3.90	0.7x
OceanaGold Corp	OGC	RS	1,795	703.99	2.55	3.50	↑	Parkin	0.06u	(0.11)u	0.15u	n/a	16.7x	0.33u	0.33u	0.33u	6.3x	6.3x	3.34	0.8x
Pretium Resources	PVG	RM	2,579	188.0	13.72	16.50	↑	DeMarco	0.54u	0.99u	0.58u	13.9x	23.7x	1.13u	1.43u	1.43u	9.6x	9.6x	14.08	1.0x
SSR Mining Inc	SSRM	RS	4,689	210.06	22.32	36.00	↑	Parkin	0.74u	1.43u	1.61u	13.0x	11.4x	1.59u	1.65u	1.65u	11.2x	11.2x	30.82	0.7x
Yamana Gold Inc	YRI	RM	6,102	965.55	6.32	8.00	↑	Parkin	0.10u	0.32u	0.29u	16.5x	17.9x	0.51u	0.66u	0.66u	7.9x	7.9x	4.78	1.3x
Producteurs d'argent																				
Aya Gold and Silver	AYA	RS	678	92.2	7.35	9.50	↑	DeMarco	(0.05)u	0.01u	0.07u	-	-	1.18u	0.00u	0.10u	0.0x	76.0x	5.39	1.4x
First Majestic Silver Corp	FR	RM	4,651	214.9	21.64	21.00	↑	DeMarco	0.03u	0.24u	0.33u	90.2x	65.1x	0.53u	0.71u	0.71u	38.0x	30.4x	6.92	3.1x
Fortuna Silver Mines Inc	FVI	RM	1,550	184.0	8.42	12.00	↑	DeMarco	0.18u	0.21u	0.94u	40.4x	9.0x	0.45u	0.44u	1.46u	19.0x	5.8x	6.22	1.4x
Pan American Silver	PAAS	RS	8,559	210.1	40.74	55.00	↑	DeMarco	0.60u	0.94u	1.38u	43.3x	29.5x	1.60u	1.73u	2.37u	23.5x	17.2x	21.81	1.9x
Petits producteurs (production <250 Koz)																				
Argonaut Gold Inc.	AR	ER	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Golden Star Resources	GSC	RS	446	109.6	4.07	6.50	-	DeMarco	0.21u	0.31u	0.49u	13.1x	8.4x	0.40u	0.74u	0.66u	5.5x	6.1x	7.55	0.5x
K92 Mining Inc.	KNT	RS	1,765	219.2	8.05	11.25	-	Egilo	0.20u	0.25u	0.34u	32.7x	23.6x	0.34u	0.34u	0.42u	24.0x	19.3x	9.38	0.9x
Minera Alamos Inc.	MAI	RS	302	438.2	0.69	1.15	-	Egilo	0.01u	0.01u	0.05u	58.4x	12.8x	0.01u	0.02u	0.07u	44.2x	9.9x	0.94	0.7x
Wesdome Corp.	WDO	RS	1,540	138.4	11.13	14.00	↑	DeMarco	0.32u	0.41u	0.58u	27.1x	19.3x	0.56u	0.64u	0.90u	17.4x	12.4x	11.19	1.0x
Sociétés de mise en valeur																				
Artemis Gold Inc.	ARTG	RS	798	122.7	6.50	10.00	↑	DeMarco	0.00u	(0.07)u	(0.05)u	-	-	0.00u	(0.15)u	(0.08)u	-	-	9.87	9.87
Barsele Minerals Corp.	BME	ER	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Bluestone Resources Inc.	BSR	ER	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Falco Resources Ltd.	FPC	ER	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Integra Resources Corp.	ITR	ER	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Liberty Gold Corp	LGD	RS	468	262.9	1.78	2.50	-	Egilo	0.03u	(0.07)u	(0.06)u	-	-	(0.05)u	(0.06)u	(0.06)u	-	-	2.39	0.7x
MAG Silver Corp	MAG	RS	2,363	91.2	25.91	28.25	↑	DeMarco	(0.06)u	(0.18)u	(0.07)u	-	-	(0.04)u	(0.04)u	(0.06)u	-	-	18.76	1.4x
Marathon Gold Corp.	MOZ	RS	0	0.0	2.98	4.00	↑	DeMarco	0.00u	(0.00)u	(0.01)u	-	-	(0.02)u	0.53u	(0.01)u	5.7x	-	3.87	0.8x
O3 Mining Inc.	Oiill	RS	154	60.2	2.55	4.25	↑	DeMarco	(0.09)u	(0.20)u	(0.16)u	-	-	(0.09)u	(0.20)u	(0.16)u	-	-	5.46	0.5x
Osisko Development	ODV	RS	921	128.3	7.18	10.25	↑	DeMarco	0.00u	#DIV/0!	0.27u	-	-	(0.02)u	#DIV/0!	0.28u	0.0x	26.0x	10.20	0.7x
Osisko Mining	OSK	RS	1,176	340.7	3.45	5.00	↑	DeMarco	(0.16)u	(0.03)u	(0.03)u	-	-	(0.00)u	(0.02)u	(0.02)u	-	-	4.98	0.7x
Pure Gold Mining Inc.	PGM	ER	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Sabina Gold and Silver Corp.	SBB	RS	630	347.9	1.81	3.50	↓	Egilo	(0.01)u	(0.01)u	0.00u	-	-	(0.01)u	(0.01)u	0.00u	-	-	3.65	0.5x
SilverCrest Metals	SIL	RS	1,534	128.5	11.94	15.00	↑	DeMarco	(0.22)u	(0.22)u	(0.35)u	-	-	(0.19)u	(0.21)u	(0.31)u	-	-	9.99	1.2x

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*

Perspectives dans le secteur du pétrole brut

En mai, le pétrole brut a poursuivi son ascension, les prix du WTI parvenant enfin à dépasser le niveau de résistance de US\$66.3/b et atteignant un prix inégalé depuis octobre 2018. Alors qu'on constate une certaine vigueur actuelle, la courbe des prix à terme accuse un certain retard, les prix du contrat à un mois du CAL-22 WTI étant actuellement d'environ US\$61/b. Contrastant avec la performance de ce mois-ci, l'écart sur 12 mois calendaires s'est creusé à environ US\$(5) en mai, comparativement à près de US\$(4.5) ces derniers mois. Avec le déport, une demande toujours solide aux États-Unis et des ponctions positives sur les stocks de pétrole brut et de produits aux États-Unis, le marché du brut continue de refléter des caractéristiques de l'offre et de la demande serrées.

L'OPEP+ doit se réunir le 1er juin, et on s'attend à ce que des hausses de 350,000 b/j et 400,000 b/j soient annoncées pour juin et juillet comme prévu. L'OPEP continue de faire preuve de prudence, car la COVID-19 continue de sévir en Inde, et il semble qu'il faille s'attendre à un retour de la production iranienne sur le marché vu les progrès des négociations avec les États-Unis sur l'accord sur le nucléaire iranien. L'échéancier exact de la montée en régime de la production est encore incertain, mais nous pourrions observer une injection de 1.8 kb/j sur le marché. Après la hausse prévue de la production en juillet, l'OPEP disposera de capacités de production inutilisées de 6.8 Mb/j pour satisfaire le marché à mesure que la demande se redresse. Nous attendons les analyses de l'OPEP concernant la production iranienne de retour sur le marché et toute mise à jour sur les hausses de production futures après juillet.

Le différentiel du WCS a continué de se creuser en mai, avec une moyenne de US\$13.4/b, comparativement à près de US\$11 en avril. En juin, les niveaux de répartition sur le réseau principal ont augmenté à 52% pour les barils de pétrole lourd (0% pour le pétrole léger), ce qui est principalement attribuable à l'augmentation des niveaux de stocks en Alberta et aux prix toujours bas du pétrole Maya. Les données de Genscape révèlent que les stocks ont continué de s'accumuler en Alberta en avril, augmentant d'environ 2.9 millions de barils pour s'établir à près de 37.86 millions de barils (le dernier pic

était de 39.49 Mb en mars dernier), avec des révisions des usines de valorisation prévues entre le T2 et le T3 2021. Selon nous, les niveaux de stocks pourraient rester élevés en raison de potentiels retards dans les activités de révision dus à la COVID (Fort MacMurray), retardant la montée en régime de la production qui pourrait faire baisser rapidement les niveaux de stocks (Suncor a déjà retardé la révision de son unité U2 à juin en raison d'une hausse des cas dans la région).

Perspectives dans le secteur du gaz naturel

Les prix du gaz naturel étaient solides pour les principaux produits de référence en Amérique du Nord pendant le mois, les prix au comptant étant en moyenne de US\$2.96/MBTU et de CA\$2.92/GJ pour le NYMEX et l'AECO, soit une hausse d'environ 10% par rapport au mois précédent. Les appareils de forage ont donné quelques signes de vie pendant le mois aux États-Unis, avec une augmentation de 5% m/m, soit 19 appareils au total (pétrole +17; gaz naturel +2). Au Canada, 11 appareils au total (pétrole +8; gaz naturel +3) ont été remis en service pendant le mois, soit une hausse de 22% m/m après le dégel printanier. On estime que la production américaine a légèrement diminué, d'environ 91.0 Gpi³/j en avril à 90.6 Gpi³/j en mai. Les exportations de GNL ont légèrement diminué à 10.8 Gpi³/j en raison des activités de maintenance qui ont nui aux volumes, et les exportations mexicaines étaient d'environ 6.3 Gpi³/j en mai. Globalement, la demande reste élevée aux États-Unis et en Alberta, où elle s'est établie respectivement à 69 Gpi³/j et 5.2 Gpi³/j, ce qui a fait monter les prix.

En mai, les stocks de gaz naturel américain étaient inférieurs à leur moyenne quinquennale, avec des niveaux de stocks en baisse principalement dans le Midwest, dans les régions de l'est et du centre-sud du pays. Les stocks de gaz naturel canadien restent inférieurs à leur moyenne quinquennale, les niveaux dans l'Ouest canadien contribuant à leur baisse. Aux États-Unis, la production a été relativement limitée et, comme on s'attend à des températures supérieures aux normales saisonnières au cours des mois d'été à venir, la demande devrait rester élevée.

Dans l'ensemble, nous restons constructifs pour le complexe gazier. Pour refléter les conditions actuelles du marché, nous avons récemment revu nos hypothèses de prix pour le gaz naturel :

nous maintenons nos prévisions pour le NYMEX de US\$2.75/kpi³ pour 2021 et 2022, et pour l'AECO de CA\$2.70/kpi³ pour 2021 et CA\$2.50/kpi³ pour 2022. Nous continuons de surveiller les critères fondamentaux du gaz naturel et ainsi que l'évolution par rapport à nos prévisions, attendant la validation de notre thèse optimiste selon laquelle un contexte de prix plus résilients est en train d'émerger à moyen terme.

Premiers choix :

Cenovus Energy Inc. (CVE: TSX/NYSE)

Soutenue par ses solides activités de base et sa capacité intégrée, la société peut surmonter ce cycle des produits de base et participer positivement à la relance lorsque les prix mondiaux du pétrole augmenteront à nouveau. Cenovus jouit d'une base d'actifs de grande qualité – Foster Creek et Christina Lake – et affiche des coûts de maintien et un seuil de rentabilité parmi les plus bas du secteur. Cenovus a récemment clôturé l'acquisition de Husky pour \$10.2 milliards, avec pour objectif de réaliser des économies annuelles de \$1.2 milliard. Nous considérons cette transaction comme nécessaire et stratégique compte tenu du fait que la société ne doute pas de pouvoir réaliser les économies visées. 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.

Symb.	Cote du titre	Δ	Analyste	Actions e.c. (M)	Cours 5/31	Cap. bours. (M)	Rend. (%)	VE/FTCD			Dette nette/FT		FTPA dilués			12 mois Cours		Δ		
								est. 2018A	est. 2019E	est. 2020E	2019E	2020E	est. 2018A	est. 2019E	est. 2020E	2019E	2020E		Cible	Rend.
Grandes sociétés/Intégrées																				
Canadian Natural Resources	CNQ	RS	Wood	1185.7	\$42.36	\$50,226	4%	5.7x	8.9x	5.2x	4.0x	1.2x	\$8.60	\$4.40	\$9.81	6.2x	4.3x	\$49.00	20%	↑
Cenovus Energy	CVE	RS	Wood	2017.5	\$10.09	\$20,357	0%	5.0x	28.3x	4.4x	46.4x	1.5x	\$3.01	\$0.12	\$3.06	55.9x	3.3x	\$14.50	44%	↑
Ovintiv Inc (US\$)	OVV	RS	Wood	261.0	\$26.63	\$6,951	1%	6.4x	4.4x	3.8x	3.9x	1.9x	\$11.22	\$7.42	\$11.30	1.3x	2.3x	\$33.00	25%	↑
Imperial Oil	IMO	RM	Wood	735.7	\$40.61	\$29,876	3%	8.3x	36.2x	6.8x	4.3x	0.3x	\$4.59	\$1.20	\$6.13	33.9x	6.6x	\$38.00	-4%	↑
Suncor Energy	SU	RM	Wood	1514.7	\$28.06	\$42,503	3%	6.8x	10.1x	5.1x	3.7x	1.1x	\$6.93	\$2.66	\$6.24	8.9x	4.5x	\$33.00	21%	↑
Grandes cap./Cap. Moyennes																				
Advantage Oil & Gas	AAV	RS	Payne	193.3	\$4.03	\$779	0%	4.1x	5.1x	4.7x	2.4x	0.9x	\$0.83	\$0.56	\$1.03	3.5x	3.9x	\$4.25	5%	↑
ARC Resources Ltd.	ARX	RS	Wood	722.7	\$9.29	\$6,714	3%	4.9x	3.9x	4.2x	1.1x	0.9x	\$1.97	\$1.89	\$3.06	3.0x	3.5x	\$15.00	64%	↑
Baytex Energy	BTE	RM	Payne	573.3	\$2.00	\$1,147	0%	3.0x	5.4x	4.0x	5.9x	2.7x	\$1.62	\$0.56	\$1.02	1.3x	2.0x	\$2.00	0%	↑
Birchcliff Energy	BIR	RS	Payne	266.0	\$3.54	\$942	1%	4.1x	6.0x	4.0x	4.1x	1.6x	\$1.26	\$0.69	\$1.44	2.2x	2.5x	\$4.50	28%	↓
Crescent Point Energy Corp.	CPG	RS	Wood	581.1	\$5.06	\$2,940	0%	2.7x	3.9x	3.5x	2.6x	1.6x	\$3.35	\$1.65	\$2.36	1.7x	2.2x	\$7.00	39%	↓
Enerplus Corporation	ERF	RS	Wood	256.8	\$8.15	\$2,093	2%	3.6x	3.5x	4.1x	1.5x	1.5x	\$3.04	\$1.61	\$2.79	2.3x	2.9x	\$9.50	18%	↓
Freehold Royalties	FRU	RS	Wood	131.5	\$9.03	\$1,188	5%	9.7x	7.8x	8.8x	0.9x	0.1x	\$1.00	\$0.61	\$1.02	7.2x	8.9x	\$10.00	15%	↑
Headwater Exploration	HWX	RS	Payne	222.4	\$4.35	\$968	0%	-0.3x	25.1x	10.7x	-9.2x	-0.7x	\$0.09	\$0.06	\$0.39	22.9x	11.3x	\$5.50	26%	↑
Kelt Exploration	KEL	RS	Payne	188.6	\$3.25	\$613	0%	5.6x	4.9x	5.6x	-0.4x	0.1x	\$0.99	\$0.31	\$0.60	6.3x	5.4x	\$4.50	38%	↑
MEG Energy	MEG	RM	Wood	304.5	\$8.39	\$2,555	0%	4.6x	7.7x	5.7x	10.0x	3.7x	\$2.41	\$0.92	\$2.06	4.3x	4.1x	\$11.00	31%	↑
NuVista Energy	NVA	RM	Payne	223.1	\$3.06	\$683	0%	4.3x	4.2x	4.8x	3.8x	2.5x	\$1.18	\$0.70	\$0.94	1.6x	3.2x	\$3.00	-2%	↑
Paramount Resources	POU	RM	Payne	136.8	\$14.51	\$1,985	0%	4.9x	6.1x	5.6x	5.7x	1.4x	\$2.29	\$1.12	\$3.09	2.7x	4.7x	\$14.00	-4%	↑
Parex Resources	PXT	RS	Wood	119.2	\$21.12	\$2,517	0%	3.5x	5.9x	3.1x	-1.1x	-0.7x	\$5.02	\$2.96	\$5.36	7.1x	3.9x	\$30.00	42%	↓
Peyto Exploration & Development	PEY	RS	Wood	165.0	\$5.75	\$949	1%	5.2x	5.9x	4.1x	5.5x	2.5x	\$1.95	\$1.29	\$2.66	2.0x	2.2x	\$8.00	40%	↓
PrairieSky Royalty	PSK	RM	Wood	223.3	\$13.28	\$2,966	2%	18.4x	15.4x	14.3x	0.3x	-0.3x	\$0.94	\$0.64	\$0.91	15.3x	14.6x	\$15.00	15%	↑
Spartan Delta	SDE	RS	Payne	126.7	\$4.91	\$622	0%	-92.2x	6.9x	3.4x	0.3x	-0.7x	-\$0.89	\$0.67	\$1.36	0.0x	0.0x	\$7.25	48%	↑
Storm Resources	SRX	RM	Payne	123.8	\$3.69	\$457	0%	5.3x	5.2x	4.0x	2.3x	0.7x	\$0.49	\$0.47	\$1.04	0.0x	0.0x	\$4.50	22%	↑
Tamarack Valley Energy	TVE	RS	Payne	411.1	\$2.66	\$1,094	0%	3.0x	3.6x	4.7x	1.8x	1.4x	\$0.97	\$0.55	\$0.81	1.8x	3.3x	\$4.00	50%	↑
Topaz Energy	TPZ	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R
Tourmaline Oil	TOU	RS	Payne	296.9	\$29.45	\$8,743	2%	4.9x	4.9x	4.6x	1.5x	0.6x	\$4.43	\$4.36	\$7.16	3.3x	4.1x	\$37.50	30%	↑
Vermilion Energy Inc.	VET	RM	Wood	159.3	\$9.36	\$1,492	0%	6.2x	5.6x	4.4x	4.0x	2.6x	\$5.82	\$3.18	\$4.08	2.5x	2.3x	\$10.00	7%	↑
Whitecap Resources	WCP	RS	Wood	633.9	\$6.11	\$3,873	3%	4.2x	4.8x	5.0x	2.5x	1.2x	\$1.64	\$1.07	\$1.60	2.9x	4.0x	\$8.50	42%	↑
Petites capitalisations																				
Crew Energy	CR	RM	Payne	159.8	\$1.17	\$187	0%	4.1x	6.5x	4.2x	8.7x	3.4x	\$0.53	\$0.27	\$0.74	1.4x	1.6x	\$1.50	28%	↑
Pipestone Energy	PIPE	RM	Payne	279.6	\$1.72	\$481	0%	32.4x	6.8x	3.9x	4.2x	1.1x	\$0.01	\$0.15	\$0.56	4.9x	3.1x	\$2.50	45%	↑
Surge Energy	SGY	RM	Payne	400.4	\$0.57	\$228	0%	4.0x	6.1x	5.9x	6.4x	3.9x	\$0.55	\$0.18	\$0.20	2.3x	2.9x	\$0.90	58%	↑
Yangarra Resources	YGR	RM	Payne	87.7	\$1.19	\$104	0%	3.2x	4.5x	2.8x	4.3x	1.9x	\$1.08	\$0.53	\$1.04	1.2x	1.1x	\$1.50	26%	↑

*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 5/31	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	\$ 433.24	262.6	\$1.65	\$ 83.3	\$ 114.9	\$ 126.1	5.9x	6.4x	4.4x	4.6x	2.3x	1.8x	\$2.30	39%	↑
National Energy Services Reunited	NESR	RS	Payne	\$ 1,139.63	89.9	\$12.68	\$ 213.2	\$ 254.4	\$ 305.8	6.9x	5.7x	4.3x	1.5x	1.1x	0.5x	\$14.00	10%	↑
Precision Drilling Corp.	PD	RS	Payne	\$ 438.03	13.3	\$32.90	\$ 285.2	\$ 242.3	\$ 301.6	5.9x	6.4x	4.4x	4.7x	4.3x	2.9x	\$40.00	22%	↑
Trican Well Services	TCW	RM	Payne	\$ 556.62	258.9	\$2.15	\$ 30.6	\$ 60.6	\$ 60.2	16.0x	7.9x	7.1x	1.3x	-0.2x	-0.6x	\$2.25	5%	↑



Patrick Kenny, CFA

Analyste
403 290-5451

Adjoints :

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

Sélections

- › AltaGas
- › Keyera
- › Secure Energy
- › TC Energy

Aperçu

En 2021, le marché a gardé son goût insatiable pour la décarbonation, et le contexte macroéconomique devrait rester positif à court terme, les sociétés que nous couvrons cherchant à déployer la somme faramineuse de \$120 milliards environ de flux de trésorerie disponibles (nets des dividendes) jusqu'en 2030 dans le réaligement des modèles d'affaires à long terme pour les conformer aux politiques d'énergie durable – sans empiéter sur la croissance et l'augmentation des valorisations. L'indice S&P/TSX était en hausse d'environ 3.0% en mai, alors que notre indice de référence pour le secteur des intermédiaires a augmenté de près de 4.0% et que celui des services publics est resté stable.

Mise à jour sur les produits de base

Avec l'apaisement des craintes liées à la COVID-19 et un contexte fondamental positif, les prix des produits de base ont augmenté, le WTI affichant une moyenne de US\$65 le baril, soit une hausse d'environ 6% par rapport aux niveaux d'avril de près de US\$61.50/b, et maintenant plus de 60% au-dessus du prix moyen de 2020 d'environ US\$40/b. Pendant ce temps, les prix continuent de monter, le WTI se situant maintenant à environ US\$68 le baril. Du côté du gaz naturel, les prix de l'AECO ont eux aussi augmenté, affichant en moyenne \$3.08/kpi3, soit une augmentation d'environ 11% par rapport à la moyenne d'avril de \$2.78/kpi3. En ce qui a trait aux perspectives de marketing, le différentiel du pétrole lourd WCS a commencé à donner des signes de faiblesse, affichant une moyenne d'environ US\$13.50/b, supérieure à celle des deux mois précédents d'environ US\$11/b, même si la faible volatilité donne toujours à croire que le contexte est difficile pour les résultats du marketing de pétrole brut.

Mise à jour sur le transport par pipeline

Les travaux de construction du projet de remplacement de la Ligne 3 pour la portion américaine progressent correctement vers une date de mise en service au T4 2021, l'installation des tuyaux étant achevée à 49% (41% pour les stations de pompage). Cela dit, l'installation des tuyaux est en pause depuis le début de mars jusqu'en juin en raison du dégel printanier, ce dont il a été tenu compte dans la préparation de l'échéancier. Notons que la reprise des travaux en juin coïncide avec la

date prévue de la décision de la Cour d'appel du Minnesota contre l'approbation réglementaire du projet. 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. Pendant ce temps, la cour de district des États-Unis a statué que le pipeline DAPL pouvait poursuivre ses opérations pendant que l'U.S. Army Corps of Engineers menait son étude d'impact environnemental (EIS) de plus de 13 mois, qui représente un risque de baisse d'environ 2% du BAIIA et d'environ \$2 du cours de l'action (sans compter les mesures d'atténuation) dans le calcul de notre cours cible. Pour ce qui est de la Ligne 5, un juge fédéral a récemment nommé un médiateur pour tenter de faire progresser les discussions entre l'État du Michigan et Enbridge, qui ont commencé le 6 avril, afin de trouver une issue amiable au litige. Cependant, sur une note positive, un comité spécial multipartite de la Chambre des communes canadienne a publié un rapport soulignant l'importance économique de la Ligne 5 à la fois pour le Canada et les États-Unis, tout en recommandant que soient prises des mesures urgentes par des responsables des deux pays afin de résoudre le différend qui oppose l'État du Michigan à Enbridge. Rappelons que la Ligne 5 représente un BAIIA annuel d'environ \$500 millions (près de 5% des FPER) et que nous la valorisons à près de \$3 par action dans le calcul de notre cours cible.

Pendant ce temps, dans le secteur intermédiaire, Inter Pipeline (IPL) a présenté un premier aperçu de ses capacités sous contrat pour son projet de complexe pétrochimique de Heartland (Heartland Petrochemical Project) de \$4.0 milliards, dont la production est couverte par des contrats d'enlèvement ferme (durée moyenne pondérée de neuf ans) à hauteur d'environ 60%, alors que son objectif se situe entre 70% et 85%, avec sept

producteurs d'énergie canadiens et multinationaux ainsi que des consommateurs nord-américains de polypropylène. Cependant, la société évalue le BAIIA du complexe pétrochimique de Heartland (CPH) pour 2023 entre \$400 et \$450 millions, dont environ 70% faisant l'objet de contrats d'enlèvement ferme à long terme. Cependant, en excluant les produits annuels fixes d'environ \$136 millions sur trois ans après la mise en service tirés de la subvention de \$408 millions reçue dans le cadre du programme APIP (programme d'incitatifs pour la construction d'installations pétrochimiques en Alberta), la portion des entités marchandes ou « sans notation » des contrats d'enlèvement ferme représente environ 60% du BAIIA 2023e. Dans l'ensemble, comme le BAIIA augmente fortement au cours des premières années d'exploitation et que les flux de trésorerie sont tirés en majorité de contreparties marchandes ou « sans notation », nous restons circonspects quant à la volonté de Brookfield d'augmenter son offre par rapport à l'offre actuelle \$16.50 (qui expire le 7 juin) au-delà de la fourchette qu'elle s'est fixée de \$17.00 à \$18.25 par action. Cela étant dit, nous attendons la conclusion du processus d'examen stratégique du Conseil, qui comprend la recherche d'un partenaire pour le projet CPH.

Mise à jour – Électricité et services publics

Après le premier trimestre, TC Énergie (TRP) a annoncé la publication d'une demande d'informations visant à étudier les possibilités de contrats et d'investissement dans le développement de projets d'énergie éolienne d'une capacité maximale de 620 MW d'énergie à carbone neutre pour combler en partie ses besoins en électricité pour ses pipelines. La demande est ouverte jusqu'au 10 mai et a été acheminée à 100 entreprises spécialisées dans la mise en valeur de projets d'énergie renouvelable dans les régions couvertes par Southwest Power Pool (SPP), Midwest Independent System Operator (MISO) et l'Electric Reliability Council of Texas (ERCOT) pour soutenir l'électrification accélérée d'une partie des stations de pompage de ses oléoducs déjà alimentés par des moteurs électriques. Pendant ce temps, la direction a indiqué qu'elle entendait solliciter une nouvelle demande d'informations dans l'énergie solaire, cherchant d'autres occasions d'affaires d'exploiter son obligation de réduire ses émissions de catégorie 1 et profiter des

coûts inférieurs des énergies propres. Du côté des sociétés de services publics, ITC Investment Holdings, filiale de Fortis (FTS), a conclu un accord avec la Banque de l'infrastructure du Canada pour financer environ 40% (près de \$700 millions) du projet Lake Erie Connector de \$1.7 milliard. Rappelons que le projet Lake Erie Connector consiste en une ligne de transmission souterraine de 117 km reliant l'Ontario au réseau de PJM Interconnection, le plus grand marché de l'électricité en Amérique du Nord, ce qui permettra à l'Ontario d'exporter son électricité propre aux émissions de carbone nulles vers le marché de PJM.

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. (M)	Distributions par part			Rendement des distr.		FTPA distr. Dilués			C/FT distr.		Dettes/ Enc. distr. 20e	12 mois		Rendement combiné	
			e.c. (M)	Cours 05-31		est. 2020e	est. 2021e	est. 2022e	2021e	2022e	est. 2020e	est. 2021e	est. 2022e	2021e	2022e		Cible	Rend.		
Pipelines et divers																				
AltaGas	ALA	RS	279.7	\$23.90	\$6,684	\$0.96	\$1.00	\$1.04	4.2%	4.3%	\$2.08	\$2.69	\$2.93	8.9x	8.1x	5.2x	26.00	8.8%	↑	13.0%
Enbridge Inc.	ENB	RS	2020.5	\$45.90	\$92,741	\$3.24	\$3.34	\$3.51	7.3%	7.6%	\$4.67	\$4.87	\$5.33	9.4x	8.6x	4.6x	51.00	11.1%		18.4%
Gibson Energy	GEI	RM	149.2	\$23.56	\$3,516	\$1.36	\$1.40	\$1.40	5.9%	5.9%	\$2.01	\$1.91	\$2.16	12.3x	10.9x	3.1x	23.00	-2.4%		3.6%
Inter Pipeline	IPL	RM	429.2	\$17.55	\$7,532	\$0.48	\$0.48	\$0.48	2.7%	2.7%	\$1.75	\$1.70	\$2.00	10.3x	8.8x	5.0x	18.00	2.6%		5.3%
Keyera	KEY	RS	221.0	\$30.22	\$6,679	\$1.92	\$1.92	\$1.92	6.4%	6.4%	\$3.26	\$3.12	\$2.97	9.7x	10.2x	3.4x	31.00	2.6%	↑	8.9%
Pembina Pipelines	PPL	RM	550.0	\$38.89	\$21,390	\$2.52	\$2.52	\$2.52	6.5%	6.5%	\$3.91	\$3.84	\$4.03	10.1x	9.7x	4.3x	39.00	0.3%		6.8%
Secure Energy	SES	RS	178.6	\$4.28	\$764	\$0.03	\$0.03	\$0.03	0.7%	0.7%	\$0.53	\$0.54	\$0.81	8.0x	5.3x	2.3x	5.50	28.5%		29.2%
Superior Plus	SPB	RM	176.0	\$15.24	\$2,682	\$0.72	\$0.72	\$0.72	4.7%	4.7%	\$1.37	\$1.12	\$1.56	13.7x	9.8x	3.7x	15.00	-1.6%	↑	3.1%
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	979.0	\$60.92	\$59,641	\$3.24	\$3.48	\$3.69	5.7%	6.1%	\$6.13	\$5.57	\$5.94	10.9x	10.2x	5.1x	67.00	10.0%		15.7%
Tervita	TEV	RS	115.7	\$5.50	\$636	\$0.00	\$0.00	\$0.00	0.0%	0.0%	\$0.51	\$0.55	\$0.80	10.0x	6.9x	2.7x	7.00	27.3%		27.3%
Producteurs d'électricité et services publics																				
ATCO Ltd.	ACO	RM	114.7	\$43.63	\$5,002	\$1.74	\$1.79	\$1.81	4.1%	4.2%	\$2.08	\$2.42	\$2.32	18.0x	18.8x	4.5x	44.00	0.8%		5.0%
Canadian Utilities	CU	RM	273.1	\$35.03	\$9,566	\$1.74	\$1.76	\$1.78	5.0%	5.1%	\$2.69	\$2.87	\$2.94	12.2x	11.9x	5.3x	35.00	-0.1%		4.9%
Capital Power	CPX	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R		R
Emera Inc.	EMA	RM	255.1	\$56.29	\$14,360	\$2.48	\$2.58	\$2.68	4.6%	4.8%	\$1.99	\$3.81	\$4.37	14.8x	12.9x	6.2x	59.00	4.8%		9.4%
Fortis Inc.	FTS	RM	472.6	\$54.82	\$25,906	\$1.94	\$2.05	\$2.17	3.7%	4.0%	\$3.92	\$3.94	\$4.62	13.9x	11.9x	6.1x	60.00	9.4%		13.2%
Hydro One Ltd.	H	RM	596.9	\$30.69	\$18,320	\$1.01	\$1.07	\$1.12	3.5%	3.6%	\$1.76	\$1.72	\$1.94	17.9x	15.8x	5.4x	31.00	1.0%		4.5%
TransAlta	TA	RM	269.9	\$10.93	\$2,950	\$0.17	\$0.18	\$0.18	1.6%	1.6%	\$1.30	\$1.48	\$1.55	7.4x	7.1x	3.8x	12.00	9.8%		11.4%

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
- › ATS Automation

Finning International Inc. : plongée dans l'Amérique latine; beaucoup de variables, mais toutes ne sont pas négatives

Points à retenir des rencontres, partie 1 (données centrées sur l'Amérique latine)

1) La société n'entrevoit pas d'impact de la fluidité politique au Chili sur les dépenses d'immobilisations des producteurs. Codelco représente un tiers de la production du pays et est affiliée à l'État. Teck (et d'autres producteurs) ont aussi des ententes prévoyant le maintien des redevances et des impôts sans changement pendant un nombre fixe d'années. 2) Le Chili devrait permettre une croissance motivée par de nouvelles ventes d'équipements, une plus grande part de marché, une production accrue de cuivre et la reprise de l'activité de construction. 3) La nouvelle plate-forme SAP a déjà permis des gains d'efficacité, soutenant le fonds de roulement et, par conséquent, le cycle de conversion en trésorerie. 4) Le Chili pourrait devenir une plaque tournante durable pour le cuivre et le lithium.

Points à retenir des rencontres, partie 2 (bénéfice de mi-cycle, Ouest canadien, affectation des fonds propres, etc.)

1) Les FVGA de mi-cycle de 17% (en pourcentage du chiffre d'affaires) ont été bien anticipés; le niveau de chiffre d'affaires de 2019 de \$7.3 milliards est un objectif raisonnable. Le levier opérationnel peut être soutenu par les reconductions de baux d'installations prochaines. 2) La reprise dans l'Ouest canadien prend forme, mais se fera probablement principalement au deuxième semestre 2021. Si les prix du pétrole se maintiennent, les producteurs disposeront d'importants FTD à la fin de l'année (ce qui permettra de nouveaux investissements en immobilisations). 3) La réalisation de projets majeurs (HS2/QB2) progresse bien; le T3 2021 s'annonce comme un trimestre très chargé. 4) En termes d'affectation du capital, des opérations complémentaires de fusion et d'acquisition sont envisagées, de même qu'un rachat d'actions dans le cours normal des activités.

Évaluation et recommandation – au mieux un BPA de plus de \$2.50

Nous aurons probablement droit à des explications détaillées sur le levier opérationnel au cours de la journée des investisseurs prochaine. Avec les ajustements reliés au personnel qui ont eu lieu pendant la pandémie de COVID, l'optimisation des installations a permis de maintenir l'expansion des coûts variables sous contrôle alors que le revenu rebondit à des niveaux propres au milieu du cycle. Nous modélisons des FVGA de 18.8% en pourcentage du chiffre d'affaires en 2022 (par conséquent, \$2.10 de BPA; à un taux de FVGA de 17%, nous obtenons un BPA de \$2.68). Alors qu'il est toujours facile d'entrer des chiffres dans Excel, nous voyons Finning comme une entité beaucoup plus focalisée alors que les inducteurs cycliques – cuivre et infrastructures représentant près de 60% du chiffre d'affaires – en font un titre intéressant pour les investisseurs en quête de valeur. Tout bien considéré, alors que les actions sont survendues (autant que celles des sociétés exclusivement minières exposées au Chili, alors que 33% du chiffre d'affaires de la société provient de l'Amérique latine), nous considérons que les actions de FTT ont une valorisation très attractive.

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 5/31	(A) Dern. Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	(A) Dern. Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1			Ex2
Aecon Group	ARE	RS	\$21.00		\$18.34	\$847	12 - 2020	\$1.16	\$0.71	\$1.17	15.5x	13.3x	\$255	\$218	\$264	6.3x	5.9x	3.8%	1.1x
Bird Construction Inc.	BDT	RS	\$11.00	↑	\$9.53	\$505	12 - 2020	\$0.71	\$0.90	\$0.99	10.6x	9.6x	\$69	\$97	\$106	4.6x	4.2x	3.8%	0.0x
Finning International Inc.	FTT	RS	\$44.00	↑	\$31.25	\$5,070	12 - 2020	\$1.14	\$1.71	\$2.10	18.3x	14.9x	\$636	\$766	\$873	7.9x	6.9x	2.6%	0.0x
IBI Group Inc.	IBG	RS	\$14.00		\$10.31	\$322	12 - 2020	\$0.48	\$0.71	\$0.83	13.3x	12.5x	\$47	\$52	\$53	8.6x	8.4x	0.0%	1.0x
North American Construction Group Ltd.	NOA	R	R		\$16.69	\$473	12 - 2020	\$1.74	R	R	R	R	\$175	R	R	R	R	1.0%	R
Ritchie Bros. Auctioneers	RBA	RM	↓	U\$66.00	U\$71.89	U\$7,906	12 - 2020	U\$1.59	U\$1.81	U\$2.06	39.8x	34.9x	U\$352	U\$366	U\$392	22.8x	21.3x	1.2%	0.0x
SNC-Lavalin	SNC	RS	\$44.00	↑	\$32.55	\$5,714	12 - 2020	-\$0.67	\$1.88	\$2.48	12.4x	11.1x	\$93	\$652	\$779	7.2x	6.4x	0.2%	1.7x
Stantec Inc.	STN	RS	\$60.00		\$53.91	\$5,999	12 - 2020	\$2.13	\$2.37	\$2.59	22.8x	20.8x	\$435	\$454	\$503	14.3x	12.9x	1.2%	1.0x
Toromont Industries Ltd.	TIH	RS	\$108.00	↑	\$104.04	\$8,583	12 - 2020	\$3.09	\$3.87	\$4.49	26.9x	23.1x	\$539	\$617	\$688	14.1x	12.6x	1.3%	0.1x
WSP Global	WSP	RS	\$143.00		\$134.97	\$15,829	12 - 2020	\$3.34	\$4.31	\$5.34	31.3x	25.3x	\$801	\$974	\$1,168	17.9x	14.9x	1.1%	0.0x
AutoCanada	ACQ	RM	\$45.00	↑	\$42.34	\$1,153	12 - 2020	\$0.44	\$2.94	\$3.16	14.4x	13.4x	\$83	\$152	\$169	8.8x	7.9x	0.0%	0.7x
Stelco	STLC	RS	\$45.00	↑	\$33.96	\$3,013	12 - 2020	-\$0.60	\$9.82	\$2.37	3.5x	14.4x	\$63	\$989	\$322	3.2x	9.7x	1.2%	0.0x
ATS Automation	ATA	RS	\$38.00	↑	\$30.16	\$2,781	12 - 2020	\$1.07	\$1.51	\$1.70	19.9x	17.8x	\$181	\$244	\$266	13.3x	12.2x	0.0%	0.0x
ABC Technologies	ABCT	RM	\$9.50	↓	\$9.03	\$474	12 - 2020	NM	-U\$0.10	U\$0.64	-69.6x	11.2x	U\$89	U\$126	U\$153	5.0x	4.1x	1.7%	2.0x
Stella-Jones	SJ	RM	\$57.00		\$46.90	\$3,082	12 - 2020	\$3.12	\$4.24	\$3.68	11.1x	12.8x	\$343	\$440	\$397	8.8x	9.8x	1.5%	1.8x
Médiane											14.4x	13.4x				8.6x	8.4x	1.2%	

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

- › [Dialogue Health Technologies](#)
- › [Jamieson Wellness](#)
- › [Knight Therapeutics](#)
- › [Medical Facilities](#)

Points saillants de mai 2021

En mai, FBN a rencontré l'équipe de direction de Jamieson Wellness (JWEL : TSX) au cours de conférences virtuelles réussies avec les investisseurs. Les discussions ont porté sur 1) la stratégie et les perspectives de croissance de la société; 2) sa stratégie numérique et de commerce en ligne; 3) la potentielle inflation des coûts; et 4) les implications pour le secteur des dernières annonces en termes de fusions-acquisitions.

Une stratégie de croissance à trois volets :

La croissance de Jamieson était déjà soutenue avant 2020 (environ 8% à 9%), mais sa trajectoire a enregistré une forte accélération au début de la pandémie (croissance d'environ 17% en 2020), car de nombreux consommateurs se sont tournés vers les vitamines, les minéraux et les compléments alimentaires. Beaucoup d'investisseurs se demandaient donc si JWEL serait capable de maintenir la cadence en 2021 vu la vigueur de l'année précédente et la possibilité que les consommateurs se détournent du secteur. Mais JWEL a bien connu une croissance au T1 2021 (d'environ 16% a/a) et table sur un maintien du rythme au T2 2021 (croissance d'environ 14%), et sur une croissance générale d'environ 6% en 2021. La direction pense que la croissance se maintiendra au rythme qui prévalait avant la pandémie à long terme et que la société doublera de taille au cours des 5 à 7 prochaines années grâce : 1) à sa croissance au Canada, où le marché est fragmenté et où les occasions d'expansion de parts de marché ne manquent pas grâce aux nouveaux produits (plusieurs devant être lancés en 2021) et aux canaux qui présentent le meilleur potentiel de croissance, comme le commerce en ligne; 2) à son expansion en Chine, où elle se concentre sur le marché du commerce en ligne transfrontalier et le marché intérieur en cherchant à étendre sa présence dans les magasins réels du pays (grâce à son partenariat avec Costco); et 3) aux occasions de fusions-acquisitions des 12-24 prochains mois pour pénétrer de nouveaux marchés ou accélérer son implantation dans d'autres tels que les États-Unis ou l'Europe occidentale (le marché intérieur présente un solide potentiel de croissance endogène).

Stratégie intérieure numérique et de commerce en

ligne: La société a accru ses capacités de vente en ligne principalement par l'intermédiaire d'amazon.ca,

de well.ca et de solutions B2C, et encourage ses partenaires de détail à s'engager dans la vente en ligne ou à faire croître leurs capacités de vente sur Internet, car JWEL entend satisfaire les besoins de ses clients sur les réseaux de distribution qu'ils auront choisis.

Fusions-acquisitions dans le secteur : Selon la direction de JWEL, la récente acquisition par Nestlé de The Bountiful Company 1) confirme ses attentes, à savoir que les consommateurs devraient continuer de s'intéresser aux produits de santé et de bien-être; 2) soutient la valorisation actuelle de JWEL; 3) met en valeur la force du modèle d'affaires de JWEL, dont la marge BAIIA est de 22% à 23% environ (contre près de 18% pour Bountiful); et 4) ne devrait pas bouleverser le paysage concurrentiel, car Nestlé avait déjà fait des acquisitions dans le secteur des vitamines, minéraux et compléments alimentaires sans que Jamieson ait à en pâtir.

Nous maintenons notre cote Rendement supérieur et notre cours cible de \$42.75, qui correspond à un ratio VE/BAIIA du prochain exercice d'environ 18.

Symb.	Cote du titre	Δ	Capitalisation		Cours	Dernier quartier déclaré	Rendement actuel	FTDPAD			C/FTDA		BAIIA (M)			VE/BAIIA		Dette Nette (M)	Dette nette/BAIIA	Cours cible	12 mois	Δ		
			boursière	e.c.				(A)	est.	est.	Ex1	Ex2	(A)	est.	est.	Ex1	Ex2						Ex1	Ex2
			(M)	(M)				Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1						Ex2	
Santé et biotechnologie																								
Akumin	AKU.u	RM	196.50	70.2	2.80u	1/2021	0.0%	0.01u	0.11u	0.12u	24.6	23.8	53.7u	68.5u	79.5u	9.4	8.6	345.2u	4.3	3.25u				
Andlauer Healthcare Group	AND	RM	1,346.03	38.5	35.00	1/2021	0.6%	0.81	1.09	1.30	32.0	26.9	78.9	98.4	106.5	15.8	14.3	224.7	2.1	38.00				
Dialogue Health Technologies	CARE	RS	816.51	65.1	12.55	1/2021	0.0%	0.42	(0.26)	(0.07)	nmf	nmf	(16.9)	(15.2)	(2.5)	nmf	nmf	-	-	20.50				
IMV Inc.	IMV	RM	195.01	67.7	2.88	1/2021	0.0%	(0.49)	(0.38)	(0.55)	nmf	nmf	(27.3)	(29.9)	(42.9)	nmf	nmf	-	-	4.25	↓			
Jamieson Wellness	JWEL	RS	1,495.76	40.0	37.41	1/2021	1.3%	1.17	1.28	1.31	29.1	28.6	88.0	100.1	105.7	16.7	15.7	160.3	1.5	42.75				
Knight Therapeutics	GUD	RS	684.15	128.8	5.31	1/2021	0.0%	0.09	0.20	0.33	27.0	16.0	16.8	34.5	56.2	15.9	9.8	-	-	7.75				
Medical Facilities Corp.	DR	RS	241.70	31.1	7.77	1/2021	3.6%	0.96u	0.99u	0.98u	6.5	6.6	57.3u	57.2u	57.9u	5.5	5.5	79.8u	1.8	9.75	↑			
Theratechnologies	TH	RM	401.64	93.8	4.28	1/2021	0.0%	(0.15)u	0.06u	0.09u	37.2	24.8	(7.1)u	10.4u	13.0u	19.8	15.8	-	-	3.75				
Situations spéciales																								
K-Bro Linen	KBL	RM	455.69	10.6	43.00	1/2021	2.8%	2.49	2.31	2.81	18.6	15.3	43.8	44.4	54.0	12.1	9.9	81.1	1.5	46.00	↑			
Rogers Sugar	RSI	RM	586.02	103.5	5.66	2/2021	6.4%	0.37	0.43	0.44	13.0	12.9	92.3	101.9	106.1	9.2	8.9	370.3	3.5	5.25	↑			
Chemtrade Logistics Income Fund	CHE.UN	RS	↑ 783.57	103.2	7.59	1/2021	7.9%	0.52	0.70	1.04	10.8	7.3	265.3	307.6	339.2	7.1	6.4	1,393.3	4.1	10.50	↑			

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

u = dollars US

Source: Rapports des sociétés, FBN, Refinitiv



Jaeme Gloyn, CFA
Analyste
416 869-8042

—
Adjointe :
Julia Gul : 416 869-7495

Sélections

- › *Trisura Group*
- › *Element Fleet Management*

Début de la couverture d'IGM et de POW

Société financière IGM Inc. (TSX: IGM) – Prise d'élan

La Société financière IGM Inc. est une importante société de gestion de patrimoine et d'actifs au Canada. Par ses marques opérationnelles, IG Gestion de patrimoine, Mackenzie et Investment Planning Counsel, IGM a plus de \$253 milliards d'actifs sous gestion et conseil et est le deuxième acteur par l'importance de son ASG au Canada. En outre, IGM détient des participations dans des sociétés centrées sur des secteurs en croissance rapide du monde des placements, qui, croyons-nous, offrent un potentiel de hausse des bénéfices et des valorisations à long terme.

Nous attribuons à IGM la cote Rendement supérieur avec un cours cible de \$55. Notre penchant favorable reflète la combinaison d'une croissance solide du BPA rajusté de plus de dix pour cent (environ 19% en 2021 et environ 10% en 2022) et un potentiel de réévaluation important. Notre cours cible implique un rendement total d'environ 29%, comprenant un rendement en dividende intéressant d'environ 5%.

Power Corporation du Canada (TSX: POW) – Début de couverture avec une cote Rendement moyen, mais les initiatives stratégiques pourraient motiver un rendement supérieur à long terme

Power Corporation du Canada est une société de portefeuille qui se concentre sur les services financiers. La société détient de grandes entreprises dans l'assurance, les régimes de retraite, la gestion de patrimoine et les placements en Amérique du Nord, en Europe et en Asie. Plus de 80% de la valeur d'actif brute de POW se trouve dans des sociétés cotées en bourse, dont Great-West Lifeco Inc., Société financière IGM Inc. et Groupe Bruxelles Lambert NV. La société détient aussi un portefeuille de plateformes d'investissement dans des actifs alternatifs et des participations dans plusieurs entreprises indépendantes gérées dans le but d'en réaliser toute la valeur avec le temps.

Notre cote pour POW est Rendement moyen avec un cours cible de \$41, ce qui se traduit par un rendement d'environ 9%, y compris un rendement en dividende sain d'environ 5%. Nous notons les actions Rendement moyen en raison des rendements totaux solides offerts ailleurs dans l'univers que nous couvrons.

	Symb.	Cote du titre	Cap. bours. (Md)	Actions e.c. (M)	Cours 5/31	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B		VCPA			C/VC		Div. %	Cours cible	
							dernier exerc.	est. FE1	est. FE2	FE1	FE2	dernier trimest.	est. FE1	est. FE2	FE1	FE2		12 mois	Δ
Financement hypothécaire																			
Equitable Group	EQB	RS	2.38	17.0	140.17	12/2020	12.61	15.07	16.21	9.3	8.6	97.86	108.48	123.12	1.3	1.1	1.1%	174.00	↑
First National Financial	FN	RM	3.17	60.0	52.90	12/2020	3.95	4.11	4.27	12.9	12.4	8.51	10.08	11.88	5.2	4.5	4.4%	55.00	
Home Capital Group	HCG	RS	1.80	50.8	35.33	12/2020	3.55	4.72	5.36	7.5	6.6	33.85	37.31	42.38	0.9	0.8		46.00	↑
Timbercreek Financial	TF	RM	0.77	80.9	9.52	12/2020	0.67	0.70	0.70	13.6	13.6	8.48	8.49	8.50	1.1	1.1	7.2%	9.50	↑
Financement spécialisé																			
ECN Capital	ECN	RS	2.07	244.5	8.46	12/2020	0.13	0.38	0.48	18.4	14.6	2.79	2.94	3.11	2.4	2.3	1.4%	10.50	
Element Fleet Management	EFN	RS	6.01	438.5	13.70	12/2020	0.77	0.79	0.91	17.3	15.0	7.32	7.38	7.87	1.9	1.7	1.9%	19.00	
goeasy	GSY	RS	2.21	14.9	148.18	12/2020	7.57	9.87	11.18	15.0	13.3	36.88	49.58	57.92	3.0	2.6	1.8%	167.00	↑
Brookfield Business Partners	BBU	RS	6.76	148.4	45.59	12/2020	-1.13	4.41	1.82	10.3	25.1	27.32	32.68	40.61	1.4	1.1	0.5%	56.00	↑
Power Corporation of Canada	POW	RM	26.63	676.7	39.35	12/2020	3.00	3.92	3.82	10.0	10.3	31.17	32.55	34.50	1.2	1.1	4.5%	41.00	↑
Entreprises de RH																			
LifeWorks Inc.	LWRK	RS	2.3	70.1	33.50	12/2020	0.80	0.65	1.02	51.4	32.9	9.30	9.31	9.68	3.6	3.5	2.3%	39.00	↑
Bourses des valeurs																			
TMX Group	X	RM	7.45	56.2	132.68	12/2020	5.88	6.63	6.83	20.0	19.4	64.92	66.88	69.80	2.0	1.9	2.3%	147.00	↑
Assurance																			
Intact Financial Corp.	IFC	RS	23.35	143.0	163.24	12/2020	9.92	10.2	10.61	16.1	15.4	62.19	80.78	86.13	2.0	1.9	2.0%	205.00	↑
Trisura Group Ltd.	TSU	RS	1.64	10.3	159.38	12/2020	3.68	5.33	6.03	29.9	26.5	30.04	33.59	39.42	4.7	4.0		218.00	↑
Fairfax Financial Holdings	FFH	RS	14.69	26.0	563.84	12/2020	6.29	59.75	53.79	7.8	8.7	497.23	529.39	575.74	0.9	0.8	2.3%	700.00	
Gestion d'actifs																			
Fiera Capital Corp.	FSZ	RM	1.09	103.7	10.48	12/2020	1.38	1.21	1.29	8.7	8.1	4.15	4.13	4.20	2.5	2.5	8.0%	12.00	
IGM Financial Inc.	IGM	RS	10.61	238.4	44.49	12/2020	3.20	3.80	4.20	11.7	10.6	25.11	26.40	28.37	1.7	1.6	5.1%	55.00	↑

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



Michael Storry-Robertson
Adjoint
416 507-8007

Sélections

- › *Enerflex Ltd.*
- › *Mullen Group Ltd.*

Prévision d'un contexte plus propice à la fin de 2021

Les réductions de coûts, l'amélioration du bilan et l'augmentation de la visibilité des activités extracôtiers renforcent notre attitude positive à l'égard de Shawcor. Nous relevons que si le chiffre d'affaires au T1 du segment Pipeline and Pipe Services a diminué d'environ \$36 millions a/a, la division a produit un BAIIA rajusté du T1 (sans la SSUC) d'environ \$3.8 millions, une amélioration d'environ \$11.8 millions par rapport au T1 2020 (-\$8.0 millions). Nous croyons que cela illustre les mesures d'économie (et d'amélioration de la rentabilité) que Shawcor a mises en œuvre au cours de l'année écoulée en réponse au ralentissement du secteur (transition de l'entreprise en s'éloignant des activités à plus faible marge). SCL continue d'ajuster la taille de l'entreprise, en annonçant en marge des résultats du T1 le projet de fermeture de l'établissement de revêtement de tuyaux de Leith, au Royaume-Uni après l'achèvement du projet Baltic Pipe plus tard cette année. La direction a aussi présenté ses prévisions de FVGA, en réduisant le rythme trimestriel de \$60 millions à \$55 millions. Après la fin du trimestre, SCL a remboursé \$75 millions de la facilité de crédit par rapport aux emprunts à la fin du T1 2021 de \$438 millions. Nos prévisions continuent de tableer sur un désendettement important sur notre période de prévision, SCL terminant 2022 avec un ratio dette nette /BAIIA 12DM de 2.0x (dû à la fois à un BAIIA amélioré et à une réduction de la dette totale). Shawcor a fait état d'un carnet de commandes de \$521 millions à la fin du trimestre (en hausse séquentielle de 15% par rapport à \$453 millions à la fin de 2020) avec l'attribution de projets conditionnels diminuant de \$130 millions à \$110 millions t/t. Les perspectives mises à jour de la direction tablent maintenant sur une réduction du carnet de commandes au T2 et au T3 avant une remontée au quatrième trimestre et en 2022 à mesure que les projets extracôtiers sont autorisés (les récentes informations provenant des partenaires renforçant cette perspective). **Nous maintenons notre cours cible de \$8.75 (basé sur un ratio VE/BAIIA 2022e de 6.7x) et la cote Rendement supérieur tandis que les efforts de rationalisation de Shawcor continuent d'assurer à l'entreprise une rentabilité accrue et un profil d'endettement réduit.**

Les résultats du premier trimestre d'Enerflex sont inférieurs aux attentes, mais la vigueur des commandes du T1 entraîne une augmentation séquentielle du carnet de commandes de 19%.

Enerflex a présenté des résultats au premier trimestre qui étaient inférieurs aux prévisions consensuelles avec un BAIIA rajusté au T1 de \$29.6 millions inférieur de 14% aux prédictions des analystes à \$34.4 millions ainsi qu'à notre estimation (sans la SSUC) de \$32.4 millions de 9%. Le chiffre d'affaires au T1 de \$203.2 millions était inférieur aux prévisions consensuelles de 9% à \$223.0 millions (FBN : \$216.6 millions), l'écart du chiffre d'affaires par rapport à nos estimations étant principalement motivé par des résultats plus faibles que prévu du segment Engineered Systems (ES) et les intempéries qui ont handicapé la division des services. Les nouvelles entourant les résultats du T1 n'étaient pas toutes mauvaises puisque le carnet de commandes du segment ES à la fin du T1 ont augmenté à \$169,4 millions, soit une amélioration sur le trimestre de 19% par rapport à \$142.9 millions à la fin de 2020. Les commandes de la division ES au T1 de \$98.7 millions ont pratiquement doublé d'un trimestre à l'autre (T4 2020: \$52.7 millions), et si la direction a prévenu qu'il ne fallait pas considérer l'amélioration du carnet de commandes comme un indicateur ferme d'un point d'inflexion sur le marché alors que les opérateurs maintiennent une approche prudente des dépenses de croissance, nous considérons cette évolution comme positive puisqu'elle diminue la probabilité qu'EFX liquide la totalité de son carnet de commandes ES au cours des prochains trimestres. Nous avons apporté peu de changements à nos prévisions pour l'ensemble de l'exercice à la fin du trimestre alors que nous soupçonnons que les revenus des services ont été affectés par des conditions météorologiques inclementes pendant le T1 et les revenus du segment Engineered Systems peuvent être rattrapés au cours des trimestres restants. **Nous maintenons notre cours cible de \$10.50, toujours motivé par un ratio VE/BAIIA 2022e de 6.4x (en accord avec la moyenne historique du ratio VE/BAIIA à un an d'Enerflex ainsi qu'avec le groupe de comparaison plus large). Nous réitérons notre cote Rendement supérieur en continuant d'anticiper une augmentation significative des commandes de la division ES au deuxième semestre de 2021 et en 2022, alors que le cours de l'action EFX suit historiquement de près le carnet de commandes.**

	Symb.	Cote du titre		Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 5/31	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		765.98	18.8	40.84	149.3	166.1	192.1	10.4	9.5	7.5	4.9	54.00	34%	
Enerflex Ltd.	EFX	RS		723.48	89.8	8.06	191.3	141.7	189.5	5.6	7.3	5.2	2.2	10.50	31%	
Mullen Group Ltd.	MTL	RS		1245.48	96.8	12.86	191.5	222.2	245.0	8.4	7.7	6.7	2.1	15.25	22%	
Pason Systems Corp.	PSI	RS		735.34	83.1	8.85	39.5	52.8	71.0	14.8	11.1	8.1	-2.8	11.00	27%	
Shawcor Ltd.	SCL	RS		422.62	70.4	6.00	43.8	101.6	127.0	16.3	6.8	5.1	2.7	8.75	46%	

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

- › *Boyd Group Services*
- › *Doman Building Materials*
- › *Hardwoods Distribution*

Capitalisation sur les courants porteurs de l'industrie, accumulation de liquidités (TSX: DBM)

Après le changement de nom de CanWel devenue Doman Building Materials Group Ltd. (DBM) le 31 mai 2021, nous soulignons les perspectives de DBM après la pandémie et l'amélioration de son bilan. À notre avis, la société reste bien positionnée pour une croissance endogène, complétée par des fusions et acquisitions opportunistes, alors que l'industrie continue de profiter des courants porteurs à court terme et à long terme.

Les fortes mises en chantier résidentielles devraient rester un moteur

Bien que la formation de ménages américains ait diminué en 2020 pour la première fois en raison de la pandémie, le rapport entre le parc de logements à vendre et les ménages reste serré à 1.10x, le plus serré depuis 1980, soutenant notre thèse d'un déficit cumulé de 1.6 million de mises en chantier dans le secteur de la construction de logements neufs aux États-Unis sur dix ans. Compte tenu d'un niveau de remplacement de base d'environ 1.4 million de mises en chantier par an, nous estimons que la demande refoulée peut soutenir un niveau d'activité de construction élevé pendant une période pouvant s'étendre sur trois ans et demi, en fonction de l'actuel niveau de 1.7 million de mises en chantier par an. En outre, nous croyons que 2019 est un meilleur indicateur d'une véritable rareté du logement étant donné la diminution de la formation de ménages en 2020, et les chiffres d'avant la pandémie indiquent qu'environ 3 millions de nouvelles unités d'habitation seront nécessaires pour revenir au ratio moyen à long terme. Notre estimation correspond à peu près à un rapport récent de la National Association of Realtors, qui indique que le parc de maisons individuelles à vendre est au plus bas niveau depuis 1982 et qu'il manque environ 2.4 millions de logements pour atteindre un marché équilibré.

Les prix du bois d'œuvre restent élevés, soutenant la croissance endogène

Les prix du bois d'œuvre à 3-5x leurs moyennes historiques représentent un courant porteur ferme pour les ventes de DBM comme le démontrent les solides résultats du T1 2021. Compte tenu d'une saison de construction estivale robuste en Amérique du Nord, nous ne croyons pas que le contexte de forte demande se dissipe à court terme, bien que les prix devraient se normaliser au cours des prochaines années à mesure que l'offre rattrape la demande.

Une émission par prise ferme renforce la situation financière

Au T2 2021, DBM a réalisé une émission d'actions par prise ferme de \$75 millions au prix de \$10.00 par action qui, avec une attribution excédentaire de 15%, a mobilisé un produit brut total de \$86.25 millions. De plus, DBM a réalisé un placement privé pour \$325 millions de capital de billets structurés sans garantie de premier rang de 5.25% échéant en 2026. Après l'émission, nous évaluons le levier financier à 2.2x. L'impact du fonds de roulement est prononcé dans les estimations pour 2021 étant donné le contexte des prix, et à mesure qu'il diminue, nous prévoyons un ratio dette nette/BALIA de 0.7x à la fin de l'année et de 1.1x en 2022 après la normalisation des prix. Nous croyons que la souplesse accrue du bilan sera appliquée à des occasions de fusion et d'acquisition à mesure qu'elles se présentent. La direction illustre une série d'acquisitions potentielles bien fournie, mais insiste sur la discipline concernant les multiples sur le marché exubérant actuel.

Rendement supérieur, cours cible de \$12.50

Notre cours cible de \$12.50 repose sur 16.5x le BPA estimé en 2022 (14.5x de base, 2x de prime de croissance), impliquant environ \$90 millions de revenus supplémentaires ajoutés par les fusions et acquisitions chaque année. Cote Rendement supérieur.

	Symb.	Cote du titre	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 5/31	Dernier exerc. déclaré	BPA dilué			C/B		BAIIA (M)			VE/BAIIA		Div. %	Dette nette/ BAIIA Ex2	12 mois Cours cible	Δ
							(A)	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	(A)	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2				
							Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2						
Alaris Equity Partners Income Trust	AD	RS	744.1	45.0	16.55	12/2020	0.51	1.74	1.72	9.5	9.6	85.6	117.7	123.1	8.7	8.3	7.5%	3.1	22.50	↑
Boyd Group Services Inc.	BYD	RS	4,447.3	21.5	207.12	12/2020	2.57	3.66	6.22	56.7	33.3	293.6	342.9	453.3	15.9	12.0	0.3%	1.5	260.00	↓
Doman Building Materials	CWX	RS	676.9	78.0	8.68	12/2020	0.78	1.77	0.77	4.9	11.3	143.1	266.9	157.4	2.8	4.7	5.5%	2.5	12.50	↑
Cascades	CAS	RS	1,422.3	103.4	13.75	12/2020	1.95	1.25	1.82	11.0	7.5	671.0	588.2	691.6	5.5	4.4	2.4%	2.4	18.50	↓
Dexterra Group Inc.	DXT	RS	415.4	64.9	6.40	12/2020	1.24	0.25	0.51	25.8	12.5	31.9	64.6	83.5	7.6	5.4	4.7%	0.0	8.50	
GDI Integrated Facility Services	GDI	RS	1,127.6	22.8	49.50	12/2020	2.11	2.19	2.15	22.6	23.0	104.9	133.6	129.2	9.5	9.3	0.0%	1.2	65.00	↑
Hardwoods Distribution	HDI	RS	696.2	21.5	32.44	12/2020	1.53	2.21	2.20	14.7	14.8	72.7	97.6	95.3	7.8	7.6	1.1%	1.6	45.50	↑
Intertape Polymer Group Inc.	ITP	RS	1,757.6	60.4	29.12	12/2020	1.51	1.80	2.04	16.1	14.3	210.6	239.3	257.4	7.8	6.9	2.7%	2.0	38.50	↑
KP Tissue	KPT	RM	98.4	9.6	10.28	12/2020	0.53	0.31	0.77	33.6	13.3	197.8	166.5	225.8	7.6	7.3	7.0%	4.1	11.00	↓
Park Lawn Corporation	PLC	RS	976.3	30.1	32.41	12/2020	1.16	1.35	1.55	24.1	20.9	79.9	91.7	96.6	12.6	10.9	1.4%	2.0	43.00	
Richelieu Hardware	RCH	RM	2,437.8	56.3	43.30	11/2020	1.50	1.76	1.94	24.5	22.3	154.5	173.5	186.8	13.3	12.0	0.6%	0.1	43.50	
Savaria Corporation	SIS	RS	1,065.6	54.9	19.40	12/2020	0.52	0.74	1.03	26.1	18.8	59.8	106.4	133.1	13.4	11.5	2.5%	5.1	20.50	↑
Uni-Sélect	UNS	RS	648.9	42.4	15.31	12/2020	(0.18)	0.61	1.00	24.9	15.4	88.8	124.6	141.5	7.9	6.7	0.0%	2.7	17.00	↑

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 :

James Burns : 416 869-8808

Mihir Raul : 416 869-8049

John Shao : 416 869-7938

Sélections

- › Docebo
- › Kinaxis
- › Lightspeed
- › Nuvei
- › Real Matters
- › Farmers Edge
- › Shopify
- › TELUS International
- › Thinkific

Une pause dans la reprise du secteur de la technologie

Comme vous le savez certainement, le secteur de la technologie est quelque peu à la traîne depuis le début de l'année. Depuis le début de l'année, l'indice S&P de la technologie est en hausse de 5,92%, comparativement à 12,62% pour l'indice S&P 500. Au Canada, le tableau est le même, voire plus extrême, l'indice TSX de la technologie étant en hausse de 3,91%, contre 15,14% pour l'indice TSX. Vous le savez peut-être : cette évolution est en grande partie attribuable aux inquiétudes liées à d'éventuelles hausses des taux d'intérêt et à un regain d'intérêt pour les titres qui profitent de la réouverture de l'économie. Honnêtement, il n'y a là rien de surprenant vu l'extraordinaire poussée du secteur de la technologie l'année dernière, et nous pensons que cette volatilité se poursuivra en 2021. Cela dit, nous restons optimistes pour les perspectives du secteur malgré cette volatilité, et nous pensons que l'innovation continuera d'offrir au groupe dans son ensemble un potentiel de croissance démesuré à long terme. Selon nous, les résultats du T2 (qui pourront être comparés à ceux d'un trimestre complet en temps de pandémie au T2 2020) seront moins bons pour les titres qui ont enregistré des performances exceptionnelles en tirant parti des confinements de l'année dernière.

Comme nombre de 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 vu leurs caractéristiques fondamentales sous-jacentes solides telles que des flux de trésorerie disponibles considérables. En ce qui concerne la sélection des titres, nous continuerions d'accumuler de façon opportuniste des actions de titres de croissance tels que Docebo, Farmers Edge, Kinaxis, Lightspeed, Nuvei, Real Matters, Shopify, TELUS International et Thinkific, 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 la cote 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 dégage 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 modulabilité. 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 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 dégage 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 modulabilité. 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.

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. 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 5/31	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B		BAIIA (M)			VE/BAIIA		Valeur compt.	Ratio d'endet.	Cours cible	
							(A)	est.	est.	Ex1	Ex2	(A)	est.	est.	Ex1	Ex2			12 mois	Δ
							Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2				
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	21.9	21.3	(0.8u)	0%	20.00	↑
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	40.9	33.5	933.0u	1,194.7u	1,303.4u	26.3	24.1	42.6u	43%	1900.00	
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%	4.50u	
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	4,394	28.1	156.16	2019	1.11u	0.59u	1.41u	NMF	NMF	53.7u	32.2u	62.0u	105.7	54.9	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	
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	53.6	49.1	8.8u	9%	120.00	↑
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	14.7	11.3	72.2u	90.5u	116.9u	10.2	7.9	2.4u	0%	35.00	
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	
Tecsys Inc*	TCS	RS	618	14.9	41.61	2020	0.18	0.46	0.58	NMF	NMF	10.3	16.0	17.2	38.5	35.8	4.45	4%	55.00	
Telus International	TIXT	RS	7,990	259.0	30.85	2020	0.71	0.95	1.26	NMF	NMF	391.2	533.3	642.3	17.0	14.1	6.34	10%	40.00u	
Thinkific Labs Inc.	THNC	RS	1,229	83.4	17.90	2020	(0.01)	(0.20)	(0.28)	NMF	NMF	(0.4)	(16.0)	(23.2)	NMF	NMF	1.69	0%	20.00	

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

u = dollars US

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

Technologies propres et développement durable

[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. Comme nous l'avons indiqué dans notre dernier commentaire, la récente hausse des taux obligataires et les craintes croissantes liées à l'inflation ont des répercussions directes sur les valorisations et ont donc nuï à certains des titres que nous couvrons, mais nous pensons que les fonds devraient continuer d'affluer vers le secteur et que la baisse des taux obligataires vers la fin du mois de mai devrait profiter aux actions. Nos titres favoris sont NPI, BLX et INE.

Northland Power Inc.

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

Northland Power, chef de file mondial dans le développement de parcs éoliens en mer, est propriétaire de centrales électriques aux énergies renouvelables et de centrales thermiques d'une capacité opérationnelle de 2,266 MW (nets), mais ce chiffre pourrait changer rapidement, car la société a récemment mobilisé des capitaux par une émission d'actions pour \$990 millions (représentant 22.5 millions d'actions à \$44), en partie pour financer sa croissance endogène, mais aussi pour financer l'acquisition d'un portefeuille d'actifs éoliens sur terre et d'actifs solaires représentant 540 MW (nets) en Espagne (l'acquisition devrait être close au T3 2021). NPI continue de se concentrer principalement sur le marché éolien au large des côtes, qui présente des projets de grande envergure et un potentiel de rendement élevé. NPI compte utiliser \$470 millions du produit de l'opération pour le développement de projets de 4 GW à 5 GW au cours des dix prochaines années, principalement des projets éoliens au large des côtes de Taiwan (1.8 GW de projets qui pourraient faire l'objet de demandes de soumission l'année prochaine), du Japon, de Corée du Sud, de Pologne et d'Allemagne. Avec tout cela, nous pensons que NPI pourrait jouir de la meilleure visibilité sur sa croissance parmi les sociétés comparables. Avec sa plateforme de projets éoliens en mer, NPI attire de grands partenaires tels que PKN Orlen en Pologne et

Tokyo Gas au Japon, ce qui pourrait faire monter les rendements. Le premier de ses projets de croissance qui sera construit devrait être le projet Hai Long à Taiwan 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 4.75% 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%. BLX a bon espoir de dépasser son objectif de 2,800 MW de capacités d'ici 2023E; la société devrait présenter un plan mis à jour lors de sa journée consacrée aux investisseurs le 17 juin. 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, BLX a récemment signé un contrat d'achat d'électricité pour son parc éolien Apuiat de 200 MW au Québec. La société devrait aussi observer une intensification des activités d'appels d'offres au Québec et dans l'État de New York, et nous pensons que ces évolutions pourraient constituer une plateforme pour la croissance endogène future, et permettre à BLX de réaliser des gains de synergie d'exploitation. Par ailleurs, le récent programme d'infrastructures du président Biden qui propose des extensions des crédits d'impôt à l'investissement (ITC) et à la production (PTC) pourrait se traduire par de nouveaux soutiens financiers à la production d'énergies renouvelables. Avec une présence incontestée en France et un pied désormais aux États-Unis, nous pensons que BLX pourrait faire croître ses capacités de manière endogène de plus de 200 MW par année. Notre cours cible, qui comprend \$7 par action de croissance au titre

Technologies propres et développement durable

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

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.

Innervex Renewable Energy Inc.**(INE : TSX; Rendement supérieur; cours cible de \$26.00)**

INE compte parmi les plus importants PÉI d'énergie renouvelable du Canada, avec une capacité de production de 2,747 MW (nets). Sa capacité de production est diversifiée sur différentes plateformes (hydroélectricité environ 29%, éolien environ 58% et solaire environ 13%) et régions (Canada environ 53%, États-Unis environ 33%, France environ 8%, Chili environ 6%). Certains des derniers projets mis en valeur par INE

ont commencé à porter fruit, notamment le parc éolien Yonne II de 6.9 MW en France, entré pleinement en service au T1, et le projet solaire Hillcrest de 200 MW dans l'Ohio, entré en service au mois de mai. En outre, le projet Griffin Trail de 226 MW au Texas devrait entrer en exploitation d'ici la mi-juillet, et sa centrale hydroélectrique au fil de l'eau Innavig de 7.5 MW au Québec pourrait être mise en service d'ici la fin de 2022. Du côté de la mise en valeur, INE fait progresser quatre projets d'énergie solaire et de stockage en batterie à Hawaï, qui devraient atteindre le stade de la construction plus tard cette année. Les résultats ont été plus faibles au T1, ayant pâti des tempêtes au Texas, mais INE s'est remise de ces événements et des

\$81 millions que ses contrats de couverture lui ont coûté. La situation au Texas pourrait bien étirer le ratio de distribution cette année, mais INE jouit d'une visibilité sur sa croissance à court terme et, avec la croissance liée à ses récentes activités de fusion-acquisition, la société compte sur une expansion 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 la récente liquidation.

Technologie	Symb.	Cote du titre	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 05/31	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		
Technologie énergétique																					
5N Plus	VNP	RS	245.5	82	3.00	12/2020	0.06u	0.12u	0.17u	21.4	14.2	2.14u	2.58u	2.91u	1.0	0.9	1.34u	0.20	5.25	↓	
Algonquin Power	AQN	RS	9363.7u	613	15.28u	12/2020	0.65u	0.73u	0.76u	21.0	20.1	2.98u	3.43u	3.53u	4.4	4.3	9.72u	0.52	17.00u		
Altius Renewable Royalties Corp	ARR	RM	270.0	28	9.50	12/2020	(0.49)u	(0.15)u	(0.07)u	nmf	nmf	0.08u	0.01u	0.01u	nmf	nmf	5.18u	0.00	12.00		
Ballard Power Systems	BLDP	RS	5152.3u	297	17.32u	12/2020	(0.20)u	(0.18)u	(0.08)u	nmf	nmf	0.42u	0.34u	0.55u	51.4	31.6	4.74u	0.01	29.00u	↓	
Boralex	BLX	RS	3841.9	103	37.13	12/2020	0.56	0.63	0.75	59.3	49.3	6.44	7.08	7.26	5.2	5.1	12.47	0.65	50.00		
Brookfield Infrastructure	BIP	RS	25217.7u	465	54.22u	12/2020	1.34u	1.51u	1.20u	36.0	45.2	8.81u	10.41u	10.49u	5.2	5.2	47.20u	0.70	60.00u		
Brookfield Renewable	BEP	RM	25515.4u	642	39.77u	12/2020	0.00u	0.00u	0.00u	na	na	3.36u	3.99u	4.06u	10.0	9.8	24.27u	0.35	42.00u		
DIRTT Environmental Solutions	DRT	RM	288.8u	85	3.41u	12/2020	(0.13)u	(0.28)u	(0.07)u	nmf	nmf	2.03u	1.89u	2.38u	1.8	1.4	1.25u	0.18	3.50u	↑	
GFL Environmental Inc.	GFL	RS	15668.1	401	39.05	12/2020	(2.76)	(0.97)	(0.40)	nmf	nmf	11.64	12.44	13.65	3.1	2.9	17.40	0.52	44.00		
Innervex	INE	RS	3604.9	176	20.48	12/2020	(0.23)	(0.79)	0.53	nmf	38.5	3.60	4.13	3.95	5.0	5.2	4.91	0.86	26.00	↓	
The Lion Electric Company	LEV	RS	2128.3u	112	19.07u	12/2020	(3.64)u	(0.20)u	0.08u	nmf	nmf	0.77u	0.61u	2.47u	31.4	7.7	(1.01)u	0.53	20.00u		
Lithium Americas	LAC	RS	1397.8u	91	15.30u	12/2020	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	265.0	36	7.30	12/2020	(0.50)	(0.67)	(0.64)	nmf	nmf	0.03	0.05	0.39	nmf	18.9	2.59	0.01	15.00	↓	
NanoXplore	GRA	RS	129.7	158	3.37	06/2020	(0.10)	(0.07)	(0.07)	nmf	nmf	0.55	0.46	0.44	7.3	7.7	0.69	0.19	5.00		
Northland Power	NPI	RS	8874.1	219	40.59	12/2020	1.79	1.08	1.14	37.7	35.7	10.31	9.76	9.77	4.2	4.2	13.48	0.67	50.00	↓	
Sigma Lithium	SGMA	RS	432.1	77	5.60	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	5161.1	267	19.33	12/2020	0.35	0.66	0.66	29.4	29.2	1.64	1.76	1.82	11.0	10.6	8.28	0.19	20.00		
Xebec Adsorption	XBC	RM	760.7	152	4.99	12/2020	(0.33)	0.04	0.06	nmf	nmf	0.59	0.72	1.15	6.9	4.4	2.13	0.14	5.00	↓	

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

Télécommunications et médias



Adam Shine, CFA

Analyste
514 879-2302

—

Adjoints :

Ahmed Abdullah : 514 879-2564

Luc Troiani, CFA : 416 869-6585

Sélections

- › Shaw
- › Québecor
- › Spin Master

Télécommunications

Les récentes décisions en termes de réglementation ont apaisé les incertitudes et réduit les risques de voir monter les pressions :

Le 27 mai 2021, le CRTC a publié son examen et une nouvelle décision sur les services Internet de gros, qu'on appelle les services d'accès Internet de tiers ou AIT. Les déclarations de l'autorité de réglementation favorisent nettement les opérateurs de télécommunications titulaires, au détriment des grossistes de plus petite envergure. Si la décision sur les opérateurs de réseau mobile virtuel de la mi-avril a été considérée comme un non-événement du fait que l'autorité de réglementation avait choisi une solution de compromis largement attendue, la conclusion sur les services d'AIT était plus importante, car elle clôture non seulement un chapitre qui se poursuivait depuis plusieurs années sur la fixation des prix des services Internet de gros, mais elle donne également un nouveau ton à la surveillance réglementaire au Canada, qui semble s'alléger de beaucoup. Le 15 août 2019, le CRTC avait publié sa décision sur les services d'AIT, par laquelle il abaissait les tarifs finaux bien en deçà des niveaux temporaires fixés en 2016, mais rendait aussi cette décision rétroactive à 2016, imposant aux entreprises titulaires, en particulier celles de l'Ontario et du Québec, des charges rétroactives importantes et des baisses futures de leur BAIIA annuel variant de presque rien pour Telus à 2% du BAIIA pour Québecor. Les sociétés du secteur, légitimement contrariées, ont tenté tous les moyens de recours disponibles pendant les 18 mois qui ont suivi. Rappelons que les opérateurs de téléphonie mobile titulaires ont été à maintes reprises les cibles des gouvernements successifs en ce qui a trait aux prix, et l'examen du secteur du sans-fil par le CRTC devait commencer au début de 2020. Les investisseurs n'aimaient pas ce qu'ils voyaient en termes de risques réglementaires et d'incertitudes, jugeant l'intervention du CRTC excessive. La pandémie a fait prendre conscience au gouvernement et à l'autorité de réglementation de l'importance des investissements dans les installations et comprendre pourquoi la concurrence basée sur les installations reste déterminante pour ancrer la politique qui s'égarait à ne s'intéresser qu'à la concurrence au sens large et aux prix. Fait notable, le CRTC, dans son examen et sa

nouvelle décision, a pleinement endossé les erreurs de sa décision d'août 2019, et a résolu de l'annuler et de fixer les prix des services d'AIT aux niveaux qui avaient cours de façon temporaire en 2016. Pour la prochaine publication des résultats cet été, Rogers prévoyait d'inscrire une charge de \$225 millions qui se trouve maintenant réduite à la somme plus banale de \$25 millions, tandis que la charge rétroactive de Bell passera de près de \$165 millions à moins de \$40 millions. Québecor était exposée à une charge de \$80 millions et à une baisse de son BAIIA annuel de \$40 millions, qui disparaît maintenant en grande partie. Avec les décisions sur les opérateurs de réseau mobile virtuel et sur les services d'AIT, ce sont des menaces réglementaires qui viennent de disparaître, entraînant potentiellement une légère réévaluation des titres du secteur.

Symb.	Cote du titre	Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 5/31	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	994	63.3	15.70	12/2020	(9.85)	(1.74)	0.82	NM	19.1	-182.8	8.0	185.3	NM	9.0	-1.03	1.10	17.00			
Corus Entertainment Inc.	CJR.b	RS	1,302	208.4	6.25	08/2020	0.75	0.92	0.87	6.8	7.2	505.8	530.6	523.6	5.5	5.2	4.80	0.60	8.00			
WildBrain Ltd.	WILD	RM	474	171.8	2.76	06/2020	(0.64)	(0.13)	0.08	NM	NM	81.8	81.4	90.3	11.5	10.0	0.35	0.87	3.00			
Spin Master	TOY	RS	4,193	102.3	40.99	12/2020	0.51	1.60	1.80	21.2	18.8	180.6	321.8	341.9	9.8	8.7	8.34	-0.44	53.00	↑		
Stingray Digital	RAY.a	RS	507	73.0	6.94	03/2020	0.74	0.86	0.89	8.1	7.8	118.1	114.9	120.7	7.5	6.7	3.92	0.59	9.00			
TVA Group Inc.	TVA.b	RM	123	43.2	2.85	12/2020	0.86	0.49	0.64	5.8	4.4	85.3	62.2	69.4	2.4	1.8	7.61	0.10	3.25	↑		
Impression et édition																						
Thomson Reuters	TRI	RS	57,911	495.9	116.78	12/2020	1.85	2.15	2.69	45.5	36.4	1975.0	2011.9	2281.9	24.7	21.6	29.88	0.09	128.00	↑		
Transcontinental Inc.	TCL.a	RS	1,959	87.0	22.51	10/2020	2.61	2.32	2.33	9.7	9.7	499.4	449.5	441.9	6.0	5.8	19.67	0.34	26.00			
Publicité et marketing																						
Yellow Pages	Y	RM	412	28.0	14.71	12/2020	2.28	2.23	2.24	6.6	6.6	129.4	113.1	102.3	3.0	3.0	NM	-0.18	13.50	↑		
Télécommunications																						
BCE Inc.	BCE	RS	54,113	904.6	59.82	12/2020	3.02	3.16	3.45	18.9	17.4	9607.0	9991.5	10417.2	8.3	8.0	19.92	0.40	64.00			
Cogeco Communications Inc.	CCA	RS	5,524	47.6	116.02	08/2020	7.41	8.63	9.32	13.4	12.5	1148.7	1225.5	1276.7	6.6	6.1	57.18	0.52	130.00			
Quebecor Inc.	QBR.b	RS	8,079	246.7	32.75	12/2020	2.33	2.50	2.63	13.1	12.4	1952.6	1996.0	2057.4	6.7	6.2	4.88	0.92	40.00			
Rogers Communications Inc.	RCI.b	RS	31,204	504.9	61.80	12/2020	3.40	3.87	4.64	16.0	13.3	5857.0	6135.4	9078.1	7.8	7.3	19.94	0.48	75.00			
Shaw Communications	SJR.b	RS	18,084	505.0	35.81	08/2020	1.31	1.41	1.55	25.4	23.1	2391.0	2469.0	2528.9	9.6	9.1	11.95	0.48	40.50			
Telus Corp.	T	RS	36,558	1349.0	27.10	12/2020	0.95	0.98	1.04	27.8	26.1	5494.0	5944.9	6392.0	9.2	8.6	11.46	0.56	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 :
Alex Hutton
416 869-8281

Sélections

- › *TFI International*
- › *NFI Group*
- › *CAE*

Pleins feux sur les nouveaux horizons de TFII dans le transport de lots brisés

TFI International (TFII : TSX/NYSE; Rendement supérieur, cours cible de \$129.00). La récente acquisition par TFII d'UPS Freight entraîne réellement une transformation de la société. Avant l'acquisition, le segment (maintenant rebaptisé TForce Freight) ne représentait qu'environ 15% du chiffre d'affaires total de TFII; cette proportion devrait monter à 39% en 2022. L'acquisition implique plusieurs répercussions positives pour TFII :

- › **Le transport de lots brisés, un secteur à la dynamique attrayante.** Aux États-Unis, en particulier, le secteur suscite l'intérêt du fait qu'il a connu une rationalisation importante. En effet, dans ce pays, les activités de transport de lots brisés ont rapporté au total environ \$42 milliards, les 25 plus grosses entreprises se partageant plus de 90% du gâteau. À l'inverse, le segment du transport de lots complets est hautement fragmenté, les 25 plus grosses entreprises de ce secteur ne représentant que près de 8% des revenus totaux.
- › **Le commerce en ligne, un atout pour la croissance.** Le commerce en ligne pousse de plus en plus de détaillants à honorer leurs commandes en ligne à partir de centres de distribution locaux plus petits et de points de vente physiques en zones urbaines. Avec la forte hausse du nombre de différents produits dont les commandes sont traitées à partir de ces points, il devient moins pratique de recevoir des livraisons de lots de complets de produits. Les détaillants ont plutôt recours à des livraisons plus fréquentes mais moins volumineuses pour alimenter les stocks de leurs centres de distribution ou leurs grands magasins de détail afin d'honorer leurs commandes en ligne, et ont plus facilement recours aux transporteurs de lots brisés à ces effets.
- › **L'expansion des marges d'UPS Freight, un potentiel facteur de croissance pour le bénéfice de TFII.** Sur une base ajustée, UPS Freight atteignait à peu près le seuil de rentabilité en 2020, mais, à mesure que TFII améliore la composition du transport de fret en faveur des livraisons plus volumineuses, révisé les prix de ses contrats non rentables et réduit ses coûts, nous pensons que la marge BAII de 10% sera atteinte facilement. Toutes choses étant égales par ailleurs, si TFII fait croître sa marge à 10% au cours deux à trois prochaines années, le BAII total de la société augmentera de 76% par rapport au résultat de 2020, faisant office de référence.

- › **Une réévaluation possible.** Le groupe des sociétés comparables de transporteurs de lots brisés se négocie actuellement à des ratios C/B de 27 et VE/BAIIA de 14 sur la base de l'exercice en cours, comparativement à 16 et 6, respectivement, pour les transporteurs de lots complets. Comme le transport de lots brisés constitue maintenant le plus grand segment de TFII, nous pensons que l'action pourrait faire l'objet d'une réévaluation, surtout si la société fait des progrès au cours des prochains trimestres pour améliorer les marges de sa nouvelle entité acquise.

Transport et produits industriels

	Symb.	Cote du titre	Actions		Cap. bours. (M)	Dernier exercice déclaré	BPA			C/B		FTDPAD				Ratio d'endet.	Cours cible		Δ
			e.c. (M)	Cours 5-31			(A)	est.	est.	Ex1	Ex2	(A)	est.	est.	C/FT		12 mois		
															Ex1			Ex2	
Air Canada	AC	RM	335	27.36	9,166	12/2020	-16.47	-11.24	-0.89	NA	NA	(10.84)	(8.93)	2.39	NA	11.4x	0.933802	29.00	
Bombardier Inc.	BBD.b	RM	2424	0.98	2,375	12/2020	-u0.47	-u0.22	-u0.06	NA	NA	-u1.32	-u0.49	u0.06	NA	12.5x	na	1.00	↑
BRP Inc.	DOO	RS	89	101.06	8,946	01/2021	5.35	7.30	8.02	13.8x	12.6x	6.77	3.51	5.78	28.8x	17.5x	140%	125.00	↑
CAE Inc.	CAE	RS	293	37.20	10,913	03/2021	0.47	0.96	1.45	38.9x	25.7x	0.81	0.73	1.40	51.0x	26.6x	31%	43.00	
Canadian National Rail	CNR	RM	713	134.50	95,872	12/2020	5.31	5.96	6.83	22.6x	19.7x	4.63	4.53	5.61	29.7x	24.0x	39%	143.00	
Canadian Pacific Rail	CP	RM	670	97.06	64,982	12/2020	3.53	3.99	4.45	24.3x	21.8x	1.66	2.94	3.41	33.0x	28.4x	54%	102.00	
Cargojet Inc.	CJT	RS	17	179.32	3,059	12/2020	-5.63	5.21	6.22	34.4x	28.8x	9.41	1.95	4.91	92.2x	36.5x	27%	226.00	↓
Chorus Aviation Inc.	CHR	RM	178	4.85	862	12/2020	0.40	0.31	0.44	15.6x	11.0x	(1.50)	0.63	1.41	7.8x	3.4x	77%	4.85	
Exchange Income Corporation	EIF	RS	39	39.41	1,530	12/2020	1.31	1.46	2.43	27.0x	16.2x	3.42	1.44	2.03	27.5x	19.4x	63%	44.00	↑
Héroux-Devtek Inc.	HRX	RS	37	17.61	643	03/2021	0.80	0.76	0.98	23.1x	17.9x	0.88	1.86	1.14	9.5x	15.5x	28%	22.00	↑
NFI Group Inc.	NFI	RS	71	26.03	1,847	12/2020	-u0.75	u0.47	u1.55	46.0x	14.0x	u0.69	u0.25	u2.06	85.0x	10.5x	58%	32.00	↓
Taiga Motors Corp.	TAIG	RS	31	8.89	274	12/2020	NA	-u0.81	-u1.08	NA	NA	NA	-u2.33	-u2.22	NA	NA	na	19.00	
Transat A.T. Inc.	TRZ	RI	38	5.22	197	10/2020	-9.41	-11.41	-5.26	NA	NA	(2.85)	(10.58)	(0.32)	NA	NA	NA	3.5	
TFI International Inc.	TFII	RS	93	116.06	10,838	12/2020	u3.30	u3.90	u5.56	24.6x	17.2x	u5.16	u4.85	u7.19	19.8x	13.3x	40%	129.00	↑

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

u = dollars US

Source: Rapports des sociétés, Refinitiv, FBN

Liste alphabétique des sociétés

SN Plus	VNP	72	Chemtrade Logistics Income Fund	CHEUN	62	Hudbay Minerals	HBM	50	Osisko Mining	OSK	52	Theratechnologies	TH	62
ABC Technologies	ABCT	60	Choice Properties REIT	CHPun	48	Hydro One Ltd.	H	58	Ovintiv Inc (US\$)	OVV	55	Thinkific Labs Inc.	THNC	70
Absolute Software Corp.	ABST	70	Chorus Aviation Inc.	CHR	76	iA Financial	IAG	41	Pan American Silver	PAAS	52	Thomson Reuters	TRI	74
Advantage Oil & Gas	AAV	55	CIBC	CM	41	IAMGOLD Corp	IMG	52	Paramount Resources	POU	55	Tidewater Midstream	TWM	58
Adventus Mining	ADZN	50	Cineplex Inc.	CGX	74	IBI Group Inc.	IBG	60	Parex Resources	PXT	55	Timbercreek Financial	TF	64
Aecon Group	ARE	60	Cogeco Communications Inc.	CCA	74	IGM Financial Inc.	IGM	64	Park Lawn Corporation	PLC	68	TMX Group	X	64
Ag Growth International Inc.	AFN	66	Cominar REIT	CUFun	48	Imperial Oil	IMO	55	Parkland Fuel Corporation	PKI	43	Topaz Energy	TPZ	55
Agnico-Eagle Mines Ltd	AEM	52	Constellation Software Inc.	CSU	70	IMV Inc.	IMV	62	Pason Systems Corp.	PSI	66	Toromont Industries Ltd.	TIH	60
Air Canada	AC	76	Copper Mountain Mining	CMC	50	Innex	INE	72	Pembina Pipelines	PPL	58	Toronto-Dominion Bank	TD	41
Akumina	AKU.u	62	Corus Entertainment Inc.	CJR.b	74	Invalis REIT	INO.un	48	Peyto Exploration & Development	PEY	55	Tourmaline Oil	TOU	55
Alamos Gold Inc	AGI	52	Couche Tard	ATD.b	43	Intact Financial Corp.	IFC	64	Pipestone Energy	PIPE	55	TransAlta	TA	58
Alaris Equity Partners Income Trust	AD	68	Crescent Point Energy Corp.	CPG	55	Integra Resources Corp.	ITR	52	Pivotree Inc.	PVT	70	TransAlta Renewables	RNW	72
Algonquin Power	AGN	72	Crew Energy	CR	55	Inter Pipeline	IPL	58	Power Corporation of Canada	POW	64	Transat A.T. Inc.	TRZ	76
Alio Gold Inc.	ALO	52	Crombie REIT	CRR.un	48	InterRent REIT	IIP.un	48	PrairieSky Royalty	PSK	55	Transcontinental Inc.	TCL.a	74
Allied Properties REIT	APun	48	CT REIT	CRT.un	48	Intertape Polymer Group Inc.	ITP	68	Precision Drilling Corp.	PD	55	Trevali Mining	TV	50
AltaGas	ALA	58	Dexterra Group Inc.	DXT	68	Invesque	IVGU	48	Premium Brands Holdings	PBH	43	Trican Well Services	TCW	55
Altius Renewable Royalties Corp	ARR	72	Dialogue Health Technologies	CARE	62	Jamieson Wellness	JWEL	62	Pretium Resources	PVG	52	Tricon Capital Group	TCN	48
Altus Group Limited	AIF	70	DIRTT Environmental Solutions	DRT	72	Josemaria Resources	JOSE	50	Pure Gold Mining Inc.	PGM	52	Trilogy Metals	TMQ	50
American Hotel Income Properties	HOT.un	48	Docebo Inc.	DCBO	70	K92 Mining Inc.	KNT	52	Quebecor Inc.	QBR.b	74	Trisura Group Ltd.	TSU	64
Andlauer Healthcare Group	AND	62	Dollarama	DOL	43	K-Bro Linen	KBL	62	Real Matters Inc.	REAL	70	True North Commerical REIT	TNT.un	48
ARC Resources Ltd.	ARX	55	Doman Building Materials	CWX	68	Kelt Exploration	KEL	55	Richelieu Hardware	RCH	68	TVA Group Inc.	TVA.b	74
Argonaut Gold Inc.	AR	52	DREAM Industrial REIT	DIR.un	48	Keyera	KEY	58	RioCan REIT	REL.un	48	Uni-Sélect	UNS	68
Artemis Gold Inc.	ARTG	52	DREAM Office REIT	D.un	48	Killam Apartment REIT	KMP.un	48	Ritchie Bros. Auctioneers	RBA	60	Veresen Inc.	VSN	58
Artis REIT	AX.un	48	Dundee Precious Metals	DPM	52	Kinaxis Inc.	KXS	70	Rogers Communications Inc.	RCL.b	74	Vermilion Energy Inc.	VET	55
ATCO Ltd.	ACO	58	ECN Capital	ECN	64	Kinross Gold Corp	K	52	Rogers Sugar	RSI	62	Wesdome Corp.	WDO	52
ATS Automation	ATA	60	Eldorado Gold Corp	ELD	52	Kirkland Lake Gold Corp	KL	52	Roots Corporation	ROOT	43	Wheaton Precious Metals Corp	WPM	52
AuRico Metals Inc	AMI.TO	52	Element Fleet Management	EFN	64	Knight Therapeutics	GUD	62	Royal Bank of Canada	RY	41	Whitecap Resources	WCP	55
AutoCanada	ACQ	60	Emera Inc.	EMA	58	KP Tissue	KPT	68	Royal Gold Inc	RGLD	52	WildBrain Ltd.	WILD	74
Automotive Properties REIT	APR.un	48	Empire Company	EMPa	43	Lassonde	LAS.a	43	Sabina Gold and Silver Corp.	SBB	52	WPT Industrial REIT	WIR.U-T	48
Aya Gold and Silver	AYA	52	Enbridge Inc.	ENB	58	Laurentian Bank	LB	41	Sandstorm Gold Ltd	SSL	52	WSP Global	WSP	60
B2Gold	BTO	52	Endeavour Mining	EDV	52	Liberty Gold Corp	LGD	52	Saputo	SAP	43	Xebec Adsorption	XBC	72
Ballard Power Systems	BLDP	72	Enerflex Ltd.	ERF	66	LifeWorks Inc.	LWRK	64	Savaria Corporation	SIS	68	Yamana Gold Inc	YRI	52
Bank of Montreal	BMO	41	Enerplus Corporation	ERF	55	Lightspeed POS	LSPD	70	Secure Energy	SES	58	Yangarra Resources	YGR	55
Bank of Nova Scotia	BNS	41	Equinox Gold Corp	EQX	52	Lithium Americas	LAC	72	Shaw Communications	SJR.b	74	Yellow Pages	Y	74
Barrick Gold	ABX	52	Equitable Group	EQB	64	Loblaw	L	43	Shawcor Ltd.	SCL	66			
Barsele Minerals Corp.	BME	52	ERES REIT	ERE.un	48	Loop Energy Inc	LPEN	72	Sherritt International	S	50			
Baytex Energy	BTE	55	Ero Copper	ERO	50	Lundin Gold Inc.	LUG	52	Shopify Inc.	SHOP	70			
BCE Inc.	BCE	74	Exchange Income Corporation	EIF	76	Lundin Mining	LUN	50	Sienna Senior Living	SIA	48			
Birchcliff Energy	BIR	55	EXFO Inc.	EXFO	70	MAG Silver Corp	MAG	52	Sigma Lithium	SGMA	72			
Bird Construction Inc.	BDT	60	Extencare	EXE	48	Manulife Financial	MFC	41	SilverCrest Metals	SIL	52			
Blackline Safety Corp.	BLN	70	Fairfax Financial Holdings	FFH	64	Marathon Gold Corp.	MOZ	52	Slate Office REIT	SOT.un	48			
Bluestone Resources Inc.	BSR	52	Falco Resources Ltd.	FPC	52	MAV Beauty Brands	MAV	43	Sleep Country Canada	ZZZ	43			
Boardwalk REIT	BEI.un	48	Farmers Edge Inc.	FDGE	70	Maverix Metals Inc	MMX	52	SmartCentres REIT	SRU.un	48			
Bombardier Inc.	BBD.b	76	Fiera Capital Corp.	FSZ	64	mdf commerce inc.	MDF	70	SNC-Lavalin	SNC	60			
Borealex	BLX	72	Filo Mining	FIL	50	Medical Facilities Corp.	DR	62	Spartan Delta	SDE	55			
Boyd Group Services Inc.	BYD	68	Finning International Inc.	FTT	60	MEG Energy	MEG	55	Spin Master	TOY	74			
Brookfield Business Partners	BBU	64	First Capital REIT	FCR	48	Metro	MRU	43	SSR Mining Inc	SSRM	52			
Brookfield Infrastructure	BIP	72	First Majestic Silver Corp	FR	52	Minera Alamos Inc.	MAI	52	Stantec Inc.	STN	60			
Brookfield Renewable	BEP	72	First National Financial	FN	64	Minto Apartment REIT	MLun	48	Stelco	STLC	60			
BRP Inc.	DOO	76	First Quantum Minerals	FM	50	MTY Food Group	MTY	43	Stella-Jones	SJ	60			
BSR REIT	HOM.un	48	Flagship Communities REIT	MHCu	48	Mullen Group Ltd.	MTL	66	Stingray Digital	RAY.a	74			
BTB REIT	BTB.un	48	Fortis Inc.	FTS	58	NanoXplore	GRA	72	StorageVault Canada	SVLV	48			
CAE Inc.	CAE	76	Fortuna Silver Mines Inc	FVI	52	National Bank	NA	41	Storm Resources	SRX	55			
Canadian National Rail	CNR	76	Franco-Nevada Corp	FNV	52	National Energy Services Reunited	NESR	55	Summit Industrial	SMU.un	48			
Canadian Natural Resources	CNQ	55	Freehold Royalties	FRU	55	Nevada Copper	NCU	50	Sun Life Financial	SUF	41			
Canadian Pacific Rail	CP	76	GDI Integrated Facility Services	GDI	68	New Gold Inc	NGD	52	Suncor Energy	SU	55			
Canadian Tire	CTC.a	43	GFL Environmental Inc.	GFL	72	Newmont	NGT	52	Superior Plus	SPB	58			
Canadian Utilities	CJ	58	Gibson Energy	GEI	58	Nexa Resources	NEXA	50	Surge Energy	SGY	55			
Canadian Western Bank	CWB	41	Gildan	GIL	43	NFI Group Inc.	NFI	76	Taiga Motors Corp.	TAIG	76			
CAP REIT	CAR.un	48	goeasy	GSY	64	North American Construction Group Ltd.	NOA	60	Tamarack Valley Energy	TVE	55			
Capital Power	CPX	58	Golden Star Resources	GSC	52	Northland Power	NPI	72	Taseko Mines	TKO	50			
Capstone Mining	CS	50	Goodfood Market	FOOD	43	NorthWest H.P. REIT	NWH.un	48	TC Energy Corp.	TRP	58			
Cargojet Inc.	CJT	76	Granite REIT	GRT.un	48	Nuvei Corporation	NVEI	70	Teck Resources	TECKb	50			
Cascades	CAS	68	Great-West Lifeco	GWO	41	NuVista Energy	NVA	55	Tecsys Inc	TCS	70			
Cenovus Energy	CVE	55	H&R REIT	HR.un	48	O3 Mining Inc.	OIII	52	Telus Corp.	T	74			
Centerra Gold Inc	CG	52	Hardwoods Distribution	HDI	68	OceanaGold Corp	OGC	52	Telus International	TIXT	70			
CES Energy Solutions Corp.	CES	55	Headwater Exploration	HWX	55	Open Text Corporation	OTEX	70	Tervita	TEV	58			
CGI Inc.	GIB.A	70	Héroux-Devtek Inc.	HRX	76	Osisko Development	ODV	52	TFI International Inc.	TFII	76			
Chartwell Retirement Residences	CSH.un	48	Home Capital Group	HCG	64	Osisko Gold Royalties Ltd	OR	52	The Lion Electric Company	LEV	72			

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 Binscorth Rd, Toronto, ON, M4W 1Y1 • 416-929-6432
Brampton • 10520 Torbram Road (at Sandalwood Parkway), Brampton, ON, L6R 2S3 • 905-456-1515
Brandon • 633-C, 18th Street, Suite 201, Brandon, MB, R7A 5B3 • 204-571-3200
Calgary • 239 8th Ave., SW, Suite 100, Calgary, AB, T2P 1B9 • 403-476-0398
Calgary - Southport • 10655 Southport Road SW, Suite 1100, Southland Tower, Calgary, AB, T2W 4Y1 • 403-301-4859
Chatham • 380 St. Clair, Street, Chatham, ON, N7L 3K2 • 519-351-7645
Chicoutimi • 1180, boulevard Talbot, Suite 201, Chicoutimi, QC, G7H 4B6 • 418-549-8888
DIX30 • 9160, boulevard Leduc, Bureau 710, Brossard, QC, J4Y 0E3 • 450-462-2552
Drumheller • 356 Centre Street, PO Box 2176, Drumheller, AB, T0J 0Y0 • (403) 823-6859
Drummondville • 595, boulevard Saint-Joseph, Bureau 200, Drummondville, QC, J2C 2B6 • 819-477-5024
Duncan • 2763 Beverly Street, Suite 206, Duncan, BC, V9L 6X2 • 250-715-3050
Edmonton • 10175 – 101 Street NW, Suite 1800, Edmonton, AB, T5J 0H3 • 780-412-6600
Edmonton-North • TD Tower, 10088 – 102 Avenue, Suite No. 1701, Edmonton, AB, T5J 2Z1 • 780-421-4455
FrederictonNB • 551 King Street, Fredericton, NB, E3B 4Z9 • 506-450-1740
Gatineau • 920, St-Joseph, Bureau 100, Hull-Gatineau, QC, J8Z 1S9 • 819-770-5337
Granby • 150, rue St-Jacques, Bureau 202, Granby, QC, J2G 8V6 • 450-378-0442
Halifax • Purdy's Wharf Tower II, 1969 Upper Water Street, Suite 160L, Halifax, NS, B3J 3R7 • 902-496-7700
Halifax-Spring Garden • 400-5657 Spring Garden Road, Parklane Terraces, Halifax, NS, B3J 3R4 • 902-425-1283
Joliette • 40, rue Gauthier Sud, Bureau 3500, Joliette, QC, J6E 4J4 • 450-760-9595
Kelowna • 1631 Dickson Ave. Suite 1710, Landmark 6, Kelowna, BC, V1Y 0B5 • 250-717-5510
Lac-Mégantic • 3956, rue Laval, suite 100, QC, G6B 2W9 • 819-583-6035
Laval • 2500, boulevard Daniel Johnson, Bureau 610, Laval, QC, H7T 2P6 • 450-686-5700
Lethbridge • 404, 6th Street South, Lethbridge, AB, T1J 2C9 • 403-388-1900
Lévis • 1550, boulevard Alphonse-Desjardins, Bureau 110, Lévis, QC, G6V 0G8 • 418-838-0456
London Pall Mall • 256 Pall Mall Street, Suite 201, London, ON, N6A 5P6 • 519-439-6228
London-City Centre • 802-380 Wellington Street, London, ON, N6A 5B5 • 519-646-5711
Metcalfe • 1155, rue Metcalfe, Suite 1450, Montréal, QC, H3B 2V6 • 514-879-4825
Mississauga • 350, Burnhamthorpe road West, Suite 603, Mississauga, ON, L5B 3J1 • 905-272-2799
Moncton • 735 Main Street, Suite 300, Moncton, NB, E1C 1E5 • 506-857-9926
Mont Saint-Hilaire • 450 boul. Sir-Wilfrid-Laurier local 208, Mont-St-Hilaire, Qc. J3H 3N9 • 450-467-4770
Mont-Tremblant • 1104, rue de Saint-Jovite, 2^e étage, Mont-Tremblant, QC, J8E 3J9 • 450-569-3440
Montréal International • 1, Place Ville-Marie, Bureau 1700, Montréal, QC, H3B 2C1 • 514-879-5576
Montréal L'Acadie • 9001, boulevard de l'Acadie, Bureau 802, Montréal, QC, H4N 3H5 • 514-389-5506
North Bay • 680 Cassells Street, Suite 101, North Bay, ON, P1B 4A2 • 705-476-6360
Oakville • 305 Church Street, Oakville, ON, L6J 7T2 • 905-849-3558
Oshawa • 575 Thornton Road North, Oshawa, ON, L1J 8L5 • 905-433-0210
Ottawa • 50 O'Connor Street, Suite 1602, Ottawa, ON, K1P 6L2 • 613-236-0103
Outremont • 1160, boulevard Laurier Ouest, App. 1, Outremont, QC, H2V 2L5 • 514-276-3532
Owen Sound • 1717 2nd Ave. E., Suite 202, Owen Sound, ON, N4K 6V4 • 519-372-1277
Peterborough • 201 George Street North, suite 401, Peterborough, ON, K9J 3G7 • 705-740-1110
Plessisville • 1719, rue St-Colixte, Plessisville, QC, G6L 1R2 • 819-362-6000
Kirkland • 16,766 Route Transcanadienne, bureau 503, Kirkland, QC, H9H 4M7 • 514-426-2522
PVM Montréal • 1, Place Ville-Marie, Bureau 1700, Montréal, QC, H3B 2C1 • 514-879-5200
Québec • 500, Grande-Allée Est, Bureau 400, Québec, Qc, G1R 2J7 • 418-649-2525
Québec - Sainte-Foy • Place de la Cité, 2600, boulevard Laurier, Bureau 700, Québec, QC, G1V 4W2 • 418-654-2323
Red Deer • 4719 48th Avenue, Suite 200, Red Deer, AB, T4N 3T1 • 403-348-2600
Regina • 2075, Prince Of Wales Drive, Suite 305, Regina, SK, S4V 3A3 • 306-781-0500
Repentigny • 534, rue Notre-Dame, Bureau 201, Repentigny, QC, J6A 2T8 • 450-582-7001

Richmond • 135-8010 Saba Road, Richmond, BC, V6Y 4B2 • 604-658-8050
Richmond Hill • 9130 Leslie Street, Suite 200, Richmond Hill, ON, L4B 0B9 • 416-753-4016
Rimouski • 127, boulevard René-Lepage Est, Bureau 100, Rimouski, QC, G5L 1P1 • 418-721-6767
Rivière-du-Loup • 10, rue Beaubien, Rivière-du-Loup, QC, G5R 1H7 • 418-867-7900
Rouyn-Noranda • 104, 8^e rue, Rouyn-Noranda, QC, J9X 2A6 • 819-762-4347
Saint John • 69 King Street, 2nd floor, St-John, NB, E2L 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 contreparties ou de mandataires. Elles peuvent agir à titre de teneurs de marché pour ces placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre, ou peuvent agir à titre de banque d'investissement ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements et les revenus qui en découlent peuvent autant baisser qu'augmenter, et il se peut que vous ne récupériez pas la somme investie. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur. Si un placement est libellé en devises, les variations de change peuvent avoir un effet défavorable sur la valeur du placement. Il peut s'avérer difficile de vendre ou de réaliser des placements non liquides, ainsi que d'obtenir de l'information fiable concernant leur valeur ou l'étendue des risques auxquels ils sont exposés. Certaines opérations, notamment celles qui concernent les contrats à terme, les swaps, et autres produits dérivés, soulèvent un risque sérieux et ne conviennent pas à tous les investisseurs. Les placements prévus dans le présent rapport ne sont pas offerts aux clients du secteur détail, et le présent rapport ne doit pas leur être distribué (au sens des règles de la Financial Conduct Authority). Les clients du secteur détail ne devraient pas agir en fonction des renseignements contenus dans le présent rapport ou s'y fier. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription, ni la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription des titres décrits dans les présentes ni n'en fait partie. On ne doit pas non plus se fonder sur le présent rapport dans le cadre d'un contrat ou d'un engagement quelconque et il ne sert pas ni ne servira de base ou de fondement pour de tels contrats ou engagements.

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

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

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

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

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

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

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

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

Des conflits d'intérêts concernant NBCFMA ou les activités de membres de son groupe sont possibles. Ces activités et intérêts comprennent des intérêts multiples en termes de conseils, transactionnels et financiers, dans les valeurs mobilières et instruments qui peuvent être achetées ou vendues 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