MAI 2021

Mensuel économique et financier



MARCHÉS FINANCIERS

416 869-6775

Études financières

Économie et Stratégie Bureau Montréal

Stéfane Marion 514 879-3781 Économiste et stratège en chef Matthieu Arseneau 514 879-2252 Chef économiste adjoint 514 879-3195 Kvle Dahms Économiste Angelo Katsoras 514 879-6458 Analyste géopolitique Daren King 514 412-2967

514 412-3693 Jocelyn Paquet Économiste

Paul-André Pinsonnault 514 879-3795 Économiste principal

Bureau Toronto

Économiste

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

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

Analyse technique

Dennis Mark 416 869-7427

Banques et assurances

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

Distribution et produits de consommation

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

ESG et développement durable

Amber Brown 403 290-5624

FNB et produits financiers

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

Immobilier

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

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

Metals & Mining

Don DeMarco 416 869-7572 416 869-8045 Adjointe: Harmen Puri Shane Nagle 416 869-7936 416 869-6516 Adjointe: Lola Aganga Adjoint: Ahmed Al-Saidi 416 869-7535 Michael Parkin 416 869-6766 416 869-8511 Adjoint: Alessandro Cairo Adioint: Jonathan Eailo 416 507-8177 Adjoint: Rabi Nizami 416 869-7925

Pétrole et gaz

Moyennes sociétés et services pétroliers

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

Grandes capitalisations

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

Pipelines, services publics et infrastructures

Patrick Kenny 403 290-5451 Adjoint: Zach Warnock 403 355-6643

Produits industriels

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

Santé et biotechnologie

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

Services financiers diversifiés

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

Services industriels diversifiés

Adjoint: Michael Storry-Robertson 416 507-8007

Situations spéciales

514 412-0021 **Zachary Evershed** Adjoint: Thomas Bolland 514 871-5013 Endri Leno 416 869-8047

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

Technologie

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

Technologies propres et développement durable

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

Télécommunications et médias

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

Transport et produits industriels

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

Administration

Analyste superviseure

Directeur aénéral. Directeur de la recherche Tanya Bouchard 416 869-7934

Publications

Grea Colman

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 sumunts
L'économie
Taux d'intérêt et marchée obligataire 16
Marché boursier et stratégie de portefeuille
Analyse technique 32
Analyse sectorielle39
› Liste de sélections FBN
Glossaire des tableaux des analystes 41
> Recommandations des analystes 42
Liste alphabétique des sociétés 78

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

Points saillants

Économie

- › Plus d'un an a passé depuis que l'OMS a déclaré l'état de pandémie mondiale et SARS-CoV-2 continue de faire des rayages. Le nombre de nouveaux cas répertoriés sur la planète a atteint un record absolu à la fin du mois d'avril et oscille toujours autour de niveaux extrêmement élevés. La flambée d'infections se concentre actuellement dans les économies émergentes, où le déploiement de vaccins se fait beaucoup plus lentement que dans les pays riches. La situation sanitaire est particulièrement alarmante en Inde et au Brésil. La recrudescence des infections ralentira certainement la croissance économique dans les régions les plus durement touchées. Cette perte de vitesse devrait toutefois être amplement compensée par une expansion solide des économies avancées. Les États-Unis seront assurément à l'avant-plan de la relance en 2021, mais ils ne seront pas les seuls à bénéficier du redémarrage de l'économie. La pandémie étant en perte de vitesse dans la zone euro (en partie grâce à l'accélération des campagnes de vaccination), plusieurs pays du vieux continent devraient bientôt être en mesure d'assouplir les rèales de distanciation sociale. En fait, la relance s'annonce si solide dans la deuxième moitié d'année dans les pays riches que nous croyons que certains producteurs peineront à répondre à la demande, un phénomène qui risque d'entraîner des hausses de prix plus vigoureuses que celles auxquelles nous étions habitués avant la crise. Nous laissons notre prévision de croissance mondiale pour 2021 inchangée à 6.0%, la révision à la hausse pour les États-Unis étant compensée par une croissance plus faible dans les économies émergentes. Notre prévision pour 2022 reste elle aussi stationnaire à 4.4%.
- La reprise s'est poursuivie à un rythme soutenu aux États-Unis au premier trimestre de l'année, et ce malgré le maintien de certaines règles de distanciation sociale. En effet, le PIB réel a progressé au rythme annualisé de 6.7% au cours des trois mois terminés en mars. Après deux solides progressions au T4 (+4.3%) et au T3 (+33.4%), ce gain laissait la production économique à seulement 0.9% sous son niveau d'avant la crise. Nous nous attendons à ce que la croissance continue de s'amplifier au T2 pour atteindre un rythme annualisé avoisinant les 10%. Notre optimisme repose sur la progression de la campagne de vaccination aux États-Unis. Au moment d'écrire ces lignes, 45% des Américains

- avaient reçu au moins une première dose de vaccin, le pays n'étant donc devancé que par le Royaume-Uni à ce chapitre parmi les grandes économies. Le succès des efforts de vaccination devrait permettre une réouverture plus complète de l'économie, ce qui, par ricochet, permettra aux consommateurs de faire bon usage des économies accumulées pendant la crise. Le deuxième trimestre de l'année s'annonçant plus solide que ce que nous avions prévu le mois dernier, nous avons augmenté notre prévision de croissance pour 2020 de 6.6% à 6.9%. L'économie américaine devrait ensuite croître de 3.9% en 2022, soit un dixième de plus que ce que nous envisagions le mois passé. Selon ce scénario, le PIB réel des États-Unis sera de retour à son potentiel au troisième trimestre de 2021.
- Même si la population doit encore composer avec les contraintes des mesures sanitaires et que l'économie connaît probablement un passage à vide au deuxième trimestre, il y a plusieurs raisons d'être optimistes pour les mois suivants. Le processus de vaccination qui a démarré lentement a pris de la vitesse depuis le début d'avril. Des croissances impressionnantes continuent d'être attendues avec la réouverture des services à forte proximité physique dans les prochains mois dans un contexte où les politiques budgétaires et monétaires demeurent extrêmement stimulantes. La consommation devrait donc se raffermir d'autant plus que les ménages ont accumulé des sommes astronomiques en éparane excédentaire (8% du PIB en 2020). Ce mois-ci, nous révisons notre prévision de croissance à 6.0% en 2021 (précédemment à 5.6%). La poussée au premier trimestre est encore plus spectaculaire que ce qu'on pensait précédemment. Le plan de relance fédéral plus généreux qu'anticipé à court terme explique également nos révisions à la hausse. En termes nominaux, notre prévision de croissance s'établit désormais à 10.4%, du jamais vu en quarante ans. C'est que la poussée généralisée des prix des matières premières a causé un redressement spectaculaire des termes de l'échange au cours de la dernière année.

Taux d'intérêt et devise

Si ce n'était pas déjà évident, l'élan de la reprise économique américaine continue de se renforcer. Le PIB est presque entièrement rétabli et l'inflation augmente, dépassant maintenant officiellement 2%. Les craintes d'une surchauffe de l'économie se multiplient à Wall

- Street et dans le public. La Fed, elle, ne semble pas s'en soucier. Plusieurs de ses porte-parole, à commencer par Jerome Powell, réitèrent à l'envi que cette montée de l'inflation sera « transitoire » et que la banque centrale doit plutôt se concentrer sur le marché du travail, qui demeure faible. Il est vrai que, à première vue, le rapport sur l'emploi du mois d'avril laissait beaucoup à désirer, avec une embauche nette inférieure aux prévisions consensuelles par plus de 700,000 emplois. Beaucoup de participants du FOMC ont probablement trouvé là une justification à leur approche ultra accommodante.
- › Au Canada, la grande guestion à laquelle il fallait trouver réponse à la réunion de politique monétaire d'avril était celle des indications prospectives. Avec la vaste amélioration des perspectives économiques par rapport à l'idée que s'en faisait la BdC auparavant, son communiqué reconnaissait explicitement que la résorption de l'écart de production était à prévoir au deuxième semestre de 2022 (ce au'elle situait auparavant en 2023). Nous avions spéculé que la Banque voudrait peut-être réfuter les prévisions d'une auamentation des taux d'intérêt dès 2022 étant donné la politique monétaire accommodante toujours en place outre-frontière et outre-Atlantique. Mais cela ne s'est pas produit, et la Banque semble s'accommoder des attentes du marché d'une hausse dès 2022. En conséquence, nous avons devancé notre prévision d'une première hausse des taux d'intérêt de la BdC à octobre 2022 (auparavant janvier 2023).
- Pendant ce temps, la BCE semble préférer pécher par excès de prudence. On se souviendra que, dans ses dernières prévisions, la Banque centrale européenne voyait l'inflation atteindre à peine 1.4% en 2023. Le taux de chômage, pour sa part, devait descendre à 7.6%, encore un demi-point de pourcentage au-dessus du plancher de mars 2020 (7.1%). Pour ces raisons, et à moins de surprises positives majeures, nous ne pensons pas que la BCE resserrera sa politiquer plus vite que la Fed au cours des prochains mois, particulièrement si l'euro continue de s'apprécier, ce qui pourrait exercer encore plus de pression à la baisse sur l'inflation.
- Pour limiter l'effet d'un resserrement de la politique monétaire sur l'ensemble de l'économie, les autorités chinoises continueront sans doute de suivre une approche définie par secteurs spécifiques. Les taux de référence, pendant ce temps, pourraient rester ancrés à leur niveau actuel pendant le reste de l'année.

Points saillants

Mais ne vous y trompez pas, l'objectif a changé en Chine, passant du souci d'assurer une reprise forte à celui d'éviter une surchauffe de certains secteurs.

La monnaie canadienne continue de bien se tenir. ayant clôturé le mois d'avril à un niveau inégalé depuis 2018 par rapport au billet vert. Le 21 avril, la banque centrale du Canada a dû reconnaître les progrès réalisés dans la reprise économique et prendre acte de la solide dynamique de l'économie mondiale. La BdC a revu ses prévisions fortement à la hausse, a annoncé une résorption des écarts de production plus rapide qu'anticipée, et déclaré qu'elle réduirait le rythme des achats hebdomadaires d'actifs de son programme d'assouplissement quantitatif de \$4 milliards à \$3 milliards. Comme la Banque semble vouloir avancer un peu plus vite que la Fed et que la réduction du programme d'assouplissement quantitatif par la BdC progresse, nous pensons que le CAD atteindra 1.20 USD un trimestre plus tôt que prévu, soit au T3 2021.

Répartititon des actifs et marché boursier

- Malgré les inquiétudes soulevées par les variants de la COVID dans certains pays émergents, les marchés boursiers mondiaux ont grimpé pour établir un nouveau record au début de mai. La tendance à la hausse des marchés boursiers reste soutenue par une forte croissance des bénéfices. Au moment de rédiger ces notes, le BPA des douze derniers mois de l'indice MSCI Monde TP est en hausse de 3% au T2 en glissement annuel, ce qui est le premier chiffre positif depuis que la pandémie s'est déclarée.
- > Sur les 2642 sociétés faisant partie de l'indice MSCI Monde TP qui ont révisé leurs bénéfices pour l'année à venir, plus de 60% les ont révisés à la hausse. C'est une des meilleures diffusions relevées à ce jour et bien plus que la moyenne historique de 43%.
- La grande confiance des consommateurs doublée d'un important degré d'épargne excédentaire accumulée dans les économies avancées depuis le début de la pandémie – estimée à un peu plus de 6% du PIB à l'échelle mondiale – pourrait alimenter une reprise économique beaucoup plus rapide dans les mois à venir.

- L'indice S&P/TSX connaît de nouveau un bon trimestre. L'indice de référence canadien est en hausse de 4.1%, ce qui est un chiffre solide, depuis le début du T2 (et de 11.7% depuis le début de l'année). La résilience attendue de l'économie intérieure doublée d'une forte croissance dans le reste du monde qui fait monter les prix des matières premières (graphique) s'est soldée par d'importantes révisions à la hausse des bénéfices de l'indice S&P/TSX.
- Notre répartition des actifs est inchangée ce mois-ci : Surpondération des actions et souspondération des titres à revenu fixe avec une

répartition géographique privilégiant le Canada et les marchés émergents Nous sommes prêts à élaguer notre exposition au Canada à mesure que nous nous rapprocherons de notre prévision de 1.19 CAD pour 1 USD. Notre répartition sectorielle est inchangée ce mois-ci, continuant de préférer les actions de valeur à celles de croissance.

Rotation sectorielle FBN

Secteurs du S&P/TSX	Pondération*	Recommandation	Variation
Énergie	12.9	Équipondérer	
Matériaux	13.1	Surpondérer	
Industrie	11.9	Équipondérer	
Consommation discrétionnaire	4.1	Équipondérer	
Consommation de base	3.6	Équipondérer	
Santé	1.3	Équipondérer	
Finance	31.4	Surpondérer	
Technologies de l'information	9.1	Sous-pondérer	
Services de télécommunications	4.9	Équipondérer	
Services publics	4.6	Sous-pondérer	
Immobilier	3.2	Sous-pondérer	
Total	100		

^{*} Au 07 Mai 2021





Matthieu Arseneau Chef économiste adjoint 514 879-2252

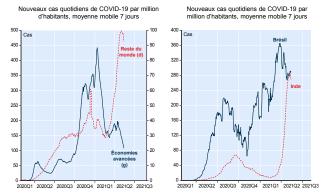


Jocelyn Paquet Économiste 514 412-3693

Monde: Sortie de crise des pays riches à la vitesse arand V

Plus d'un an a passé depuis que l'OMS a déclaré l'état de pandémie mondiale et SARS-CoV-2 continue de faire des ravages. Le nombre de nouveaux cas répertoriés sur la planète a atteint un record absolu à la fin du mois d'avril et oscille toujours autour de niveaux extrêmement élevés. La flambée d'infections se concentre actuellement dans les économies émergentes, où le déploiement de vaccins se fait beaucoup plus lentement que dans les pays riches. La situation sanitaire est particulièrement alarmante en Inde et au Brésil.

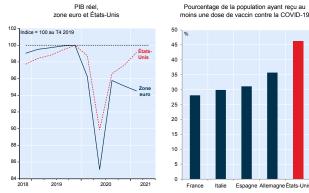
Monde : La flambée de cas de COVID limitée à quelques pays



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

La recrudescence des infections ralentira certainement la croissance économique dans les régions les plus durement touchées. Cette perte de vitesse devrait toutefois être amplement compensée par une expansion solide des économies avancées. Les États-Unis seront assurément à l'avant-plan de la relance en 2021 (voir section ci-dessous), mais ils ne seront pas les seuls à bénéficier du redémarrage de l'économie. La pandémie étant en perte de vitesse dans la zone euro (en partie grâce à l'accélération des campagnes de vaccination), plusieurs pays du vieux continent devraient bientôt être en mesure d'assouplir les règles de distanciation sociale.

Zone euro : Campagne de vaccination à la traîne, reprise plus lente...



Après être officiellement entrée dans une récession à double creux au premier trimestre de l'année, la zone euro devrait renouer avec la croissance au T2. C'est du moins ce que laissent penser les plus récents indicateurs économiques. L'indice PMI composé de Markit a, en effet, signalé une deuxième amélioration consécutive des conditions d'exploitation dans le secteur privé en avril. Le sous-indice de la fabrication a atteint un sommet historique (62.9) au cours du mois, la production et les nouvelles commandes ayant augmenté à un rythme record. Les entreprises productrices de services ont continué de pâtir des mesures de distanciation sociale, mais ont tout de même signalé une légère expansion. L'indice correspondant est passé au-dessus du seuil de 50 pour la première fois en 8 mois. Pour l'avenir, les entreprises du secteur privé de la zone euro se sont montrées très optimistes, les prévisions de production avant atteint leur plus haut niveau depuis que des données comparables sont disponibles (depuis l'été 2012 donc).

¹ Le nouveau scénario de base de la Banque du Canada est légèrement plus optimiste que celui présenté par le

l'imbroglio créé par la banque centrale au sujet des mesures de l'inflation fondamentale et nos réserves quant à sa position (*lien*)

ministère des Finances cumulativement pour 2021-2022.

² Voir notre étude spéciale pour des détails entourant

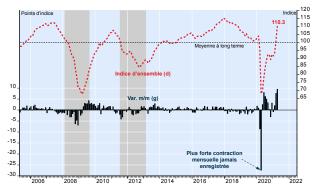
...mais les perspectives s'améliorent dans la zone de la monnaie unique Indice PMI éclair de Markit, dernière observation : avril 2021



FBN Économie et Stratégie (source : Markit, par Refinitiv

L'indicateur du sentiment économique de la Commission européenne a aussi enreaistré une nette progression en avril, passant de 100.9 à un niveau inégalé depuis 32 mois de 110.3, ce qui était bien supérieur au consensus de 102.2 et au pic d'avant la récession de 104.0 (en février 2020). La confiance s'est améliorée dans l'ensemble des cinq secteurs suivis : la fabrication, les services, la consommation, le commerce de détail et la construction.

Zone euro : La confiance a dépassé le pic d'avant la pandémie en avril Indicateur de sentiment économique de la Commission européenne, dernière observation : avril 202



FBN Économie et Stratégie (Source : Commission européenne, par Refinitiv

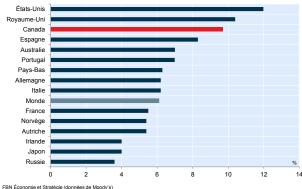
Si l'on en croit les données publiées par le Conference Board, le regain d'optimisme n'était pas limité à la zone euro. Au contraire, l'indicateur global de la confiance des consommateurs compilé par la firme de recherche a grimpé à un pic historique au premier trimestre de l'année. Le rapport officiel attribuait cette hausse à la progression de la campagne de vaccination et au soutien offert par les gouvernements et les banques centrales.

Monde: La confiance des consommateurs a fortement rebondi au T1 Indice de confiance global des consommateurs du Conference Board



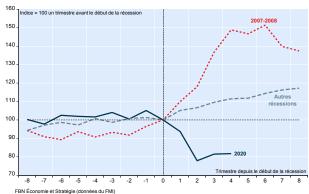
Le soutien budgétaire assuré par la plupart des aouvernements du monde n'a, en effet, aucune commune mesure avec l'effort consenti au lendemain de la crise de 2008. Les programmes de remplacement du revenu mis en place dans les économies avancées (chèques aux ménages, subventions salariales, etc.) ont non seulement soutenu la consommation pendant la crise. mais devraient aussi stimuler les dépenses des ménages une fois la pandémie sous contrôle. C'est que la générosité des gouvernements a permis l'accumulation d'une épargne excédentaire équivalente à environ 6% du PİB mondial selon Moody's. Nous estimons qu'une partie de cette épargne sera mise à profit lors de la remise en marche de l'économie mondiale. La consommation de services, qui a lourdement souffert des mesures de distanciation, devrait en être le principal bénéficiaire.

Monde : Les consommateurs en bonne posture pour profiter de la relance Épargne excédentaire accumulée depuis le début de la crise, % du PIB



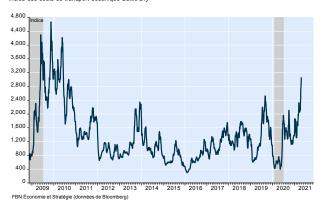
L'entreprise privée a elle aussi profité de l'aide budaétaire. Que ce soit par le versement de subventions ou par une aide à l'accès au crédit, les gouvernements et les banques centrales sont parvenus à limiter les faillites d'entreprises. Si l'on se fie aux données publiées récemment par le FMI, ces dernières sont même en baisse depuis le début de la crise, fait plutôt inusité après une récession aussi sévère que celle que nous avons connue l'an dernier. Moins de faillites d'entreprises signifie moins de destruction de capacité et moins de pertes d'emplois permanentes, deux autres facteurs qui devraient permettre une récupération rapide.

Monde : Les programmes d'aide ont limité les faillites d'entreprises Indice du nombre de faillites d'entrenrises de 13 économies avancées



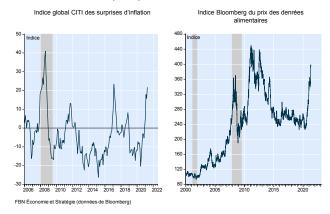
En fait, la relance s'annonce si solide dans la deuxième moitié d'année que nous croyons que certains producteurs peineront à répondre à la demande. Les usines de la planète étaient déjà sous pression en avril, les délais de livraison s'étant allongés plus que jamais en 17 ans selon l'enquête Markit/ JPMorgan. Les coûts de transport sont aussi en forte hausse depuis quelques semaines.

Monde : Pression sur les capacités Indice des coûts de transport océanique Baltic Dry



La situation ne risque pas de s'améliorer quand les consommateurs des économies avancées seront autorisés à dépenser plus librement. En fait, le sursaut de la demande risque 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 à la hausse et nous prévoyons que cette tendance se poursuivra dans les prochains mois. Plus particulièrement, nous notons l'augmentation rapide du 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



Nous laissons notre prévision de croissance mondiale pour 2021 inchangée à 6.0%, la révision à la hausse pour les États-Unis étant compensée par une croissance plus faible dans les économies émergentes. Notre prévision pour 2022 reste elle aussi stationnaire à 4.4%.

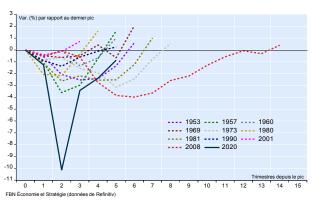
Perspectives mondiales 2022 2020 2021 Économies avancées -4.7 5.3 3.8 -3.5 6.9 3.9 États-Unis Zone euro -6.6 4.3 4.0 Japon -4.9 3.0 2.3 Royaume-Uni -10.05.5 4.9 Canada -5.4 6.0 4.0 Australie -2.4 4.5 3.0 Corée du Sud -1.0 3.5 3.0 Économies émergentes -2.3 6.5 4.8 Chine 2.3 8.7 5.5 -8.6 9.0 6.0 Inde Mexique -8.2 4.7 2.7 Brésil -41 3.5 2.6 Russie -3.1 3.5 3.0 -3.3 6.0 4.4 Monde

FBN Économie et Stratégie (données FBN et Consensus Economics)

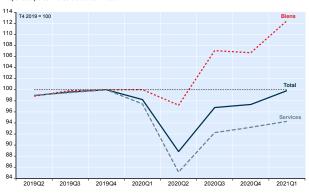
États-Unis: Boom post-COVID

La reprise s'est poursuivie à un rythme soutenu aux États-Unis au premier trimestre de l'année, et ce malgré le maintien de certaines règles de distanciation sociale. En effet, le PIB réel a progressé au rythme annualisé de 6.7% au cours des trois mois terminés en mars. Après deux solides progressions au T4 (+4.3%) et au T3 (+33.4%), ce gain laissait la production économique à seulement 0.9% sous son niveau d'avant la crise.

États-Unis : La production inférieure de 0.9% au pic d'avant la COVID PIB réel, variations (%) par rapport au dernier pic



États-Unis : Le secteur des services est plus lent à se relever



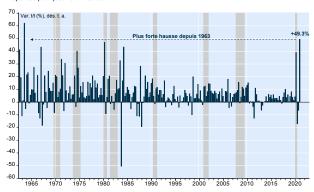
FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

La demande intérieure est restée solide pendant le trimestre, l'investissement non résidentiel (+9.9% t/t en rythme annualisé), résidentiel (+10.8%) et la

consommation (+10.7%) croissant fortement. La consommation de services (+4.6% t/t en rythme annualisé) a rebondi moins vigoureusement que la consommation de biens (+23.6%) en raison des mesures imposées pour limiter la propagation du coronavirus. De ce fait, les dépenses des ménages en services sont restées à 5.7% en dessous de leur niveau d'avant la récession, tandis que les dépenses en biens dépassaient ce repère de 12.5%.

Les dépenses publiques ont également contribué à l'expansion pendant le trimestre, avec leur progression annualisée de 6.3% (la plus forte depuis 2002), car les aides destinées à stimuler la reprise ont continué d'être versées et les dépenses sanitaires sont restées élevées. Pendant ce temps, les dépenses publiques hormis la défense ont le plus augmenté depuis 1963 (+49.3% t/t en rythme annualisé).

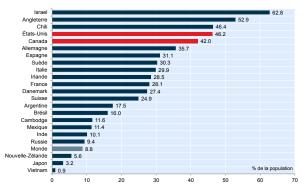
Bond des dépenses publiques pour financer les aides contre la COVID Dépenses publiques non militaires



FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Nous nous attendons à ce que la croissance continue de s'amplifier au T2 pour atteindre un rythme annualisé avoisinant les 10%. Notre optimisme repose sur la progression de la campagne de vaccination aux États-Unis. Au moment d'écrire ces lignes, 45% des Américains avaient reçu au moins une première dose de vaccin, le pays n'étant donc devancé que par le Royaume-Uni à ce chapitre parmi les arandes économies.

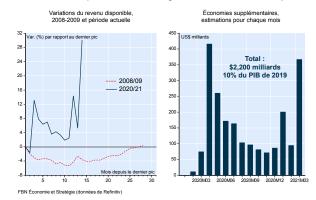
États-Unis: La vaccination progresse bon train Pourcentage de la population ayant reçu au moins une dose de vaccin contre la COVID-19



Le succès des efforts de vaccination devrait permettre une réouverture plus complète de l'économie, ce qui, par ricochet, permettra aux consommateurs de faire bon usage des économies accumulées pendant la crise. Rappelons que le revenu personnel nominal a bondi de 21.1% en mars grâce aux chèques d'aide qui ont été distribués aux ménages dans le cadre du programme de \$1.900 milliards adopté sous la présidence de Joe Biden. Le revenu disponible, de son côté, a augmenté de 23.6%, la plus importante hausse mensuelle jamais enreaistrée. Les dépenses n'ayant pas suivi la cadence, le taux d'épargne a bondi à 27.6%. Près de \$370 milliards ont donc été ajoutés au cours du mois à ce qui était déjà une réserve importante d'éparane excédentaire. D'après nos calculs, l'excédent d'épargne engrangée depuis le début de la crise se chiffre maintenant à \$2,200 milliards, soit 10% du PIB de 2019.

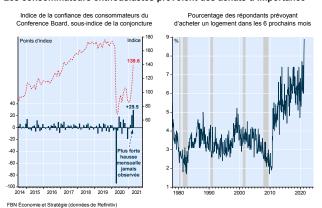
Il n'est pas étonnant dans ce contexte que la confiance des consommateurs soit en forte hausse. L'indice compilé par le Conference Board a enregistré une solide progression en avril, l'évaluation de la situation présente ayant le plus progressé depuis la création de l'indice à la fin des années 1960. Optimistes quant à leurs perspectives, les consommateurs envisagent de faire des achats d'importance; la proportion de ceux qui prévoyaient acheter une maison dans les 6 prochains mois a atteint un niveau record en avril.

États-Unis : Le chèque d'aide aux ménages fait bondir le revenu disponible



Il n'est pas étonnant dans ce contexte que la confiance des consommateurs soit en forte hausse. L'indice compilé par le Conference Board a enregistré une solide progression en avril, l'évaluation de la situation présente ayant le plus progressé depuis la création de l'indice à la fin des années 1960. Optimistes quant à leurs perspectives, les consommateurs envisagent de faire des achats d'importance; la proportion de ceux qui prévoyaient acheter une maison dans les 6 prochains mois a atteint un niveau record en avril.

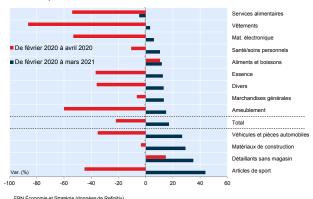
Les consommateurs enthousiastes prévoient des achats d'importance



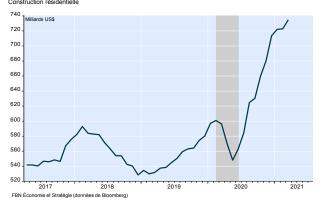
La question n'est donc plus de savoir si les États-Unis connaîtront un boom postpandémique. La réponse à cette interrogation est déjà bien visible dans les

données. Les ventes au détail dépassent largement leur niveau d'avant la crise, le secteur résidentiel est en pleine ébullition et l'investissement en machines et équipement surprend par sa viqueur.

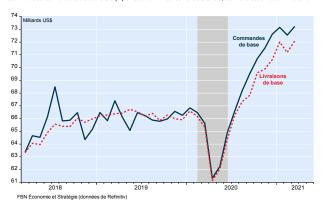
Des dépenses supérieures à avant la COVID dans 12 secteurs sur 13 Ventes au détail par secteurs



États-Unis : La construction résidentielle en ébullition Construction résidentielle

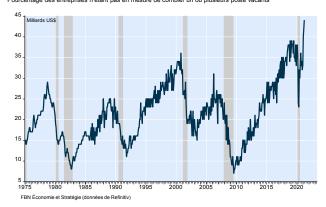


Vif rebond des investissements des entreprises après le creux de la COVID



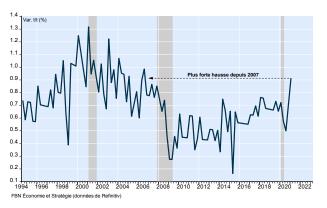
Seule ombre au tableau : le marché de l'emploi. Les effectifs salariés non agricoles n'ont augmenté que de 266K en avril, beaucoup moins que le résultat de +1,000K emplois attendu par les analystes dans un contexte de déconfinement. Des gains ont été enregistrés dans certains des secteurs les plus touchés par les mesures de distanciation sociale, notamment les loisirs / l'hôtellerie (+331K) mais, sans cette dernière catégorie. l'emploi était en baisse. De toute évidence. la faiblesse de l'embauche n'était pas due à un manque de demande de la part des entreprises; la dernière enquête JOLTS a montré que les offres d'emploi sont à un sommet historique aux États-Unis. Les entreprises semblent plutôt avoir du mal à attirer des candidats potentiels. En effet, selon un récent sondage réalisé par la NFIB, 44% des petites entreprises affirmaient être dans l'incapacité de pourvoir un ou plusieurs postes vacants, un niveau record.

États-Unis : La faiblesse de l'embauche pas due à un mangue de demande Pourcentage des entreprises n'étant pas en mesure de combler un ou plusieurs poste vacants



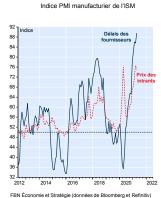
Cela peut paraître surprenant à un moment où l'emploi demeure à environ 8 millions de postes en dessous de son niveau d'avant la pandémie. En fait, plusieurs raisons peuvent expliquer ce phénomène. Le premier est le manaue de transférabilité des compétences. Pour la plupart, les personnes qui n'avaient 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 industries qui se sont complètement remises de la crise et où la demande de main-d'œuvre est actuellement la plus élevée. Dans les secteurs où les salaires sont relativement bas, les allocations de chômage généreuses de Washington pourraient également avoir un effet dissuasif sur le retour au travail. Si tel est le cas, des pénuries de main-d'œuvre « artificielles » pourraient persister jusqu'à ce que les bonifications de l'assurance chômage soient progressivement supprimées (c'est-à-dire en septembre). Dans l'intervalle, les employeurs pourraient être contraints d'augmenter les salaires afin de ramener les travailleurs sur le marché du travail. Au T1, les coûts de la main-d'œuvre ont augmenté plus que jamais depuis 2007. Cette tendance pourrait se poursuivre.

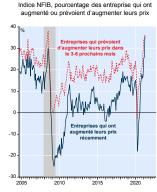
États-Unis : Le coût de la main-d'œuvre a fortement rebondi au T1 Indice des coûts reliés à la main-d'œuvre



Selon nous, l'augmentation des coûts de la maind'œuvre, jumelée à la flambée du prix des intrants et aux problèmes majeurs d'approvisionnement, pourrait forcer les entreprises à augmenter leurs tarifs dans les prochains mois. Cette hypothèse sous-tend d'ailleurs notre prévision d'une inflation autour de 36% d'ici la fin de l'année

États-Unis : Hausse de prix à venir?

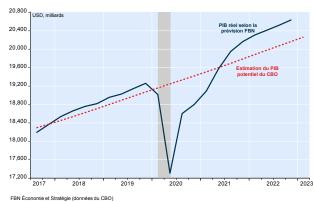




Le deuxième trimestre de l'année s'annonçant plus solide que ce que nous avions prévu le mois dernier, nous avons augmenté notre prévision de croissance pour 2020 de 6.6% à 6.9%. L'économie américaine devrait ensuite croître de 3.9% en 2022, soit un dixième de plus que ce que nous envisagions le

mois passé. Nous reconnaissons que présentent un risque de hausse pour cette prévision. Selon nos projections, le PIB réel des États-Unis sera de retour à son potentiel au troisième trimestre de 2021.

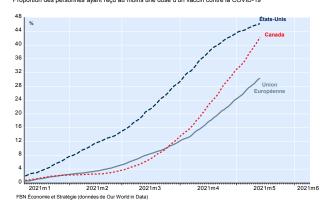
États-Unis : Le PIB de retour au potentiel au T3 2021 Évolution du PIB réel selon les prévisions de FBN et PIB potentiel estimé par le CBO



Canada: Paré au décollage

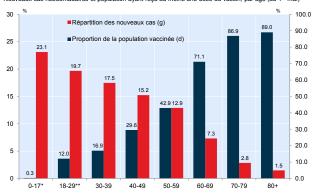
Même si la population doit encore composer avec les contraintes des mesures sanitaires et que l'économie connaît probablement un passage à vide au deuxième trimestre, il y a plusieurs raisons d'être optimistes pour les mois suivants. Le processus de vaccination qui a démarré lentement a pris de la vitesse depuis le début d'avril. Au début de mars. 10 points de pourcentage séparaient le Canada des États-Unis, mais l'écart s'est progressivement amenuisé. Il n'est plus que de 4 points et le taux de vaccination se compare avantageusement à celui des pays d'Europe. Le Canada pourrait même dépasser les États-Unis d'ici auelaues semaines étant donné que la volonté d'être vacciné y est nettement plus forte d'après le dernier sondage Léger & Léger (82% contre 67%)

Canada: La campagne de vaccination est en bonne voie Proportion des personnes ayant reçu au moins une dose d'un vaccin contre la COVID-19



L'impact positif de la vaccination se fait déjà sentir sur la pandémie, et ce même après l'administration d'une dose seulement. Les 60 ans et plus sont vaccinés à hauteur de 80% et ce segment de la population, qui compte pour 25% de la population, ne représente plus qu'environ 10% des cas. L'inoculation de la population la plus vulnérable explique pourquoi les décès totaux demeurent faibles comparativement à la deuxième vaque, même si le nombre de cas est similaire.

Canada: Population vaccinée et répartition des cas hebdomadaires Nouveaux cas hebdomadaires et population avant recu au moins une dose du vaccin, par âge (au 1er mai)

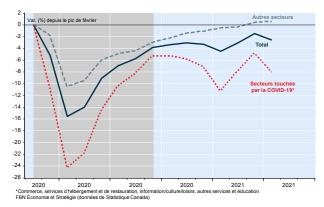


*0-17 pour les doses de vaccin, 0-19 pour les cas **18-29 pour les doses de vaccin, 20-29 pour les cas FBN Économie et Stratégie (données de l'Agence de Santé Publique du Canada, Statistique Canada)

La hausse significative des hospitalisations a toutefois forcé plusieurs gouvernements provinciaux à resserrer les mesures sanitaires de nouveau causant une forte

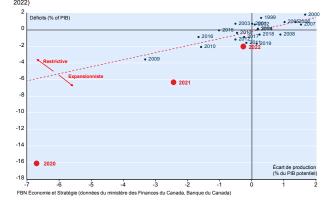
contraction de l'emploi en avril (-207K). Il est rassurant de constater que les pertes se sont limitées aux secteurs directement touchés par les mesures. Il faut souligner que le secteur de l'éducation (-36K) a essuyé de lourdes pertes, car certaines écoles sont passées à l'enseignement à distance et la semaine de relâche en Ontario est exceptionnellement tombée en avril (le facteur de désaisonnalisation était donc inapproprié). L'emploi dans les autres secteurs était encore en hausse en avril et a atteint un nouveau record, ce qui signifie que la contagion est de nouveau évitée. D'importantes restrictions sont toujours en place en mai, mais nous attendons un assouplissement progressif au cours des prochaines semaines avec la progression des campagnes de vaccination. Cette faiblesse devrait donc être passagère, car la solide croissance économique qui s'annonce ces prochains trimestres continuera de soutenir l'embauche.

Les pertes limitées aux secteurs touchés par les mesures sanitaires



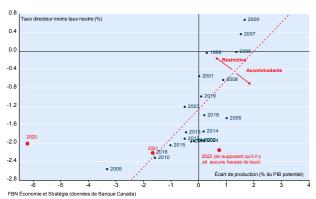
L'adoption du budget déposé le 19 avril signifie que le aouvernement fédéral entend soutenir les ménages et les entreprises encore fort généreusement jusqu'à ce que la pandémie soit sous contrôle. Lors de la mise à jour économique de l'automne, le gouvernement avait suggéré des mesures de stimulation de \$70 milliards à \$100 milliards sur trois ans sans en préciser les détails et il a été décidé de privilégier le haut de la fourchette. La subvention salariale d'urgence ainsi que celle pour les loyers sont prolongées jusqu'à la fin septembre. La prestation canadienne de relance économique a été prolongée de 12 semaines, mais sa générosité a été réduite de \$500 à \$300 pour les 8 dernières semaines se terminant en septembre. L'établissement d'un plan pancanadien d'apprentissage et de garde des jeunes enfants est une des nouvelles initiatives clés du budget 2021. L'objectif est de réduire les frais de garde d'enfants réalementés à \$10 par jour en moyenne d'ici 2025-2026. Pour 2021-2022, un déficit de 6.4% est anticipé, soit près de deux fois plus que lors de la crise financière de 2008-2009. La politique budaétaire demeurera aussi très expansionniste l'an prochain. En effet, le déficit du gouvernement fédéral est prévu à 2.3% du PIB pour le prochain exercice alors que le scénario économique utilisé pour le budget supposait que l'économie tournerait à un régime à peine inférieur à celui du PIB potentiel (-0.3%). Or, la relation historique entre l'écart de production et l'équilibre budaétaire entre 1999 et 2019 suggère un déficit essentiellement équilibré dans de telles circonstances.

Canada: Une politique budgétaire très expansionniste



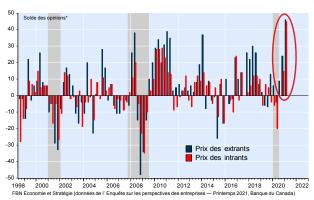
Qu'en-est-il de la politique monétaire? Deux jours après le dépôt du budget, la Banque du Canada relevait substantiellement ses prévisions de croissance¹ et d'inflation, soutenant sa décision de réduire les achats d'actifs d'un milliard de dollars de plus par semaine dans le cadre de sa détente quantitative. Quant au taux directeur, la banque centrale a laissé entrevoir que la normalisation pourrait débuter en 2022 plutôt qu'en 2023. Il sera probablement grand temps. En tenant compte de l'écart de production anticipé par la BdC en 2022 (movenne des deux estimations), un taux directeur qui demeurerait encore à sa valeur plancher l'an prochain serait le plus accommodant des deux dernières décennies.

Canada: Perspective sur la politique monétaire



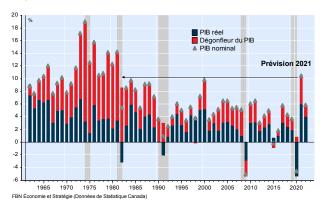
En somme, les conditions monétaires et budgétaires extrêmement stimulantes d'ici la fin de 2022 devraient contribuer à maintenir l'inflation dans le haut de la fourchette cible de la banque centrale en 2021 et 2022. Les mesures d'inflation tendancielle indiquent déjà un élan très fort récemment. En mars, l'indicateur de l'IPC médian augmentait de 2.7% en chiffres annualisés au cours des trois derniers mois alors que l'IPC tronqué progressait à un rythme de 3.0%². Et les pressions inflationnistes ne sont pas près de s'estomper si l'on en croit la plus récente Enquête sur les perspectives des entreprises qui indique que les sociétés entrevoient une accélération de leurs prix de vente dans une proportion inégalée.

Canada: Les entreprises prévoient une accélération des prix % qui prévoient un rythme d'augmentation plus rapide sur un an moins celles qui prévoient le contraire



Ce mois-ci, nous révisons notre prévision de croissance à 6.0% en 2021 (précédemment à 5.6%). La poussée au premier trimestre est encore plus spectaculaire que ce qu'on pensait précédemment. Après une pause temporaire de la reprise en raison des mesures sanitaires au T2, des croissances impressionnantes continuent d'être attendues avec la réouverture des services à forte proximité physique par la suite. La consommation devrait donc se raffermir d'autant plus que les ménages ont accumulé des sommes astronomiques en éparane excédentaire (8% du PIB en 2020). Le plan de relance fédéral plus généreux qu'anticipé à court terme explique également nos révisions à la hausse. En termes nominaux, notre prévision de croissance s'établit désormais à 10.4%. du jamais vu en quarante ans. C'est que la poussée généralisée des prix des matières premières a causé un redressement spectaculaire des termes de l'échange au cours de la dernière année.

Canada: La plus forte croissance du PIB nominal en quatre décennies



Prévisions économiques provinciales

Trevisions economiques provinciales										
	2018	2019	2020p	2021p	2022p	2018	2019	2020p	2021p	2022p
		PIB réel	(croissan	ce en %)		PI	B nomin	al (croissa	ınce en %)
Terre-Neuve-et-Labrador	-3.5	4.0	-5.3	3.9	2.6	0.8	4.1	-8.3	12.8	4.4
Île-du-Prince-Édouard	2.5	5.1	-3.0	4.5	4.0	3.6	7.0	-0.8	6.1	6.9
Nouvelle-Écosse	1.9	2.4	-3.2	5.0	3.3	3.6	3.8	-1.9	6.9	5.0
Nouveau-Brunswick	0.5	1.2	-3.7	4.4	3.0	3.6	3.0	-1.9	8.6	5.2
Québec	2.9	2.7	-5.3	6.2	4.2	5.4	4.3	-4.0	9.2	6.1
Ontario	2.8	2.1	-5.8	6.2	4.2	4.1	3.8	-4.8	9.0	6.0
Manitoba	1.5	0.6	-4.8	5.1	3.5	2.5	1.0	-4.0	9.9	5.2
Saskatchewan	1.2	-0.7	-5.2	5.4	3.5	3.2	0.1	-9.2	13.3	5.1
Alberta	1.9	0.1	-8.2	6.4	4.0	3.4	2.7	-10.3	16.0	5.3
Colombie-Britannique	2.7	2.7	-3.8	6.1	4.2	4.9	4.4	-2.3	10.4	5.5
Canada	2.4	1.9	-5.4	6.0	4.0	4.2	3.6	-4.6	10.4	5.8
		Emploi (e chômag		
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	5.5	1.6	7.7	7.3	9.8	7.5	7.1
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	4.4	3.0	5.7	5.6	9.6	7.9	6.3
Manitoba	1.1	1.0	-3.7	3.2	2.0	6.0	5.4	8.0	7.1	5.8
Saskatchewan	0.6	1.7	-4.6	3.0	2.3	6.2	5.5	8.4	7.4	6.2
Alberta	1.9	0.6	-6.5	4.6	3.3	6.7	7.0	11.5	9.3	7.8
Colombie-Britannique	1.4	2.9	-6.5	5.8	2.9	4.8	4.7	9.0	6.5	5.2
Canada	1.6	2.2	-5.1	4.5	2.9	5.9	5.7	9.6	7.6	6.3
Ī	Mises	en chant	ier de lo	gements (000)		IPC (Cr	oissance	en %)	
Terre-Neuve-et-Labrador	1.1	0.9	0.8	1.0	0.8	1.7	1.0	0.2	2.7	2.6
île-du-Prince-Édouard	1.1	1.5	1.2	1.3	1.2	2.3	1.2	0.0	2.2	2.4
Nouvelle-Écosse	4.8	4.7	4.9	5.0	4.2	2.2	1.6	0.3	2.4	2.4
	-		_	-			_			2.3

e: estimé p: prévision

Québec

Ontario

Alberta

Canada

Manitoba

Saskatchewan

Colombie-Britannique

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

46.9

78.7

7.4

3.6

26.1

40.9

212.8

48.0

69.0

6.9

2.4

27.3

44.9

208.7

54.1

81.3

7.3

3.1

24.0

37.7

217.8

68.0

87.0

7.3

4.0

28.0

40.0

245.2

54.0

80.0

6.3

3.6

27.0

36.6

216.6

1.7

2.4

2.5

2.3

2.5

2.7

2.3

2.1

1.9

2.3

1.7

1.7

2.3

1.9

0.8

0.6

0.5

0.6

1.1

0.8

0.7

2.6

2.6

2.3

2.3

2.3

2.5

2.5

2.4

2.4

2.5

2.3

2.3

2.5

2.4

États-Unis Scénario économique

							T4/T4	
(Variation annuelle en %)*	2018	2019	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Dead wit intérieure haut (Consentante 2010)	0.0	0.0	(0.5)	0.0	0.0	(0.4)	7.0	0.0
**			. ,			. ,		2.3
Dépenses personnelles	2.7	2.4	(3.9)	8.4	4.5	(2.7)	9.0	2.5
Construction résidentielle	(0.6)	(1.7)	6.1	15.0	(0.5)	14.3	6.6	(3.8)
Investissements des entreprises	6.9	2.9	(4.0)	7.8	2.1	(1.4)	6.6	0.3
Dépenses publiques	1.8	2.3	1.1	1.9	1.5	(0.5)	3.2	2.0
Exportations	3.0	(0.1)	(12.9)	5.5	6.4	(10.9)	5.5	5.5
Importations	4.1	1.1	(9.3)	11.7	2.7	(0.6)	5.2	1.0
Variation des stocks (milliards \$)	53.4	48.5	(77.4)	(48.5)	(26.6)	62.1	(7.7)	2.5
Demande intérieure	3.0	2.3	(2.7)	7.5	3.4	(1.5)	7.6	1.8
Revenu réel disponible	3.6	22	5.8	42	(0.1)	3.1	5.1	1.5
								2.4
•			. ,			. ,		3.8
								2.7
								5.0
·			. ,			` '		
	Investissements des entreprises Dépenses publiques Exportations Importations Variation des stocks (milliards \$)	Produit intérieur brut (\$constants, 2012) 3.0 Dépenses personnelles 2.7 Construction résidentielle (0.6) Investissements des entreprises 6.9 Dépenses publiques 1.8 Exportations 3.0 Importations 4.1 Variation des stocks (milliards \$) 53.4 Demande intérieure 3.0 Revenu réel disponible 3.6 Emploi des salariés 1.6 Taux de chômage 3.9 Taux d'inflation 2.4 Bénéfices avant impôts 6.1	Produit intérieur brut (\$constants, 2012) 3.0 2.2 Dépenses personnelles 2.7 2.4 Construction résidentielle (0.6) (1.7) Investissements des entreprises 6.9 2.9 Dépenses publiques 1.8 2.3 Exportations 3.0 (0.1) Importations 4.1 1.1 Variation des stocks (milliards \$) 53.4 48.5 Demande intérieure 3.0 2.3 Revenu réel disponible 3.6 2.2 Emploi des salariés 1.6 1.3 Taux de chômage 3.9 3.7 Taux d'inflation 2.4 1.8 Bénéfices avant impôts 6.1	Produit intérieur brut (\$constants, 2012) 3.0 2.2 (3.5) Dépenses personnelles 2.7 2.4 (3.9) Construction résidentielle (0.6) (1.7) 6.1 Investissements des entreprises 6.9 2.9 (4.0) Dépenses publiques 1.8 2.3 1.1 Exportations 3.0 (0.1) (12.9) Importations 4.1 1.1 (9.3) Variation des stocks (milliards \$) 53.4 48.5 (77.4) Demande intérieure 3.0 2.3 (2.7) Revenu réel disponible 3.6 2.2 5.8 Emploi des salariés 1.6 1.3 (5.7) Taux de chômage 3.9 3.7 8.1 Taux d'inflation 2.4 1.8 1.3 Bénéfices avant impôts 6.1 0.3 (5.8)	Produit intérieur brut (\$constants, 2012) 3.0 2.2 (3.5) 6.9 Dépenses personnelles 2.7 2.4 (3.9) 8.4 Construction résidentielle (0.6) (1.7) 6.1 15.0 Investissements des entreprises 6.9 2.9 (4.0) 7.8 Dépenses publiques 1.8 2.3 1.1 1.9 Exportations 3.0 (0.1) (12.9) 5.5 Importations 4.1 1.1 (9.3) 11.7 Variation des stocks (milliards \$) 53.4 48.5 (77.4) (48.5) Demande intérieure 3.0 2.3 (2.7) 7.5 Revenu réel disponible 3.6 2.2 5.8 4.2 Emploi des salariés 1.6 1.3 (5.7) 3.7 Taux de chômage 3.9 3.7 8.1 5.3 Taux de chômage 3.9 3.7 8.1 5.3 Taux d'inflation 2.4 1.8 1.3 3.3 Bénéfices avant impôts 6.1 0.3 (5.8) 18.7	Produit intérieur brut (\$constants, 2012) 3.0 2.2 (3.5) 6.9 3.9 Dépenses personnelles 2.7 2.4 (3.9) 8.4 4.5 Construction résidentielle (0.6) (1.7) 6.1 15.0 (0.5) Investissements des entreprises 6.9 2.9 (4.0) 7.8 2.1 Dépenses publiques 1.8 2.3 1.1 1.9 1.5 Exportations 3.0 (0.1) (12.9) 5.5 6.4 Importations 4.1 1.1 (9.3) 11.7 2.7 Variation des stocks (milliards \$) 53.4 48.5 (77.4) (48.5) (26.6) Demande intérieure 3.0 2.3 (2.7) 7.5 3.4 Revenu réel disponible 3.6 2.2 5.8 4.2 (0.1) Emploi des salariés 1.6 1.3 (5.7) 3.7 3.0 Taux de chômage 3.9 3.7 8.1 5.3 4.0 Bénéfices avant impôts 6.1 0.3 (5.8) 18.7 7.0	Produit intérieur brut (\$constants, 2012) 3.0 2.2 (3.5) 6.9 3.9 (2.4) Dépenses personnelles 2.7 2.4 (3.9) 8.4 4.5 (2.7) Construction résidentielle (0.6) (1.7) 6.1 15.0 (0.5) 14.3 Investissements des entreprises 6.9 2.9 (4.0) 7.8 2.1 (1.4) Dépenses publiques 1.8 2.3 1.1 1.9 1.5 (0.5) Exportations 3.0 (0.1) (12.9) 5.5 6.4 (10.9) Importations 4.1 1.1 (9.3) 11.7 2.7 (0.6) Variation des stocks (milliards \$) 53.4 48.5 (77.4) (48.5) (26.6) 62.1 Demande intérieure 3.0 2.3 (2.7) 7.5 3.4 (1.5) Revenu réel disponible 3.6 2.2 5.8 4.2 (0.1) 3.1 Emploi des salariés 1.6 1.3 (5.7) 3.7 3.0 (6.0) Taux de chômage 3.9 3.7 8.1 5.3 4.0 6.8 Taux d'inflation 2.4 1.8 1.3 3.3 2.8 1.2 Bénéfices avant impôts 6.1 0.3 (5.8) 18.7 7.0 (0.7)	Variation annuelle en %)* 2018 2019 2020 2021 2022 2020 2021 Produit intérieur brut (\$constants, 2012) 3.0 2.2 (3.5) 6.9 3.9 (2.4) 7.3 Dépenses personnelles 2.7 2.4 (3.9) 8.4 4.5 (2.7) 9.0 Construction résidentielle (0.6) (1.7) 6.1 15.0 (0.5) 14.3 6.6 Investissements des entreprises 6.9 2.9 (4.0) 7.8 2.1 (1.4) 6.6 Dépenses publiques 1.8 2.3 1.1 1.9 1.5 (0.5) 3.2 Exportations 3.0 (0.1) (12.9) 5.5 6.4 (10.9) 5.5 Importations 4.1 1.1 (9.3) 11.7 2.7 (0.6) 5.2 Variation des stocks (milliards \$) 53.4 48.5 (77.4) (48.5) (26.6) 62.1 (7.7) Demande intérieure 3.0 2.2 5.8

^{*} Sauf indication contraire.

Scénario financier**

	actuel 13/05/21	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 Obligations fédérales	0.02	0.05	0.05	0.05	0.10	0.09	0.05	0.15
2 ans	0.16	0.20	0.25	0.30	0.40	0.13	0.30	0.95
5 ans	0.84	0.90	1.10	1.20	1.35	0.36	1.20	1.65
10 ans	1.66	1.70	1.85	2.00	2.05	0.93	2.00	2.25
30 ans	2.39	2.40	2.45	2.55	2.65	1.65	2.55	2.80
Taux de change								
US\$/Euro	1.21	1.20	1.23	1.23	1.22	1.22	1.23	1.21
YEN/\$US	110	111	110	109	107	103	109	104

^{**} fin de période

Dynamique trimestrielle

publié	T2 2020 publié						T4 2021 prévision
(5.0)	(31.4)	33.4	4.3	6.4	10.5	7.9	4.4
2.1	0.4	1.3	1.2	1.9	4.1	3.6	3.7
2.2	1.3	1.7	1.6	1.4	3.0	2.6	2.9
3.8	13.1	8.8	6.8	6.2	5.5	4.9	4.5
	(5.0) 2.1 2.2	publié publié (5.0) (31.4) 2.1 0.4 2.2 1.3	publié publié publié (5.0) (31.4) 33.4 2.1 0.4 1.3 2.2 1.3 1.7	publié publié publié prévision (5.0) (31.4) 33.4 4.3 2.1 0.4 1.3 1.2 2.2 1.3 1.7 1.6	publié publié publié prévision prévision (5.0) (31.4) 33.4 4.3 6.4 2.1 0.4 1.3 1.2 1.9 2.2 1.3 1.7 1.6 1.4	publié publié publié prévision prévision prévision (5.0) (31.4) 33.4 4.3 6.4 10.5 2.1 0.4 1.3 1.2 1.9 4.1 2.2 1.3 1.7 1.6 1.4 3.0	publié publié prévision prévision prévision prévision prévision prévision prévision (5.0) (31.4) 33.4 4.3 6.4 10.5 7.9 2.1 0.4 1.3 1.2 1.9 4.1 3.6 2.2 1.3 1.7 1.6 1.4 3.0 2.6

Financière Banque Nationale

Canada Scénario économique

(Variation annuelle en %)*	2018	2019	2020	2021	2022	2020	T4/T4 2021	2022
(Variation annuelle en 70)	2010	2013	2020	LULI	2022	2020	ZUZI	LULL
Produit intérieur brut (\$constants, 2012)	2.4	1.9	(5.4)	6.0	4.0	(3.2)	5.0	3.2
Dépenses personnelles	2.5	1.6	(6.1)	4.2	6.2	(4.8)	4.8	5.1
Construction résidentielle	(1.7)	(0.2)	3.9	14.9	(3.4)	14.4	0.1	(2.0)
Investissements des entreprises	3.1	1.1	(13.1)	3.5	6.1	(13.1)	8.0	5.4
Dépenses publiques	3.2	1.7	(0.3)	4.2	2.4	1.3	2.7	2.5
Exportations	3.7	1.3	(9.8)	6.3	5.1	(7.1)	5.5	5.0
Importations	3.4	0.4	(11.3)	7.9	5.3	(6.0)	4.9	5.1
Variation des stocks (millions \$)	15,486	18,766	(15,533)	16,000	12,202	1,721	19,000	9,695
Demande intérieure	2.5	1.4	(4.5)	5.0	4.2	(2.5)	4.0	3.7
Revenu réel disponible	1.5	2.2	9.0	(2.0)	0.4	6.8	(1.4)	1.1
Emploi	1.6	2.2	(5.1)	4.5	2.9	(2.9)	3.4	2.0
Taux de chômage	5.9	5.7	9.6	7.6	6.3	8.8	6.6	6.1
Taux d'inflation	2.3	1.9	0.7	2.5	2.4	0.8	2.6	2.4
Bénéfices avant impôts	3.8	0.6	(6.1)	15.5	5.4	4.3	5.7	6.0
Compte courant (milliards, \$)	(52.2)	(47.4)	(42.7)	(21.0)	(34.0)			

^{*} Sauf indication contraire.

Scénario financier**

	actuel 13/05/21	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	0.50
Bons du Trésor 3M	0.10	0.10	0.15	0.15	0.20	0.07	0.15	0.60
Obligations fédérales								
2 ans	0.33	0.35	0.45	0.55	0.70	0.20	0.55	1.15
5 ans	0.95	1.05	1.20	1.30	1.40	0.39	1.30	1.85
10 ans	1.57	1.65	1.85	2.00	2.10	0.68	2.00	2.40
30 ans	2.19	2.20	2.25	2.35	2.45	1.21	2.35	2.65
Taux de change								
CAD par USD	1.21	1.22	1.19	1.20	1.21	1.27	1.20	1.23
Prix du pétrole (WTI), \$U.S.	64	62	64	65	65	48	65	60

^{**} fin de période

Dynamique trimestrielle

	T1 2020 publié	T2 2020 publié			T1 2021 prévision			-
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	(7.5)	(38.5)	40.6	9.6	6.7	1.0	7.4	5.1
IPC (var. a/a %)	1.8	0.0	0.3	8.0	1.4	2.9	2.8	2.6
IPC ex. aliments et énergie (var. a/a %)	1.8	1.0	0.6	1.1	1.0	1.5	1.9	1.8
Taux de chômage (%)	6.4	13.1	10.1	8.8	8.4	8.1	7.4	6.6

Financière Banque Nationale





Warren Lovely Stratège principal, Taux d'intérêt et secteur public 416.869-8598



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



Jocelyn Paquet Économiste 514 412-3693

Consolidation n'est pas capitulation

Si vous continuez de prôner une durée longue, dédaignant la menace perçue de l'inflation et considérant donc la politique monétaire ultra accommodante extraordinaire moins comme une situation passagère et plus probablement comme un élément quasi permanent des marchés financiers, vous aviez probablement de quoi être satisfaits vendredi. À en juger par les commentaires, les adeptes de la détente (qu'ils ne croient réellement pas à la reprise ou qu'ils jurent simplement par la patience, la patience et encore la patience) se sont clairement sentis confortés dans leurs choix par les statistiques de l'emploi décevantes du mois d'avril – un ralentissement marqué de l'embauche aux États-Unis et une nouvelle vague de licenciements au Canada.

Pour un groupe de stratégie comme le nôtre — qui a régulièrement considéré que l'économie se dirigeait vers un rebond robuste, qui ne voyait que peu de ressources inutilisées, qui considère que la menace d'inflation est bien réelle et pas seulement un épouvantail, qui estime que le soutien budgétaire marginal est, dans certains cas, exagéré et qui croit que la détente monétaire peut et devrait être retirée dans un délai raisonnable —, une baisse de régime des marchés du travail démolirait la thèse dominante. À supposer bien sûr que l'accès de faiblesse du marché du travail ne soit pas un phénomène passager.

Les prochaines statistiques de l'emploi nous diront ce qu'il en est, mais pour nous, le récent passage à vide des marchés du travail sera probablement de courte durée. Dans des réaions et des industries clés au Canada, les pertes d'emplois sont la conséquence de nouvelles restrictions gouvernementales visant à gagner du temps pour un effort de vaccination énergique et clairement en progression. Aux États-Unis, les chiffres de l'emploi apparemment inférieurs à la norme pourraient refléter des pénuries de main-d'œuvre induites par les politiques plutôt que par une demande anémique. Ces mêmes pénuries de main-d'œuvre pourraient bien déclencher une importante croissance des salaires à mesure que l'année avancera. Au-delà des plus récents chiffres d'ensemble mensuels de l'emploi, une variété d'autres indicateurs continuent de pointer vers une activité économique toujours vigoureuse et laissent entrevoir une montée des pressions sur les prix. Les marchés immobiliers résidentiels sont chauffés à blanc et la

confiance des entreprises est généralement bonne, comme en attestent les intentions positives d'embauche et d'investissement. Et ce qui est peut-être le plus crucial, les consommateurs disposant d'une épargne massive, alimentée par les fonds publics, semblent prêts à se lancer dans des dépenses dès que l'horizon sera dégagé. Ce jour-là pourrait arriver plus vite qu'on le pense, à la lumière de la progression de la vaccination.

Incontestablement, nous sommes encore loin d'une reprise pleine et entière, ce que certains artisans de la politique budgétaire et monétaire ne manquent pas de rappeler. Pour nous, cependant, les perspectives de croissance à court terme et à moyen terme restent solides, notre prévision du PIB n'ayant pas succombé aux chiffres de l'emploi d'avril. Nous vous renvoyons à ce propos à la plus récente édition du Mensuel économique.

Nous hésitons encore un peu à dire que cette extension pourrait voler de ses propres ailes, étant donné l'impulsion budgétaire considérable qui se réverbère encore dans le système économique. Mais comme l'effet de levier des bilans gouvernementaux accélère la résorption des écarts de production, il n'est pas inopportun pour les banquiers centraux d'envisager des stratégies de sortie du régime d'exception à moins de risquer de prendre trop de retard sur la courbe de l'inflation.

Après tout, nous n'avons pas besoin d'une renaissance économique complète, parfaitement chorégraphiée et ultra uniforme pour justifier le retrait de certaines des mesures d'accommodement extrêmes des politiques actuelles. Sinon, les taux directeurs ne décolleraient jamais. N'en a-t-on pas fait assez pas pour éliminer la grande majorité de l'excédent de ressources inutilisées dans l'économie, amorcer clairement une demande par la vertu des taux d'intérêt et semer les germes d'une hausse des salaires et des prix à la consommation? Nous croyons que si. Plus précisément, nous pensons que de plus en plus de décideurs des politiques se rallieront à ce point de vue, encouragés par les statistiques économiques futures.

Les colombes se confortent peut-être dans leurs convictions avec les derniers chiffres de l'emploi, mais nous traitons la récente panne comme une période transitoire de consolidation et non pas comme une capitulation. D'ici l'été, une normalisation constante

quoique graduelle de la politique monétaire sera probablement au cœur des préoccupations des banquiers centraux tout comme des participants du marché.

La hausse des taux obligataires marque un palier... pour le moment Taux d'intérêt à 10 ans : Canada et États-Unis



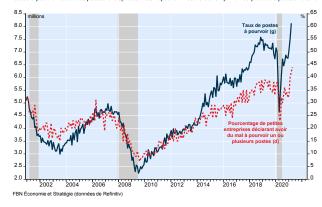
Fed: Qu'est-ce qu'un « nouveau progrès substantiel »?

Si ce n'était pas déjà évident, l'élan de la reprise économique américaine continue de se renforcer. Le PIB est presque entièrement rétabli et l'inflation augmente, dépassant maintenant officiellement 2%. Les craintes d'une surchauffe de l'économie se multiplient à Wall Street et dans le public. La Fed. elle, ne semble pas s'en soucier. Plusieurs de ses porte-parole, à commencer par Jerome Powell, réitèrent à l'envi que cette montée de l'inflation sera « transitoire » et affirme qu'il faut se concentrer sur le marché du travail, qui demeure faible. Il est vrai que, à première vue, le rapport sur l'emploi du mois d'avril laissait beaucoup à désirer, avec une embauche nette inférieure aux prévisions consensuelles par plus de 700.000 emplois. Beaucoup de participants du FOMC ont probablement trouvé là une justification à leur approche ultra accommodante (voir l'interview du président de la Fed de Minneapolis, Neel Kashkari, à Bloomberg TV vendredi). Nous, par contre, voyons le rapport d'avril d'un autre œil.

À nos yeux, les faibles chiffres indiquent que des facteurs du côté de l'offre, que de nombreux

présidents des antennes de la Fed ont parfaitement reconnus (p. ex., prestations de chômage généreuses, décalages entre les besoins et les compétences, facteurs géographiques, crainte du virus et fermetures d'écoles obligeant les parents à rester à la maison), sont plus importants qu'on le pensait précédemment. Sinon comment expliquer les faibles statistiques d'embauche malaré un nombre record de postes à pourvoir et des pénuries de main-d'œuvre largement dénoncées? Comme il s'agit d'une pénurie d'offre, stimuler la demande par l'assouplissement quantitatif et des taux directeurs ultra-bas ne fait au'exacerber le déséquilibre entre l'offre et la demande. À la défense de la Fed, certains de ces facteurs sont indubitablement transitoires. Les prestations de chômage bonifiées expireront plus tard cette année. En outre, à mesure que la vaccination à l'échelle nationale continuera et que les infections tendront à diminuer, davantage d'Américains se sentiront à l'aise pour retourner sur le marché du travail. À ce moment-là, l'offre de main-d'œuvre devrait commencer à en rattraper la demande. Mais d'ici là, le déficit de plus de 8 millions d'emplois par rapport à février 2020 n'est simplement pas un indicateur précis des ressources inutilisées de l'économie.

États-Unis : Perspectives réjouissantes du marché du travail Postes à pourvoir et % des petites entreprises n'étant pas en mesure de remplir un ou plusieurs postes vacant

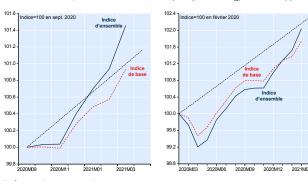


Néanmoins, la Fed a fait savoir clairement au'elle voulait voir de « nouveaux progrès substantiels » vers les objectifs de sa politique avant d'envisager des ajustements de ses achats d'obligations. Et cette constatation doit reposer sur des données

économiques réelles, pas sur des prévisions. En d'autres termes, elle se contentera d'attendre que ces pénuries temporaires de main-d'œuvre disparaissent pour s'assurer que les Américains actuellement sur la touche sont bien réintégrés dans le marché du travail. Cette politique vise, après tout, à éviter qu'il y ait des laissés-pour-compte.

Pour être clairs, nous nous attendons à ce que le rythme de la création d'emplois augmente au cours des prochains mois, même si les prestations de chômage dissuasives restent en place. Cependant, ce rythme pourrait être plus lent au'on le pensait précédemment. Il s'ensuit qu'il ne sera probablement pas question d'une réduction de l'assouplissement quantitatif à la réunion de politique monétaire de juin. Ce n'est peut-être pas avant la fin de l'été éventuellement au symposium de Jackson Hole en août - que M. Powell laissera entendre que les marchés devraient se préparer à une réduction des achats d'actifs à venir.

É.-U. : La Fed devra bientôt clarifier les paramètres de son nouveau mandat Déflateur de l'indice PCE, déviation de la tendance de 2% depuis septembre 2020 (q) et février 2020 (d'



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

En attendant, les participants du marché apprécieraient beaucoup une clarification des politiques de la Fed. Premièrement, qu'entend-on au juste par de « nouveaux progrès substantiels »? Et, tout aussi important, comment les marchés devraient-ils interpréter le ciblage d'une inflation moyenne maintenant que l'inflation dépasse la cible. L'ambiguïté sur ce plan passait bien tant que l'inflation était inférieure à 2%. Mais aujourd'hui, celle-ci dépasse ce niveau, et tout dépendant

2A/3A/5A %

10A/30A/UL%

14%

jusqu'où on remonte dans le passé pour établir la moyenne, l'inflation sera bientôt supérieure à 2% sur un horizon qu'on peut qualifier de moyen terme. M. Powell a clairement établi que le FOMC considérera les quelques prochains mois d'inflation supérieure à la moyenne comme transitoires, mais si, comme nous nous y attendons, les pressions inflationnistes en place ne sont pas simplement transitoires, auand la Fed acceptera-t-elle de reconnaître cette réalité? À ce stade-ci, il reste plus de questions que de réponses, mais une chose semble sûre : la pression sur la Fed ne fera que s'intensifier à mesure que les mois d'inflation forte s'accumuleront. Nous verrons alors comment M. Powell et ses collègues régairont auand ils seront placés devant les chiffres réels. Nous avons tendance à partager l'avis de la secrétaire au Trésor, Janet Yellen, qui a récemment supputé (peut-être par nostalgie pour son ancienne fonction plus qu'en accord avec son rôle actuel) que les taux d'intérêt devraient peut-être monter un peu pour éviter une surchauffe de l'économie américaine.

L'allongement des échéances des OdC continue

Le budget fédéral du Canada attendu depuis longtemps contenait essentiellement ce qu'on prévoyait : des déficits à perte de vue et une foule de nouvelles mesures de relance procycliques. Ce qu'on prévoyait moins, c'est comment ceux-ci seraient financés. En effet, malgré des taux d'intérêt nettement plus élevés et une courbe des taux plus abrupte que celle anticipée dans l'Énoncé économique de l'automne, la Stratégie de gestion de la dette du budget 2021 laisse entrevoir une poursuite de l'allongement des échéances des obligations du Canada qui seront émises. Alors que les besoins d'emprunt ont diminué de près de \$100 milliards, les émissions à long terme augmenteront de 14% (nous avons creusé le sujet de la nouvelle SGD le mois dernier). Cela fera passer la durée moyenne pondérée (DMP) à long terme des émissions d'un peu moins de 5 et 7 ans en 2019-2020 et 2020-2021, respectivement, à un peu moins de 9 ans au cours de cet exercice, ce qui représente une transformation rapide.

Tableau : Les émissions brutes diminuent, mais restent élevées

Émissions brutes par exercice et variation en 2021-2022 par rapport aux deux dernières années

Em	nissions brut	es	variation en (%) par ra	2021-2022 apport à :
2019-2020	2020-2021	2021-2022	2019-2020	2020-2021
53.0	129.0	76.0	+43%	-41%
19.2	56.5	36.0	+88%	-36%
33.0	81.5	48.0	+45%	-41%
13.0	73.5	84.0	+546%	+14%
4.2	32.0	32.0	+662%	0%
1.8	1.4	1.4	-22%	0%
-	-	4.0	-	-
-	-	5.0	-	-
124.2	373.9	286.4	+131%	-23%
1Ω	6.9	0.0	±4.1 ans	+2.0 ans
2	019-2020 53.0 19.2 33.0 13.0 4.2 1.8	019-2020 2020-2021 53.0 129.0 19.2 56.5 33.0 81.5 13.0 73.5 4.2 32.0 1.8 1.4 - - 124.2 373.9	019-2020 2020-2021 2021-2022 53.0 129.0 76.0 19.2 56.5 36.0 33.0 81.5 48.0 13.0 73.5 84.0 4.2 32.0 32.0 1.8 1.4 1.4 - - 4.0 - - 5.0 124.2 373.9 286.4	(%) par r 019-2020 2020-2021 2021-2022 2019-2020 53.0 129.0 76.0 +43% 19.2 56.5 36.0 +88% 33.0 81.5 48.0 +45% 13.0 73.5 84.0 +546% 4.2 32.0 32.0 +662% 1.8 1.4 1.4 -22% 4.0 5.0 - 124.2 373.9 286.4 +131%

Source: FBN, BaC, Budget du Canada 2021. Nota: La DMP et la composition des émissions excluent les ORR et les obligations vertes. Le calcul de la DMP emploie des durées génériques; p. ex., une obligation émise dans la catégorie des 2 ans est censée avoir une durée exacte de 2 ans. UL = ultra longues.

28%

57%

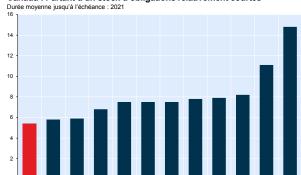
-29 pp

-15 pp

+15 pp

Historiquement, le Canada avait un des stocks de dettes de la plus courte durée parmi les emprunteurs souverains. Cela va changer très rapidement puisque les vannes des obligations à long terme restent ouvertes. Dans la foulée de la SGD, cela a conduit à une importante révision des prix des obligations souveraines canadiennes. Le différentiel entre les obligations de 30 ans du Canada et du Trésor américain, qui se maintenait régulièrement autour de -40 pb, se situe maintenant à -20 pb. Les obligations de 10 ans se sont relativement bien maintenues sur la courbe, mais c'est cette catégorie qui enregistrera la plus grande augmentation par rapport à l'an dernier et elle devrait être très sollicitée pendant toute l'année. Tout bien considéré, les changements en cours dans la stratégie de gestion de la dette ont eu, et continueront d'avoir, un impact sur la dynamique du marché des obligations souveraines du Canada. Cela nous a conduits à apporter des ajustements structurels à notre prévision des taux à long terme - notamment, avec une courbe des taux structurellement plus abrupte sur une base à plus long terme et une prime sur les obligations longues moins grande comparativement au marché des obligations du Trésor américain.

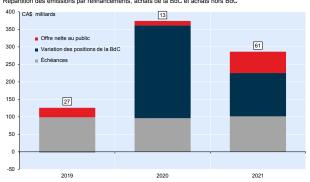
Canada: Partant d'un stock d'obligations relativement courtes



FBN Économie et Stratégie (données du FMI) | Nota : Pour la plupart des économies, les données sur la durée moyenne jusqu'à

Globalement, alors que le programme d'émissions de \$286 milliards représente une baisse par rapport à l'an dernier, il reste élevé comparativement au rythme d'avant la COVID. Heureusement, l'offre ne devrait pas trop peser sur les marchés puisque la Banque du Canada, qui joue toujours un rôle important, continue d'absorber l'essentiel des nouvelles émissions sur le marché. Même avec une réduction des achats en cours, l'achat anticipé de \$125 milliards d'obligations pendant l'exercice devrait limiter l'offre nette sur le marché à environ \$60 milliards. Ce chiffre est à comparer aux \$13 milliards de l'an dernier (grâce au rythme extrêmement élevé des achats au titre de l'AQ), mais ne dépasse que modestement les \$27 milliards de l'exercice 2019-2020, avant la COVID.

Canada: Les émissions brutes diminuent, mais pas les émissions nettes Répartition des émissions par refinancements, achats de la BdC et achats hors BdC



FBN Économie et Stratégie (données de la BdC, gouvernement du Canada) | Nota : Barre totale = émission brute

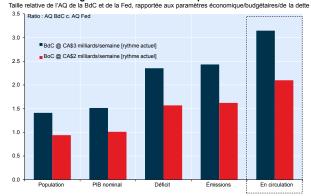
L'une dans l'autre, les politiques extraordinaires de la BdC jusque-là peuvent avoir aidé à éviter une indigestion d'émissions. L'an prochain, alors que le programme d'obligations restera conséquent (plus de \$200 milliards), sa plus grande partie servira à refinancer des titres parvenus à échéance. L'offre nette pourrait finir par ressembler à celle de 2021-2022 ou même lui être inférieure. Alors que nous ne doutons pas que l'intention de l'AQ était de soutenir la reprise économique, nous convenons qu'elle a assurément aidé le gouvernement du Canada à émettre des tonnes d'obligations ce qui autrement aurait exigé un rehaussement des taux d'intérêt pour que le marché puisse les absorber. Merci, la BdC.

BdC: Qui a lâché les faucons?

Nous savions que la réunion de la BdC d'avril allait être importante, avec plusieurs questions à trancher. Premièrement, allait-elle réduire le programme d'achats massifs? Deuxièmement, et cela semble plus important, dans quel sens allait-elle ajuster ses indications prospectives?

En réponse à la première question, la Banque a ralenti le rythme de ses achats d'AQ hebdomadaires de \$4 milliards à \$3 milliards. C'est ce à quoi on s'attendait. Ce qui a été plus surprenant, c'est la décision de ne pas allonger les échéances de ses achats restants, laissant la durée moyenne pondérée de ses achats d'obligations inchangée. C'était une décision curieuse étant donné que (a) l'allongement des échéances aurait freiné l'augmentation rapide des taux obligataires et le redressement de leur courbe, auxquels nous avons assisté ces derniers mois et que (b) le gouvernement a, lui, manifesté l'intention de continuer d'allonger les échéances de son stock d'obligations. Le résultat, comme nous l'avons écrit dans une note après la décision, est un décalage entre le programme d'AQ et les émissions d'obligations. Nous soupconnons que le souci de l'indépendance de la banque centrale ait joué un rôle dans cette décision alors que des parlementaires s'acharnent de plus en plus sur elle en lui reprochant de « monétiser la dette » – autre sujet que nous avons évoqué ces dernières semaines.

Canada : La BdC garde une avance sur la Fed par ses achats massifs



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg, BdC, Fed, Statistique Canada, Trésor américain, US Census Bureau, Gouvernement du Canada, CBO)) Nota : Sur la base de la taille du programme d'AQ existant : BdC = CA\$\$ Gisenaine et Fed = U\$\$80 Gimos; Population du 1º julier, Pla Rominal du 14 2020; déficit fédéral pour les exercices 2021 d'après les demières estimations du GdC/GBO; émissions d'après les demières annonces de financement trimestrielles et la SGD du Canada; en circulation en fin de mois la 91 mars 2021

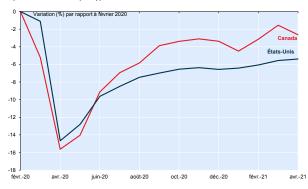
Alors que la réduction des achats du mois d'avril a été relativement bien communiquée, la question est maintenant de savoir auand aura lieu la prochaine réduction? Nous n'avons pas réellement obtenu d'indications plus claires sur les réductions futures de l'assouplissement quantitatif, mais nous avons présumé que le rythme établi de \$1 milliard de réduction tous les six mois sera maintenu. Que cela se matérialise par un maintien des diminutions par tranches de 1 milliard \$ ou par une réduction de \$500 millions chaque trimestre, cela reste à voir. Quoi qu'il en soit, nous nous attendons à ce que le programme d'AQ atteigne \$1 milliard par semaine à la réunion d'avril de l'an prochain. À ce moment-là, l'AQ sera « neutre net » au bilan de la BdC (c.-à-d. aue les positions en obligations n'augmenteront pas ni ne diminueront) et nous resterons probablement au statu quo pendant un certain temps alors que la hausse des taux d'intérêt prendra la vedette.

Comme il a été noté ci-dessus, la question plus importante à laquelle la réunion de politique d'avril devait répondre concernait les indications prospectives. Alors que les perspectives économiques se sont largement améliorées par rapport à l'idée que s'en faisait la Banque auparavant, son communiqué reconnaissait explicitement la résorption de l'écart de production était à prévoir au deuxième semestre de 2022 (ce au'elle situait antérieurement en 2023). Nous

avions spéculé que la Banque voudrait peut-être réfuter les prévisions d'une augmentation des taux d'intérêt dès 2022 étant donné la politique monétaire accommodante toujours en place outre-frontière et outre-Atlantique. Mais cela ne s'est pas produit, et la Banque semble s'accommoder des attentes du marché d'une hausse dès 2022. En conséquence, nous avons devancé notre prévision d'une première hausse des taux d'intérêt de la BdC à octobre 2022 (auparavant janvier 2023).

Les indications prospectives actuelles de la Banque permettraient un relèvement des taux dès janvier prochain, mais il y a tout lieu de croire que la BdC ne voudra pas intervenir trop en avance sur la Fed (nous prévoyons la première hausse de la Fed au T1 2023). En outre, Tiff Macklem a souligné que les indications prospectives ne sont pas un engagement à augmenter les taux au deuxième semestre de 2022. Elles sont simplement la promesse qu'il n'augmentera pas les taux avant le deuxième semestre 2022. La distinction est subtile, mais elle est importante, car elle impliaue au'une attente iusau'en 2023 n'est théoriquement pas écartée. Cependant, il vaut la peine de souligner que la Banque est régie par un mandat de politique moins souple. (À titre de rappel, ce mandat doit être renouvelé plus tard cette année, mais nous n'anticipons par de modification du cadre de la politique). Si nous avons raison de penser que l'inflation n'est pas aussi passagère que beaucoup de banquiers centraux le prétendent, la BdC pourrait simplement ne pas avoir assez de latitude pour permettre au taux de financement à un jour de se maintenir à sa valeur plancher jusqu'en 2023. La Banque a indiqué qu'elle s'en remettra à des mesures plus larges des ressources inutilisées, y compris les marchés du travail, mais même sur ce plan, nous ne sommes au'à 2.5% du niveau d'avant la COVID alors que l'économie est encore en grande partie arrêtée. Tout au plus considérerions-nous maintenant une hausse des taux comme plus probable en juillet 2022 au'en 2023.

Malgré le confinement, moins de marge sur le marché du travail canadien Emploi Canada/États-Unis par rapport aux niveaux de février 2020

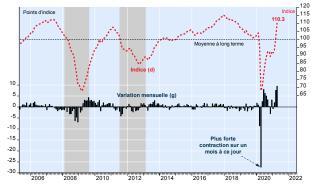


FRN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada RLS)

BCE: La tentative avortée des faucons

La plus récente vaque d'infections de COVID-19 a laissé sa marque sur l'économie de la zone euro : le PIB réel s'est contracté de 2.5% en chiffres annualisés au premier trimestre de l'année. Faisant suite à un autre chiffre négatif au T4 (-2.7% annualisé), ce résultat a marqué l'entrée de la zone de la monnaie unique dans une double récession. Mais une embellie se dessine. Maintenant que la campagne de vaccination est bien engagée, nous nous attendons à ce que les mesures sanitaires soient assouplies au T2, ce aui devrait permettre une reprise de la croissance économique. Les indicateurs avancés donnent déjà des signes de vigueur. L'Indicateur de sentiment économique d'Eurostat, qui suit les niveaux de confiance dans cina secteurs (fabrication, services, consommation, construction et commerce de détail), s'est nettement amélioré en avril, atteignant un sommet inégalé depuis 32 mois à 110.3.

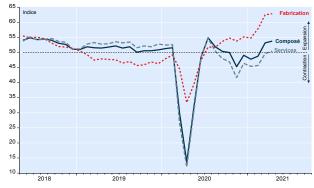
Zone euro : En avril, la confiance a dépassé le niveau d'avant la pandémie Indicateur du climat économique de la Commission européenne, dernière observation avril 2021



FBN Économie et Stratégie (source : Commission européenne, par Refinitiv

Le rapport PMI de Markit pour le même mois était aussi plutôt optimiste. L'indice composé a signalé une deuxième amélioration de suite du climat des affaires, les usines ayant enregistré l'expansion la plus rapide à ce jour. Les secteurs de services ont continué de souffrir des mesures de distanciation sociale, mais ont néanmoins laissé entrevoir une croissance modeste. Face à l'avenir, les sociétés du secteur privé de la zone euro font montre d'un degré élevé d'optimisme. En fait, les prévisions de production future étaient en avril au plus haut à ce jour depuis que les données comparables sont devenues disponibles au milieu de 2012.

Zone euro : Le secteur privé en expansion un deuxième mois de suite



FBN Économie et Stratégie (source : Markit, par Refinitiv)

C'est dans ce contexte plus favorable que certains membres de la BCE, tenants d'une ligne plus rigoriste, ont exprimé leur malaise devant le degré de détente que pratique la banque centrale en ce moment. Au début d'avril, Jens Weidmann, le patron de la banque centrale d'Allemagne et membre du Conseil des gouverneurs de la BCE, a dit à des journalistes que la politique monétaire d'urgence mise en place pour limiter les effets de la pandémie – notamment le programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) – « ne doit pas pouvoir persister indéfiniment ». Ces mesures « doivent rester étroitement liées à la crise et prendre fin une fois que la pandémie sera terminée », a-t-il ajouté. Quelques jours plus tard, Klaas Knot, qui diriae la banque centrale des Pays-Bas, a dit aue, si l'inflation et la croissance rebondissaient comme prévu au deuxième semestre de l'année, on pourrait commencer à retirer graduellement le PEPP « à partir du troisième trimestre ».

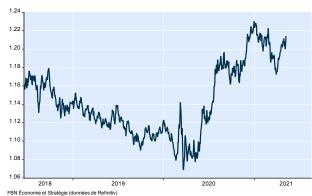
Certains se sont demandé si la BCE commencerait effectivement à réduire la voilure avant la Fed. Si quelques analystes ont voulu croire brièvement à cette option, Christine Lagarde n'a pas tardé à en étouffer l'idée. Après la réunion de politique monétaire de la banque centrale le 22 avril, la présidente de la BCE a jugé qu'il serait « prématuré » à ce stade-ci de discuter de l'arrêt progressif des achats d'obligations par la BCE. « Il nous reste beaucoup de chemin à parcourir avant que l'économie puisse voler de ses propres ailes... il faudra d'abord sortir de la pandémie et prendre pied sur un terrain plus ferme », a-t-elle dit en substance. Le PEPP a été laissé intouché, la banque centrale confirmant que les achats effectués dans le cadre du programme continueront à un rythme élevé au T2.

Cette semaine, Olli Rehn, le gouverneur de la banque de Finlande, est même allé un peu plus loin, affirmant que la BCE devrait imiter la Fed et laisser l'inflation filer au-delà de sa cible pour compenser les périodes où l'objectif n'a pas été atteint et assurer une reprise solide de l'emploi. « L'économie peut supporter des niveaux moins élevés de chômage... sans que l'inflation s'emballe, a-t-il dit à des journalistes. C'est pourquoi, en plus de la stabilité des prix, une concentration sur le plein-emploi ou l'emploi maximum se justifie dans le contexte actuel de taux d'intérêt naturels plus bas. » Pour le moment, le plein-emploi ne fait pas partie du mandat officiel de la BCE, mais cela

pourrait changer cet automne quand la banque centrale présentera les résultats de la première révision de sa politique en 18 ans.

D'ici là, la BCE semble préférer pécher par excès de prudence. On se souviendra que, dans ses dernières prévisions, elle voyait l'inflation atteindre à peine 1.4% en 2023. Le taux de chômage, pour sa part, devait descendre à 7.6%, encore un demi-point de pourcentage au-dessus du plancher de mars 2020 (7.1%). Pour ces raisons, et à moins de surprises positives majeures, nous ne pensons pas que la BCE interviendra plus vite que la Fed au cours des prochains mois, particulièrement si l'euro continue de s'apprécier, ce qui pourrait exercer encore plus de pression à la baisse sur l'inflation.

Zone euro : L'appréciation de l'euro plaide pour un maintien de la détente EUR/USD



Chine: Cryptoresserrement?

Étant bien placée pour profiter de la forte demande internationale de marchandises, l'économie chinoise s'est fortement rétablie depuis le choc initial de la COVID-19. En fait, la Chine est la seule grande économie qui a pris de l'expansion en 2020. Un autre bon chiffre de croissance est attendu cette année.

À mesure que la confiance dans un rebond durable augmente, la Chine retire progressivement les mesures de détente, mais pas de manière traditionnelle. Bien que la banque centrale ait maintenu ses taux de référence sans changement pour un douzième mois de suite en avril, il ne fait aucun doute que les autorités resserrent maintenant la vis du crédit. Les banques

d'État ont reçu l'ordre de limiter leurs activités de prêt, particulièrement dans le secteur immobilier. Aussi l'impulsion donnée par le crédit a-t-elle faibli.

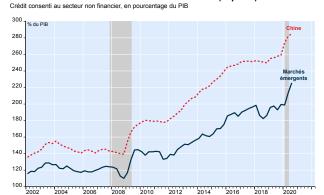
Chine: Les autorités se reconcentrent sur le crédit (1ère partie)



Le ton a aussi changé. En mars, Guo Shuqing, un des hauts responsables de la réglementation bancaire, a mis en garde contre une bulle possible sur le marché immobilier. La Banque populaire de Chine a aussi soulevé des préoccupations au sujet de l'abondance de liquidités et de son impact sur les prix des biens.

Les niveaux d'endettement en Chine sont effectivement élevés. La Banque des règlements internationaux (BRI) estime le total du crédit consenti au secteur non financier à environ 285% du PIB, soit beaucoup plus que la moyenne des marchés émergents. Néanmoins, beaucoup ont été surpris par le changement d'attitude des autorités chinoises qui ont pris un ton plus ferme si tôt dans le processus de reprise.

Chine : Les autorités se reconcentrent sur le crédit (2e partie)



FBN Économie et Stratégie (données de la BRI)

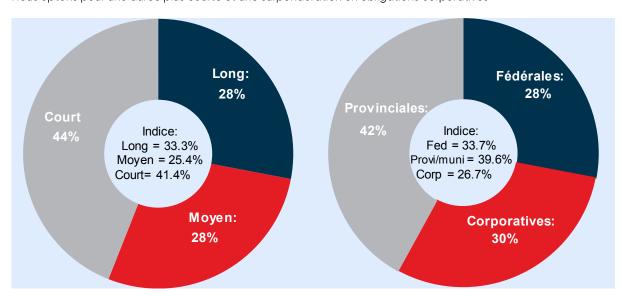
Pour limiter l'effet d'un resserrement de la politique monétaire sur l'ensemble de l'économie, les autorités chinoises continueront sans doute de suivre une approche définie par secteurs spécifiques. Les taux de référence, pendant ce temps, pourraient rester ancrés à leur niveau actuel pendant le reste de l'année. Mais ne vous y trompez pas, l'objectif a changé en Chine, passant du souci d'assurer une reprise forte à celui d'éviter une surchauffe de certains secteurs.

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

Fermeture:	10-Mai-21	8-Feb-21	9-Nov-20	10-Aout-20	11-Mai-20
Taux d'intérêt					
3 mois	0.11	0.073	0.093	0.161	0.255
2 ans	0.294	0.199	0.28	0.27	0.283
5 ans	0.886	0.499	0.476	0.331	0.388
10 ans	1.516	1.012	0.749	0.494	0.59
30 ans	2.123	1.588	1.32	0.978	1.192
Écarts de crédit					
3 mois - 2 ans	18.4	12.6	18.7	10.9	2.8
2 - 5 ans	59.2	30	19.6	6.1	10.5
5 - 10 ans	63	51.3	27.3	16.3	20.2
10 - 30 ans	60.7	57.6	57.1	48.4	60.2
<u>Devises</u>					
CAD/USD	1.2102	1.2739	1.3007	1.3351	1.4007
EUR/CAD	0.6811	0.6514	0.6508	0.6382	0.6605

Allocation obligataire recommandée

Nous optons pour une durée plus courte et une surpondération en obligations corporatives







Stéfane Marion Économiste et stratège en chef 514 879-3781



Matthieu Arseneau Chef économiste adjoint 514 879-2252

Monde: Les bénéfices bondissent

Malgré les inquiétudes soulevées par les variants de la COVID dans certains pays émergents, les marchés boursiers mondiaux ont grimpé pour établir un nouveau record au début de mai. L'indice MSCI Monde (tous pays) est déjà en hausse de 4.2% au T2 et de 10.2% depuis le début de 2021, entraîné en particulier par de solides progressions en Amérique du Nord et en Europe (tableau).

Indice MSCI composé : Évolution des cours

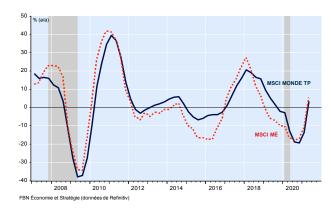
		Depuis le début	
	du mois	du trimestre	de l'année
MSCI Monde (TP)	0.9	4.5	10.2
MSCI Monde	1.1	5.0	11.1
MSCI États-Unis	0.8	6.2	11.6
MSCI Canada	1.9	4.0	11.8
MSCI Europe	1.7	3.7	10.9
MSCI Pacifique sans le Japon	0.9	4.1	9.1
MSCI Japon	1.7	-1.0	6.8
MSCI MÉ	-0.4	1.1	4.8
MSCI MÉ EMOA	1.5	2.5	11.3
MSCI MÉ Amérique latine	2.8	3.1	2.8
MSCI MÉ Asie	-0.9	0.7	4.0

7/5/2021

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

La tendance à la hausse des marchés boursiers reste soutenue par une forte croissance des bénéfices. Au moment de rédiger ces notes, le BPA des douze derniers mois de l'indice MSCI Monde TP est en hausse de 3% au T2 en glissement annuel, ce qui est le premier chiffre positif depuis que la pandémie s'est déclarée. Il est intéressant de voir que les marchés émergents affichent une croissance légèrement supérieure, de 5% (graphique).

Monde : Les bénéfices augmentent de nouveau Bénéfices des douze derniers mois des indices MSCI Monde TP et MSCI MÉ – BPA trimestriel



La reprise de la croissance des bénéfices s'est produite beaucoup plus vite qu'on le prévoyait. Sur les 2642 sociétés faisant partie de l'indice MSCI Monde TP qui ont révisé leurs bénéfices pour l'année à venir, plus de 60% les ont révisés à la hausse. C'est une des meilleures diffusions relevées à ce jour et bien plus que la moyenne historique de 43% (graphique).

Monde : Les révisions à la hausse des bénéfices sont généralisées La proportion de sociétés de l'indice MSCI Monde TP avec des révisions des bénéfice en hausse

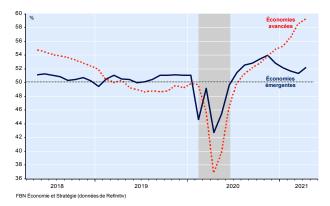


Prospectivement, les révisions de bénéfices restent constructives. D'une part, les derniers chiffres sur la production manufacturière mondiale indiquent une activité en expansion à la fois dans les économies avancées et dans les économies émergentes (graphique).

¹ Voir le commentaire de notre groupe sur le budget *ici*..

Monde : Une expansion généralisée

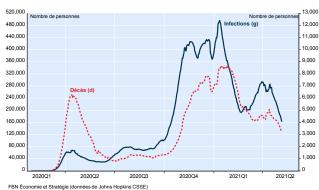
Indice PMI Markit des économies émergentes et avancées



D'autre part, les économies développées dans lesquelles les campagnes de vaccination contre la COVID progressent révèlent une diminution considérable à la fois des nouveaux cas et des décès (graphique).

Pays développés : Infections de COVID-19 et décès

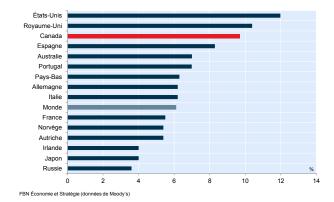
Nouveaux cas et nouveaux décès en Europe et en Amérique du Nord, moyenne mobile 7 jours (6 mai 2021)



Cette évolution de la situation a conduit à une importante augmentation de la confiance des consommateurs du monde entier. Le Conference Board, qui compile les informations de plus de 32,000 consommateurs des économies avancées et émergentes, a récemment révélé que son indice a atteint de nouveaux sommets records. Comme l'expliquent nos collèques dans le mensuel économique

de mai, la grande confiance des consommateurs doublée d'un important degré d'épargne excédentaire accumulée dans les économies avancées depuis le début de la pandémie – estimée à un peu plus de 6% du PIB à l'échelle mondiale (graphique) – pourrait alimenter une reprise économique beaucoup plus rapide dans les mois à venir.

Monde : Les consommateurs en bonne posture pour profiter de la relance Éparone excédentaire accumulée depuis le début de la crise. % du PIB



Ainsi, même si on s'attend déjà à ce que le BPA pour l'indice MSCI Monde TP croisse de 24.8% au cours des 12 prochains mois (graphique), il est encore possible que ces attentes soient une nouvelle fois révisées à la hausse. Beaucoup dépendra bien entendu de l'évolution future de la pandémie et de la propension des consommateurs à puiser dans leur épargne.

Indice MSCI composé : Évolution du BPA

	2020	2021	2022	2023	Dans 12 mois
MSCI Monde TP	-12.1	34.8	12.0	10.1	24.8
MSCI Monde	-13.5	33.4	11.6	9.9	23.8
MSCI États-Unis	-8.8	31.4	11.5	10.5	22.5
MSCI Canada	-25.5	46.9	8.8	7.2	28.8
MSCI Europe	-26.3	38.4	12.3	9.2	27.5
MSCI Pacifique s. Japon	-26.5	40.4	7.0	4.3	19.5
MSCI Japon	-28.5	11.8	25.4	13.4	23.1
MSCI MÉ	-4.4	42.0	14.1	11.4	30.0
MSCI MÉ EMOA	-25.2	58.5	12.4	6.7	34.6
MSCI MÉ Amérique latine	-35.3	130.4	1.8	3.7	61.5
MSCI MÉ Asie	5.1	32.0	16.1	13.4	25.8

7/5/2021

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Bien qu'une croissance plus forte soit bonne pour les profits, à un certain point, une trop bonne performance peut être contre-productive et miner les marchés boursiers, particulièrement si elle engendre une hausse des taux d'intérêt à un moment où les valorisations ne sont pas bon marché. Les ratios C/B prévisionnels dépassent largement la moyenne de la dernière décennie, particulièrement aux États-Unis et en Europe.

Indice MSCI composé : Paramètres de valorisation (C/B)

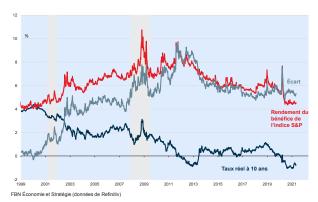
	7/5/2021	ll y a 1 an	Moyenne de 10 ans	Moyenne de 5 ans
MSCI Monde TP	19.4	17.2	14.7	16.2
MSCI Monde	20.4	18.1	15.3	16.8
MSCI États-Unis	22.6	20.3	16.5	18.3
MSCI Canada	16.1	15.8	14.5	15.1
MSCI Europe	17.1	15.4	13.7	14.8
MSCI Pacifique s. Japon	18.0	15.6	14.7	15.7
MSCI Japon	16.8	13.6	13.8	14.2
MSCI MÉ	14.6	12.2	11.5	12.5
MSCI MÉ EMOA	10.9	9.6	9.3	10.0
MSCI MÉ Amérique latine	11.9	12.1	12.5	13.0
MSCI MÉ Asie	15.9	12.8	11.9	13.0

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Au moment de rédiger ces notes, nous constatons que la prime de risque des actions pour l'indice S&P 500 (la différence entre le rendement du bénéfice et les taux d'intérêt réels) reste relativement intéressante. Étant donné la timidité de l'augmentation de l'emploi salarié en avril, nos collègues expliquent dans la dernière édition du *Mensuel obligataire* qu'ils gardent confiance dans leur prévision d'un rendement nominal des obligations du Trésor de 10 ans qui ne dépassera pas 2% cette année. Pour le moment, le FOMC n'a aucun intérêt à signaler quelque réduction de l'assouplissement quantitatif que ce soit prochainement. Cela implique des taux d'intérêt réels négatifs sur un horizon prévisible.

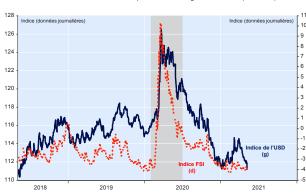
États-Unis : Perspective de la valorisation

Rendement du bénéfice de l'indice S&P 500 et rendement réel des obligations du Trésor de 10 ans



Et comme il a été mentionné dans cette publication le mois dernier, les taux d'intérêt réels négatifs sont plus susceptibles de susciter un contexte de faibles tensions financières et de dépréciation de l'USD. Cela devrait protéger contre une débâcle des économies émergentes d'importance critique (60% du PIB mondial), aider à soutenir les prix des matières premières et aider à justifier les ratios C/B qui sont plus élevés que leur moyenne historique.

Monde: Tensions financières et USD au plus bas depuis la pandémie Indice OFR Financial Stress et indice de l'USD pondéré des échanges commerciaux (26 devises)



FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv et https://www.financialre

S&P/TSX: Énorme révision des bénéfices

L'indice S&P/TSX connaît de nouveau un bon trimestre. L'indice de référence canadien est en hausse de 4.1%.

ce qui est un chiffre solide, depuis le début du T2 (et de 11.7% depuis le début de l'année) grâce à une très bonne performance des secteurs des matériaux (+14.5%), de l'énergie (+7.3%), de l'immobilier (+6.3%) et de la consommation discrétionnaire (+6.1%) - tableau.

Indice composé S&P TSX : Évolution des cours

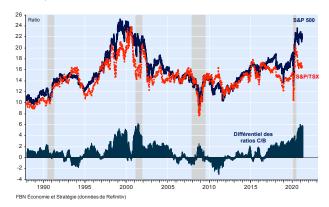
		Depuis le début	
	du mois	du trimestre	de l'année
S&P TSX	1.9	4.1	11.7
MATÉRIAUX	8.5	14.5	6.2
ÉNERGIE	4.8	7.3	27.5
INDUSTRIE	2.1	0.2	6.5
IMMOBILIER	2.0	6.3	15.8
BANQUES	2.0	4.3	18.3
TÉLÉCOMMUNICATIONS	2.0	5.0	11.1
SERVICES FINANCIERS	1.4	3.9	17.1
CONSOM. DE BASE	1.3	1.3	3.5
CONSOM. DISCRÉTIONNAIRE	0.9	6.1	18.7
SERVICES PUBLICS	-1.4	-2.0	0.3
TI	-5.0	-1.4	-2.4
SANTÉ	-9.3	-17.7	13.4

7/5/2021

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv

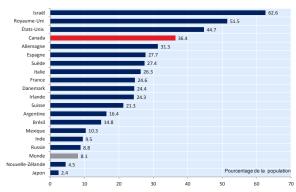
Même avec la plus récente augmentation, l'indice S&P/ TSX continue de se négocier à 16.6 fois le bénéfice prévisionnel. Cela représente sensiblement le même ratio qu'avant la pandémie et, comme il a été expliqué le mois dernier, une importante décote par rapport à l'indice S&P 500. À l'avenir, nous restons optimistes pour les bénéfices canadiens et continuons de nous attendre à une réduction de l'écart des rations C/B avec l'indice S&P 500

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



Bien que la campagne de vaccination canadienne soit en retard sur celle des États-Unis et que la pandémie ait forcé de grandes provinces à restreindre les activités dans un certain nombre de secteurs pendant tout le mois de mai, il est important de garder à l'esprit que le pays progresse rapidement pour améliorer les inoculations contre la COVID (graphiques). Qui plus est, un budget fédéral stimulant a dévoilé un ensemble de nouvelles mesures portant les interventions par la politique budgétaire à plus de \$100 milliards sur trois ans. Rien que pour 2021, ces mesures sont estimées à environ 4.5% du PIB. Cela devrait aider à maintenir une économie intérieure forte jusqu'à la fin de l'année.

Monde: Perspective sur les campagnes de vaccination Proportion de la population ayant reçu au moins une dose d'un vaccin contre la COVID-19 (6 mai 2021)



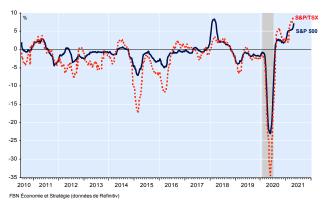
La résilience attendue de l'économie intérieure doublée d'une forte croissance dans le reste du monde aui fait monter les prix des matières premières (graphique) s'est soldée par d'importantes révisions à la hausse des bénéfices de l'indice S&P/TSX.

Canada: Un nouveau record pour les produits de base hormis l'énergie Prix des matières premières autres que l'énergie produites au Canada



Au cours des trois derniers mois, les estimations sur un an du bénéfice par action (BPA) de l'indice S&P/TSX ont été révisées à la hausse de près de 9%, soit la meilleure performance depuis plus d'une décennie (graphique).

Canada: Meilleures révisions des bénéfices depuis plus d'une décennie Variation sur 3 mois des estimations du BPA prévisionnel sur 12 mois



Tout cela nous laisse optimistes pour les perspectives de l'indice S&P/TSX, particulièrement pour les secteurs plus cycliques. En fait, nous trouvons que le consensus des analystes est très prudent avec des prévisions de baisse des prix des matières premières clés au cours des six prochains mois, allant de 2% pour le gaz naturel à 18% pour le cuivre - tableau.

Hypothèses des analystes 10417 65 Prix actuel 1841 2.95 Hypothèses des analystes 1768 62 T+2 8550 2.90 T+4 62 2.77 Croissance (T_t/T₀) T+2 -17.9% -4.0% -4.5% -1.6% -7.7% Prix à terme actuels Gaz naturel Prix actuel 10417 1841 65 2.95 Prix à terme 1841 63 T+2 10388 3.19 T+4 61 Croissance (T_t/T₀) T+2 -0.3% 0.0% -2.3% 8.3%

-1.1%

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 chanae. Les marchés du travail ont aussi besoin d'une restauration considérable avant que la Réserve fédérale n'autorise les taux d'intérêt à redevenir positifs. Nous sommes prêts à élaquer notre exposition au Canada à mesure que nous nous rapprocherons de notre prévision de 1.19 CAD pour 1 USD (voir notre dernière édition de Devises).

	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							

États-Unis : Les taux d'intérêt réels devraient rester négatifs



Rotation sectorielle

-12.1%

Notre répartition sectorielle est inchangée ce mois-ci, continuant de préférer les actions de valeur à celles de croissance.

États-Unis : Les titres de valeur l'emportent sur ceux de croissance Indice S&P 500 des actions de valeur/Indice S&P 500 des actions de croissance



Rotation sectorielle fondamentale FBN - mai 2021

Nom (secteur/industrie)	Recommandation	PondérationS&P/TSX
Énergie	Équipondérer	12.9%
- Matériaux	Surpondérer	13.1%
Produits chimiques Emballage et conditionnement Métaux et minerais * Or Papier et industrie du bois	Équipondérer Surpondérer Surpondérer Surpondérer Équipondérer	1.6% 0.5% 2.8% 7.5% 0.6%
Industrie Biens d'équipement Services aux entreprises Transports	Équipondérer Surpondérer Sous-pondérer Équipondérer	11.9% 2.1% 3.2% 6.6%
Consommation discrétionnaire Automobiles et composants automobiles Biens de consommation durables et habillement Services aux consommateurs Distribution	Équipondérer Sous-pondérer Surpondérer Équipondérer Équipondérer	4.1% 1.3% 0.6% 1.0% 1.1%
Biens de consommation de base Distribution alimentaire et pharmacie Produits alimentaires, boisson et tabac	Équipondérer Équipondérer Équipondérer	3.6% 2.8% 0.8%
Santé Équipements et services de santé Produits pharmaceutiques et biotechnologie	Équipondérer Équipondérer Équipondérer	1.3% 0.1% 1.2%
Finance Banques Services financiers diversifiés Assurance	Surpondérer Surpondérer Équipondérer Surpondérer	31.4% 21.4% 4.0% 6.0%
Technologies de l'information	Sous-pondérer	9.1%
Télécommunications	Équipondérer	4.9%
Services aux collectivités Immobilier	Sous-pondérer Sous-pondérer	4.6% 3.2%

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

Prévisions FBN Canada										
		Actuel	Cible							
Niveau de l'	indice	2021-05-07	T4-2021 (est.)							
S&P/TSX		19 473	20 000							
Hypothèses	:		T4-2021 (est.)							
Niveau:	Bénéfices	837	1120							
	Dividendes	267	357							
Ratio C/B pa	ssé	23.3	17.9							
Obligations 1	10 ans	1.50	2.00							

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

Prévisions FBN États-Unis									
Actuel Cible Niveau de l'indice 2021-05-07 T4-2021 (est.)									
S&P 500		4 233	4 200						
Hypothèses	5		T4-2021 (est.)						
Niveau:	Bénéfices	153	180						
	Dividendes	114	134						
Ratio C/B pa	assé	27.6	23.3						
Obligations	10 ans	1.58	2.00						

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

	En me	En monnaie locale (Indices MSCI en \$ US) En dollars canadiens								
	Clôture 07/05/2021		Cumulatif 2021	∆ 1 an	∆ 3 ans	Cumulatif 2021	∆ 1 an	∆ 3 ans	Corrélation * avec S&P 500	
Amérique du Nord - Indice MSCI	4 286	0.9%	11.9%	48.6%	58.8%	6.7%	28.7%	50.0%	1.00	
États-Unis - S&P 500	4 233	1.2%	12.7%	46.9%	58.4%	7.5%	27.3%	49.7%	1.00	
Canada - S&P TSX	19 473	1.9%	11.7%	31.3%	23.2%	11.7%	31.3%	23.2%	0.86	
Europe - Indice MSCI	2 036	2.6%	10.6%	46.9%	14.2%	5.5%	27.3%	7.9%	0.77	
Royaume-Uni - FTSE 100	7 130	2.3%	10.4%	20.1%	-5.8%	7.7%	18.4%	-8.3%	-0.26	
Allemagne - DAX 30	15 400	1.7%	12.3%	43.1%	18.9%	6.3%	39.7%	14.5%	0.89	
France - CAC 40	6 386	1.9%	15.0%	41.9%	15.4%	8.9%	38.5%	11.2%	0.57	
Suisse - SMI	11 174	1.4%	4.4%	16.2%	24.5%	-2.5%	9.0%	30.7%	0.86	
Italie - Milan Comit 30	259	0.0%	0.0%	0.0%	-3.2%	-5.3%	-2.4%	-6.7%	0.67	
Pays-Bas - Amsterdam	718	1.5%	15.0%	39.2%	28.8%	8.9%	35.9%	24.0%	0.89	
Zone Pacifique - Indice MSCI	3 233	2.2%	4.3%	38.4%	13.6%	-0.5%	20.0%	7.4%	0.83	
Japon - Nikkei 225	29 358	1.9%	7.0%	49.2%	30.7%	-3.0%	26.9%	24.3%	0.92	
Australie - All ordinaries	7 325	0.5%	6.9%	34.4%	18.6%	3.7%	41.6%	16.9%	0.69	
Hong Kong - Hang Seng	28 611	-0.4%	5.1%	19.3%	-4.6%	0.1%	3.2%	-8.9%	0.12	
MSCI - Monde	2 979	1.4%	10.8%	47.1%	42.1%	5.7%	27.4%	34.3%	0.99	
MSCI - Monde ex. ÉU.	2 335	2.5%	9.1%	44.3%	15.3%	4.0%	25.1%	8.9%	0.80	
MSCI - EAEO	2 324	2.5%	8.2%	43.7%	14.1%	3.3%	24.5%	7.8%	0.80	
MSCI - Marchés émergents (indice libre)	1 349	0.1%	4.4%	50.4%	18.3%	-0.4%	30.3%	11.8%	0.88	

^{*} Corrélation des rendements mensuels sur 3 ans

Bénéfices sectoriels du S&P 500 - Consensus* 2021-05-07

	Pond.	niveau	Varia	ation	Crois	ssance - B	PA		C/B		Croissance	Ratio PEG	Indice de
	S&P 500		3-m ∆	12-m ∆	2021	2022	à 12	2021	2022	à 12	prévue		révision**
							mois			mois	sur 5 ans		
S&P 500	100	265	12.06	30.42	33.40	12.64	23.94	23.05	20.47	21.98	17.36	0.92	7.03
Énergie	2.88	404.65	26.02	43.25	0.00	33.20	353.09	21.01	15.77	18.92	8.35	0.05	41.44
Matériaux	2.82	551.57	19.37	70.99	52.16	3.49	31.15	19.82	19.15	19.52	12.39	0.63	16.67
Industrie	8.91	890.44	18.40	71.18	76.90	37.47	57.90	28.63	20.82	25.38	13.11	0.44	3.08
Consommation discrétionnaire	12.37	1419.11	2.39	51.53	55.85	36.64	47.22	39.86	29.17	35.57	35.97	0.75	1.80
Consommation de base	5.98	724.97	7.26	24.48	6.38	8.20	7.15	21.33	19.71	20.53	8.64	2.87	0.44
Santé	12.91	1444.60	7.19	25.48	15.18	6.57	11.86	17.02	15.97	16.68	10.08	1.41	1.24
Finance	11.79	627.29	22.35	73.44	43.47	0.53	25.49	14.03	13.95	14.00	13.90	0.55	13.71
Technologie de l'information	26.23	2440.35	2.54	48.58	26.76	11.26	16.15	27.87	25.04	26.28	16.57	1.63	6.60
Services de télécommunications	11.05	257.83	9.98	50.31	20.13	15.03	19.07	23.71	20.61	22.41	22.11	1.18	10.40
Services publics	2.58	335.20	3.73	19.93	4.58	6.53	5.25	19.72	18.51	19.30	5.72	3.68	-0.37
Immobilier	2.48	264.70	12.06	30.42	-5.77	13.80	0.50	57.14	50.21	54.63	31.85	109.25	6.31

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

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





Dennis Mark, CFA Analyste 416 869-7427

Points saillants

Le marché actuel est caractérisé par la rotation, la contraction des volumes et la vigueur sélective. La sélection des actions est plus importante que jamais puisqu'il ne reste pas beaucoup d'occasions à exploiter. Les actions jouissant d'une dynamique haussière sont très fortement valorisées et vulnérables à une forte correction alors que celles qui sont à la traîne ne sont portées par aucun élan et offrent un potentiel de hausse limité. Les idées d'actions suivantes présentent des tendances haussières en émergence et offrent des profils risque-rendement avantageux.

CAE Inc. (CAE)

La courbe du graphique de CAE s'est affranchie d'une base de 15 ans en 2015 à \$15.50 et a entamé un important cycle haussier à long terme. Une tentative de franchissement du plafond a été couronnée de succès en 2020. Une autre percée importante à la hausse à \$28.00 a confirmé la tendance haussière en place. Deux mois de consolidation ont établi une résistance à court terme autour de \$39,00 dans son ascension. On peut s'attendre à une nouvelle percée à la hausse et à une reprise du mouvement ascendant qui tentera de dépasser le point culminant antérieur près de \$42.00 et visera les \$45.00. Un bon soutien autour de \$35 laisse entrevoir un profil risque-rendement favorable pour les investisseurs haussiers.



Medical Facilities Corp. (DR)

La courbe du graphique de DR est sur le point de concrétiser un retournement de situation après son cycle baissier depuis la fin de 2016, qui a fait plonger le titre de près de son point culminant de \$23.00 à moins de \$3.00. La remontée après une base d'un an à \$5.00 a marqué un renversement de tendance quand le titre a commencé à se négocier à plus de ses deux moyennes mobiles. Une résistance importante de la courbe à \$7.55 et à \$8.00 est remise en question avec toute percée qui met un terme à une base de deux ans. La montée au-dessus de \$8.00 confirmera à nouveau une tendance haussière et établira une cible à \$12.00 ou \$13.00. L'offre étant limitée au-dessus de \$8.00, il est très probable que nous atteignons notre cible. Un soutien bien établi à \$6.50 offre un bon profil risque-rendement.



Société Financière Manuvie (MFC)

Le graphique de MFC aux États-Unis est très instructif puisqu'il fait ressortir la base dans laquelle a stagné MFC au cours des 12 dernières années. Une percée au-delà de US\$20.60 arrache la courbe à cette longue base et ouvre le potentiel d'un nouveau défi et d'une percée au-dessus de son dernier seuil de résistance important à US\$22.20. Le dépassement de ce dernier obstacle sera important puisque le graphique n'offre que peu de résistance près de US\$25.00 puis aucune jusqu'à environ US\$30.00. L'action tente de dépasser ce niveau important avec un bon volume et un élan qui accroît les probabilités d'une percée à la hausse.



Source: Refinitiv

Mullen Group Ltd. (MTL)

Un marché baissier de six ans de MTL a pris fin et une phase de reprise est en cours. L'action est en baisse de près de 90% depuis son sommet de 2006 à \$37.75 laissant entrevoir beaucoup de potentiel de hausse. Une percée au-dessus de \$10.30 a mis fin à une base de 20 mois et a rendu la tendance positive. L'augmentation du volume au cours des derniers mois indique que les investisseurs reconnaissent l'amorce d'une nouvelle tendance haussière. Prochain objectif: \$17.00.



Analyse technique

SNC-Lavalin Group Inc. (SNC)

La courbe du graphique SNC a passé les deux dernières années au banc des pénalités après une importante chute. De premiers points positifs commencent à apparaître donnant à penser qu'une reprise prolongée est peut-être amorcée. Une tentative de crever le plancher à la fin de 2020 a été couronnée de succès, puis la courbe est repartie vers le haut. Une percée \$25.60 en février a mis fin à une base d'une année, ajoutant un développement technique positif au tableau. Le volume s'est contracté au cours des deux dernières années alors qu'une importante formation triangulaire s'est dessinée. Une percée à la hausse à \$30.00 accompagnée d'une expansion des volumes parachève cette base et renverse la tendance à la hausse. Le premier objectif est à \$40.00, voire plus, si l'écart se comble.



Source: Refinitiv

Analyse technique

Tricon Residential Inc. (TCN)

TCN est sorti d'une base de six ans à \$12.00 pour entamer la prochaine phase de hausse. L'importante résistance à \$12.00 a été mise à l'épreuve à plusieurs reprises au cours des six dernières années, la dernière tentative en janvier ayant réussi. Un bon volume à la suite de ce nouveau test est techniquement positif. De nouveaux hauts atteints par l'action indiquent qu'il n'y a pas de résistance en vue. Objectif : \$16.00 à \$17.00.



Source: Refinitiv

Analyse sectorielle



Dans cette section, les tableaux et graphiques sont basés sur les informations disponibles au **29 avril 2021**.

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

Liste de sélections FBN

Secteur	Titre	Symbole	Prix	Cours Cible	Rend. Div.	Rend. Est.	Industrie
inergie							
	Cenovus Energy Inc.	CVE	\$9.75	\$14.50	0.73%	49.44%	Pétrole, gaz et combustibles
	Enerflex Ltd.	EFX	\$8.18	\$10.50	0.98%	29.34%	Équipements et services pour l'énergie
	Parex Resources Inc.	PXT	\$23.38	\$34.00	0.00%	45.42%	Pétrole, gaz et combustibles
	Secure Energy Services Inc.	SES	\$4.16	\$5.50	0.72%	32.93%	Équipements et services pour l'énergie
	Tourmaline Oil Corp.	TOU	\$26.67	\$37.50	2.41%	43.01%	Pétrole, gaz et combustibles
latériaux	roumanio on corp.		\$20.0.	ψοσο	2.11,0	10.0170	. ottolo, gaz ot oombactioloo
	Capstone Mining Corp.	CS	\$5.53	\$6.25	0.00%	13.02%	Métaux et minerais
	Dundee Precious Metals Inc.	DPM	\$9.03	\$12.50	1.70%	40.09%	Or
	Endeavour Mining Corp.	EDV	\$26.11	\$53.00	0.00%	102.99%	Or
	First Quantum Minerals Ltd.	FM	\$29.48	\$35.00	0.05%	18.78%	Métaux et minerais
	Kinross Gold Corp.	K	\$8.72	\$14.00	1.73%	62.27%	Or
	Newmont Corp.	NGT	\$76.47	\$101.00	3.53%	35.62%	Or
	Sandstorm Gold Ltd.	SSL	\$9.28	\$12.00	0.00%	29.31%	Or
	SSR Mining Inc.	SSRM	\$19.62	\$34.00	1.29%	74.57%	Or
dustrie	SSK Willing IIIC.	SSRIVI	\$19.02	\$34.00	1.29%	14.51%	OI .
uustrie	Ag Growth International Inc.	AGT	\$42.98	\$54.00	1.39%	27.04%	Biens d'équipement
	Ag Growth International Inc. CAE Inc.	CAE	\$42.98 \$38.82	\$54.00 \$43.00	0.00%	27.04% 10.77%	
		FTT					Biens d'équipement
	Finning International Inc.		\$32.62	\$43.00	2.56%	34.33%	Biens d'équipement
	Hardwoods Distribution Inc.	HDI	\$35.52	\$42.00	1.13%	19.37%	Biens d'équipement
	NFI Group Inc.	NFI	\$27.79	\$34.00	3.08%	25.40%	Biens d'équipement
	Stantec Inc.	STN	\$57.87	\$60.00	1.15%	4.82%	Services aux entreprises
	TFI International Inc.	TFII	\$106.93	\$115.00	1.07%	8.63%	Transport
	Toromont Industries Ltd.	TIH	\$99.10	\$107.00	1.27%	9.22%	Biens d'équipement
onsommation discrétionnaire							
	Gildan Activewear Inc.	GIL	\$42.97	\$45.00	0.00%	4.72%	Biens de consommation durables et habilleme
	Park Lawn Corp.	PLC	\$34.48	\$43.00	1.34%	26.03%	Services aux consommateurs
	Spin Master Corp.	TOY	\$41.40	\$49.00	0.00%	18.36%	Biens de consommation durables et habilleme
iens de consommation de ba	ise						
	Jamieson Wellness Inc.	JWEL	\$38.43	\$42.75	1.30%	12.54%	Produits ménagers et personnels
Santé							
	Knight Therapeutics Inc.	GUD	\$5.39	\$7.75	0.00%	43.78%	Produits pharmaceutiques et biotechnologie
	Sienna Senior Living Inc.	SIA	\$14.67	\$16.00	6.39%	15.45%	Équipements et services de santé
inance	·						
	Alaris Equity Partners Income Trust	AD.un	\$16.88	\$21.00	7.29%	31.75%	Services financiers diversifiés
	Bank of Montreal	BMO	\$117.25	\$121.00	3.65%	6.81%	Banques
	Element Fleet Management Corp.	EFN	\$14.99	\$19.00	1.73%	28.49%	Services financiers diversifiés
	iA Financial Corporation Inc.	IAG	\$69.91	\$76.00	2.80%	11.49%	Assurances
	Royal Bank of Canada	RY	\$118.11	\$123.00	3.68%	7.80%	Banques
	Trisura Group Ltd.	TSU	\$130.25	\$177.00	0.00%	35.89%	Assurances
echnologies de l'information		100	ψ100.20	ψ177.00	0.0070	00.0070	710001011000
comologies de i information	Farmers Edge Inc.	FDGE	\$18.00	\$25.00	0.00%	38.89%	Logiciels et services
	Kinaxis Inc.	KXS	\$158.71	\$225.00	0.00%	41.77%	Logiciels et services
	Real Matters Inc.	REAL	\$17.01	\$35.00	0.00%	105.76%	Logiciels et services
ommunications	real watters inc.	NEAL	\$17.01	\$33.00	0.00 /8	105.7070	Logicieis et sei vices
Ommunications	Corus Entertainment Inc.	CJR.b	\$5.90	\$8.00	4.08%	39.66%	Média
	Shaw Communications Inc.	SJR.b	\$5.90 \$35.61	\$8.00 \$40.50	4.08% 3.33%	17.06%	Services de Télécommunication
	Shaw Communications mc.	SJR.D	\$35.0 I	\$40.50	3.33%	17.00%	Services de Telecommunication
ervices aux collectivités	Alta Cap I td	A1 A	¢22.20	625.00	4.250/	16 170/	Con inno aux collectivités
	AltaGas Ltd.	ALA	\$22.38	\$25.00	4.35%	16.17%	Services aux collectivités
	Boralex Inc.	BLX	\$40.71	\$50.00	1.68%	24.44%	Services aux collectivités
	Capital Power Corp.	CPX	\$38.91	\$44.00	5.23%	18.35%	Services aux collectivités
	Innergex Renewable Energy Inc.	INE	\$21.79	\$28.00	3.43%	31.80%	Services aux collectivités
	Northland Power Inc.	NPI	\$42.60	\$52.00	2.83%	24.88%	Services aux collectivités
nmobilier							
	Boardwalk REIT	BEI.un	\$36.99	\$44.00	2.73%	21.66%	Immobilier
	BSR REIT	HOM.un	\$11.10	\$13.00	4.57%	21.63%	Immobilier
	European Residential REIT	ERE.un	\$4.29	\$5.25	3.83%	26.22%	Immobilier
	Flagship Communities REIT	MHC.un	US\$16.20	US\$19.00	3.13%	20.43%	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 29 avril 2021 Source: Recherche FBN, Refinitiv

Glossaire des tableaux des analystes

TERMES GÉNÉRAUX

Symb. = Symbole du titre

Cote du titre = Recommandation des analystes

RS = Rendement supérieur RM = Rendement moven

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

ER = Recommandation en révision R = Restriction

 Δ = Changement de recommandation par rapport au mois précédent. \uparrow ou \downarrow = Révision à la hausse ou à la baisse de la recommandation.

Cours cible = Cours cible à 12 mois

∆ = Changement de cours cible par rapport au mois précédent. ↑ ou 1, = Révision à la hausse ou à la baisse du cours cible.

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

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

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.).

FTPA DILUÉ = Sont indiqués les flux de trésorerie par action après dilution du dernier exercice déclaré et notre estimation pour le prochain exercice et l'exercice suivant (Ex1 et Ex2).

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

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

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

EXPRESSIONS PARTICULIÈRES À DES SECTEURS

> PÉTROLE ET GAZ

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

FTPA après dilution = Flux de trésorerie par action après dilution

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

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

> PIPELINES. SERVICES PUBLICS ET INFRASTRUCTURES

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

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

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

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

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

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

SERVICES FINANCIERS ET SERVICES FINANCIERS DIVERSIFIÉS

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

C/VC = Cours/valeur comptable

> IMMOBILIER

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

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

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

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

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

MÉTAUX ET MINERAIS: MÉTAUX PRÉCIEUX / MÉTAUX COMMUNS

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

C/VANPA = Cours/valeur de l'actif net par action.

SITUATIONS SPÉCIALES

FTDPAD = Flux de trésorerie distribuables par action après dilution.
Flux de trésorerie (BAIIA moins les intérêts, les impôts à payer, les dépenses d'investissement en entretien et toutes charges exceptionnelles) disponibles pour versement aux porteurs d'actions ordinaires compte tenu des sources de conversion possible en actions en circulation comme les obligations convertibles et les options d'achat d'actions.

> TECHNOLOGIES PROPRES ET DÉVELOPPEMENT DURABLE

Ventes par action = Chiffre d'affaires/actions en circulation après dilution.

C/V = Cours/ventes

> TRANSPORT ET PRODUITS INDUSTRIELS

FTDPAD = Flux de trésorerie disponibles par action après dilution.

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

Banques et assurances



Gabriel Dechaine Analyste 416 869-7442

Adjoints:

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

Sélections

-) iA Société financière
- › Banque Royale du Canada
- Banaue de Montréal

Banques et compagnies d'assurance vie canadiennes

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

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

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

augmentation du cours cible de \$70 à \$76.

				Сар.	Actions		Dernier	BF	A dilué					VCPA					Cours
		Cote du		bours.	e.c.	Cours	exercice	dernier	est.	est.	C	/B	dernier	est.	est.	C/	/C	Div.	cible
	Symb.	titre	Δ	(M)	(M)	4/29	déclaré	exerc.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	trimest.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	%	12 mois ∆
Banques																			
Banque de Montréal	BMO	RS		75,564	647	117.10	10/2020	7.71	10.31	10.55	11.4	11.1	77.76	80.60	85.30	1.5	1.4	3.6%	121.00
Banque Scotia	BNS	RM		94,822	1,211	78.33	10/2020	5.36	7.08	7.31	11.1	10.7	52.30	55.09	59.17	1.4	1.3	4.6%	77.00
CIBC	CM	RS		56,629	445	127.32	10/2020	9.69	12.12	12.45	10.5	10.2	85.24	89.28	95.73	1.4	1.3	4.6%	130.00
Banque Nationale	NA	PN		29,913	337	89.15	10/2020	6.06	7.65	7.93	11.7	11.2	41.48	44.93	50.14	2.0	1.8	3.2%	PN
Banque Royale du Canada	RY	RS		166,808	1,424	117.74	10/2020	7.97	10.15	10.41	11.6	11.3	58.24	62.41	68.44	1.9	1.7	3.7%	123.00
Banque Toronto-Dominion	TD	RM		153,824	1,818	84.69	10/2020	5.35	7.01	7.18	12.1	11.8	49.44	52.55	56.86	1.6	1.5	3.7%	82.00
Banque Canadienne de l'Ouest	CWB	RM		2,943	87	33.64	10/2020	2.93	3.11	3.49	10.8	9.6	32.24	33.21	35.12	1.0	1.0	3.4%	35.00
Banque Laurentienne	LB	RM	1	1,857	43	42.84	10/2020	2.92	3.62	3.59	11.8	11.9	54.45	55.57	57.06	0.8	8.0	3.7%	40.00
Assurances																			
Great-West Lifeco	GWO	RM		32,974	928	35.66	12/2020	2.67	3.11	3.42	11.5	10.4	22.97	23.96	25.73	1.5	1.4	4.9%	33.00
Industrielle Alliance	IAG	RS		7,555	107	69.51	12/2020	4.87	7.79	8.45	8.9	8.2	55.52	59.75	65.59	1.2	1.1	2.8%	76.00
Financière Manuvie	MFC	RM		52,103	1,942	26.77	12/2020	2.22	3.03	3.33	8.8	8.0	25.00	24.27	26.27	1.1	1.0	4.2%	27.00
Financière Sun Life	SLF	RS		38,797	585	66.27	12/2020	4.14	6.09	6.58	10.9	10.1	37.96	41.12	45.27	1.6	1.5	3.3%	69.00

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

Distribution et produits de consommation



Vishal Shreedhar Analyste 416 869-7930

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

Sélection) Gildan

Metro Inc. (MRU: TSX)

Résultats du T2 2021 : Une exécution solide, comme d'habitude

Au T2 2021, le BPA ajusté s'est établi à \$0.78, alors que nous l'avions estimé à \$0.75 et que le consensus était de \$0.76; il était de \$0.72 douze mois auparavant

Nous considérons que ces résultats sont positifs, toutes les unités ayant dépassé les attentes grâce à une croissance des ventes à établissements identiques meilleure que prévu, autant pour les ventes alimentaires que dans les pharmacies. MRU a publié une croissance des VÉI de 5.5% pour les produits alimentaires, alors que nous l'avions estimée à 3.3% et qu'elle s'était établie à 9.7% il y a douze mois. La croissance des VÉI dans les pharmacies (PJC) était de -0.8%, alors que nous l'avions estimée à -1.9%; elle était de 4.2% pour les médicaments (est. FBN 0.9%) et de -0.5% pour les marchandises générales (est. FBN -6.1%). Le chiffre d'affaires total s'est établi à \$4,193 millions, alors notre pronostic était de \$4.068 millions et qu'il s'était établi à \$3,989 millions au T2 2020. Le BAIIA total était de \$396 millions, pour un consensus de \$390 millions (est. FBN \$379 millions); il avait été de \$374 millions au T2 2020 (les frais imputables à la COVID étaient d'environ \$29 millions).

Les commentaires prévisionnels concordent avec nos attentes

La direction a publié des commentaires prévisionnels largement conformes à nos attentes. Elle s'attend à ce que les activités dans les pharmacies se tiennent bien grâce à une augmentation de ventes de produits autres que les médicaments (chiffres comparatifs favorables sur 12 mois; nous anticipons également des retombées positives de la vaccination contre la COVID-19) ainsi qu'à une croissance régulière des ventes de médicaments. La direction s'attend à ce que les ventes de produits alimentaires baissent sur douze mois à court terme (car plus d'une année s'est écoulée depuis le début de la COVID-19 et son impact). Cependant, en termes absolus, les ventes de produits alimentaires devraient rester solides par rapport aux niveaux d'avant la pandémie. Nous avons apporté des révisions mineures à nos estimations pour refléter les résultats du T2 2021 et les prévisions à court terme de la direction.

Maintien de la cote Rendement moyen; cours cible de \$65

Nous valorisons MRU à 11.0 fois le BAIIA 2022/2023. Notre cours cible reflète largement le report prospectif de notre période d'évaluation.

Distribution et produits de consommation

			Сар.	Actions		Dernier	В	PA dilué				E	BAIIA						Cours
		Cote du	bours.	e.c.	Cours	exercice	(A)	est.	est.	C/E	3	(A)	est.	est.	VE/E	BAIIA	Valeur	Ratio	cible
	Symb.	titre	Δ (M)	(M)	04/29	déclaré	Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	compt.	d'endet.	12 mois Δ
Grands magasins																			
Canadian Tire	CTC.a	RS	12,035	61.4	196.15	12/2020	12.95	13.83	16.04	14.2	12.2	2,181	2,236	2,419	6.7	6.2	73.32	0.40	199.00
Dollarama	DOL	RS	18,007	312.3	57.66	02/2021	1.81	2.24	2.56	25.7	22.5	1,131	1,331	1,461	15.8	14.4	1.07	0.90	63.00
Magasins spécialisés																			
Couche Tard	ATD.b	RS	46,372	1,109.9	41.78	04/2020	1.97	2.22	2.01	15.3	16.9	4,363	4,685	4,314	9.2	10.0	10.95	0.36	47.00
Parkland Fuel Corporation	PKI	RS	6,105	153.5	39.77	12/2020	0.54	1.58	1.84	25.2	21.6	967	1,231	1,326	7.9	7.4	14.76	0.62	44.00
Habillement																			
Gildan	GIL	RS	8,525	198.4	42.97	12/2020	(0.18)	1.55	1.91	22.6	18.3	165	515	594	14.4	12.5	7.86	0.27	45.00
Roots Corporation	ROOT	RM	140	42.4	3.30	02/2021	0.35	0.52	0.64	6.4	5.1	64	72	79	4.2	3.8	3.87	0.50	5.00
Épiceries																			
Empire Company	EMP.a	RS	10,446	269.1	38.82	05/2020	2.15	2.52	2.73	15.4	14.2	1,892	2,122	2,216	7.9	7.5	15.91	0.59	44.00
Loblaw	L	RS	24,042	352.7	68.16	12/2020	4.19	4.69	5.63	14.5	12.1	5,006	5,141	5,429	7.5	7.1	31.52	0.57	76.00
Metro	MRU	RM	14,015	250.9	55.86	09/2020	3.27	3.48	3.73	16.1	15.0	1,091	1,077	1,052	15.2	15.5	24.77	0.27	64.00
Transformation des aliment	s																		
Saputo	SAP	RM	16,260	412.1	39.46	03/2020	1.62	1.64	1.93	24.0	20.4	1,468	1,514	1,684	13.2	11.9	15.7	0.37	39.00
Lassonde	LAS.a	RS	1,322	6.9	190.70	12/2020	14.11	13.39	14.12	14.2	13.5	217	208	212	7.3	7.2	114.8	0.21	186.00
Premium Brands Holdings	PBH	RS	4,950	41.4	119.56	12/2020	3.04	5.07	5.34	23.6	22.4	313	442	488	13.4	12.1	38.6	0.38	130.00
Vente au détail de matelas																			
Sleep Country Canada	ZZZ	RM	1,303	37.0	35.19	12/2020	1.95	2.03	2.26	17.4	15.6	171	176	185	9.3	8.9	9.68	0.49	37.00
Beauté et soins personnels																			<u></u>
MAV Beauty Brands	MAV	RM	231	42.4	5.45	12/2020	0.34	0.47	0.57	11.5	9.5	28	34	38	10.8	9.6	5.55	0.37	6.00
Restauration																			
MTY Food Group	MTY	RM	1,295	24.7	52.40	11/2020	3.34	(1.41)	3.03	-37.1	17.3	152	149	166	11.7	10.5	22.93	0.44	58.00
Épicerie en ligne								•											
Goodfood Market	FOOD	RS	549	66.8	8.23	08/2020	(0.07)	(80.0)	(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 Note: Lassonde et Goodfood couverts par Ryan Li.

u= dollars US

Source: Refinitiv, Rapports des sociétés, FBN

ESG et développement durable

Amber Brown, MBA Analyste 403 813-1646

Vue d'ensemble

Bien qu'autrefois considérés comme un créneau spécialisé, les actifs ESG attirent désormais l'attention des investisseurs. Le total des actifs ESG sous aestion dans le monde a atteint environ US\$36,000 milliards au début de 2020, soit environ US\$1.00 investi sur trois, 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 continuons à penser 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

Le président Joe Biden a été l'hôte du sommet sur le climat (Leaders Summit on Climate ou LSC), qui s'est tenu en ligne les 22 et 23 avril derniers, où des représentants de 40 pays se sont réunis pour renforcer les mesures visant à limiter le réchauffement de la planète à moins de 1.5 degré. Le LSC découle du fait que les États-Unis ont manqué le Sommet sur l'action climatique du 12 décembre dernier, qui marquait le cinquième anniversaire de l'Accord de Paris et représentait une étape importante sur la Route vers Glasgow (c'est-à-dire la Conférence des Nations unies sur les changements climatiques qui aura lieu en novembre 2021). Comme nous l'avions prédit dans notre commentaire intitulé What to expect at President Biden's Leaders Summit on Climate (*ici*), plusieurs pays développés ont revu à la hausse leurs ambitions de réduction des inducteurs du changement climatique,

notamment les États-Unis, le Canada, le Royaume-Uni et le Japon, tandis que les principaux pays émergents comme la Chine, l'Inde et la Russie ont maintenu leurs plans de réduction actuels.

États-Unis

Les États-Unis ont donné le coup d'envoi de la conférence en fixant un objectif de réduction des émissions de 50 à 52% d'ici 2030, tandis que le président Biden a présenté une nouvelle vision d'un pays prospère, doté d'une énergie propre et soutenu par des batteries et des véhicules électriques de pointe. Cette annonce fait suite au réengagement de M. Biden à l'égard de l'Accord de Paris le premier jour de son entrée en fonction, promettant d'atteindre l'objectif zéro émission net d'ici 2050. Rappelons que l'administration Trump s'était retirée de l'Accord de Paris et avait annulé l'objectif de réduction des émissions de 26 à 28% d'ici 2025 fixé antérieurement par l'administration Obama. Le nouvel objectif américain de réduction des émissions de 50 à 52% part d'un point de référence d'environ 7,400 Mt d'éa. CO2 en 2005 et vise à atteindre les 3,600 Mt d'ég. CO2 d'ici 2030, soit un TCAC de -6.2%. En ce qui concerne la manière dont les États-Unis atteindront leur nouvel objectif, le président Biden n'a fait état que d'initiatives de haut niveau, telles que le plafonnement de la production des puits de sables bitumineux et le nettoyage des mines de charbon abandonnées, l'auamentation du captage du carbone et des centrales vertes à l'hydrogène, la décarbonisation de l'industrie de l'acier et du ciment, tout en investissant dans les technologies carbone innovantes dans le secteur agricole.

Canada

Le premier ministre Justin Trudeau a porté l'objectif de réduction des émissions du Canada à 40-45% par rapport aux niveaux de 2005, dépassant ainsi l'engagement de 32-40% (médiane de 36%) pris en décembre 2020. Dans le passé, le Canada a largement maintenu ses émissions de GES à un niveau stable depuis 2005, passant de 694 à 752 Mt d'éq. CO2, avec une moyenne de 722 Mt d'ég. CO2 sur 15 ans. Pour que le Canada atteigne l'objectif de 425 Mt d'éq. CO2 d'ici 2030, ce qui équivaut à la médiane de l'objectif de réduction des émissions de 40 à 45% par rapport aux niveaux de 2005, le Canada devrait

ESG et développement durable

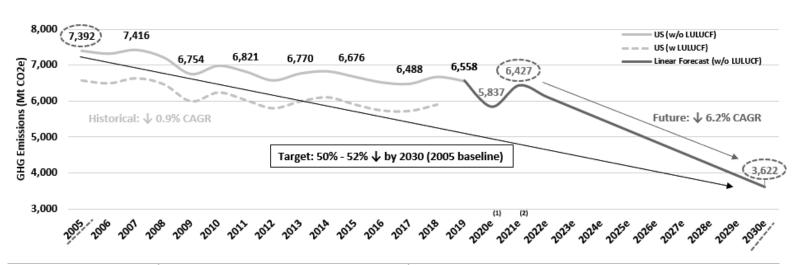
atteindre un TCAC de -5.5% au cours de la période restante, soit de 2021 à 2030. Cela dit, M. Trudeau n'a pas présenté de plan concret sur la façon dont le Canada atteindrait cet objectif; toutefois, le premier ministre a fait valoir que le Canada a déjà mis en place un prix croissant sur la pollution (c.-à-d. \$170/t d'ici 2030), ce qui devrait contribuer à réduire les émissions du Canada. M. Trudeau a également souligné à dessein, lors du LSC, que le Canada investirait dans les énergies propres, le premier ministre déclarant que la proportion du réseau d'électricité du Canada ne produisant aucune émission passerait de 80% à 100% d'ici 2030, ce qui est supérieur à l'objectif précédent de 90%.

Pays n'augmentant pas leurs engagements de réduction des émissions

Comme nous l'avions prédit, ni la Russie, ni la Chine, ni l'Inde n'ont augmenté leurs objectifs de réduction lors du LSC tenu par les États-Unis, ce qui a probablement été perçu comme une déception par la communauté mondiale étant donné que ces pays sont trois des quatre plus grands émetteurs au monde. Nous notons que le premier ministre Vladimir Poutine n'a pas augmenté l'objectif actuel de la Russie, soit une réduction de 30% d'ici 2030 (par rapport aux niveaux de 1990); cependant, il s'est engagé à élaborer davantage de lois sur les changements climatiques, en plus de promettre que la Russie mettrait en œuvre un système d'échange de crédits carbone cette année. Dans le même temps, le président Xi Jinping a réitéré l'engagement de la Chine à atteindre la neutralité carbone d'ici 2060, les émissions de GES devant atteindre leur sommet avant 2030. Dans l'ensemble, le pays prévoit de contrôler sa consommation d'électricité au charbon à court terme. de limiter l'augmentation de la production d'électricité au charbon dans le 14e plan quinquennal (2021-2025), puis de réduire progressivement la production d'électricité au charbon dans le 15e plan quinquennal

(2026-2030). Enfin, l'Inde a souligné qu'elle avait précédemment fait passer son objectif en matière d'énergies renouvelables à 450 GW d'ici 2030 (contre 350 MW auparavant) en décembre 2020. En outre, au LSC, le premier ministre a annoncé le nouveau partenariat États-Unis-Inde pour le climat et l'énergie propre à l'horizon 2030, qui sera un pilier essentiel pour atteindre l'objectif ambitieux de 450 GW d'énergies renouvelables de l'Inde. Dans l'ensemble, bien que ces trois pays n'aient pas augmenté leurs objectifs, nous soulignons que les trois dirigeants se sont engagés ieudi à œuvrer en faveur d'une coopération internationale en matière d'atténuation des changements climatiques et d'adaptation. Bien que l'avenir nous dira si la coopération se concrétise, nous soulignons que la plupart des pays ont désormais reconnu que les changements climatiques constituaient une menace existentielle, et que nous pourrions donc assister à une évolution vers le multilatéralisme et le droit international.

Tableau 1 : Objectif de réduction des émissions de GES des États-Unis

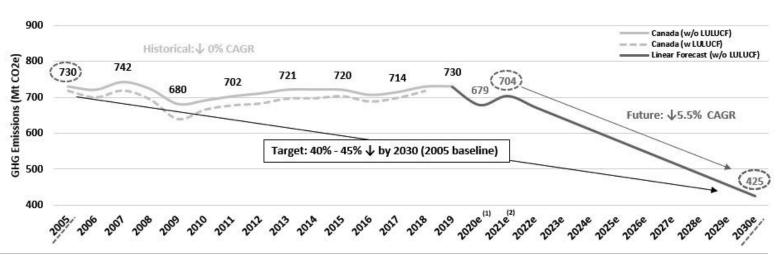


Source : Gouvernement des États-Unis, Environmental Protection Agency des États-Unis, CCNUCC, Global Carbon Project, ClimateWatch, CAIT, FBN. Note : On suppose que les prévisions linéaires d'émissions de GES pour atteindre l'objectif de réduction proviendront d'émissions sans UTCATF. (1) Suppose une diminution de 11% des émissions de GES pour 2020 par suite de la pandémie de COVID, conformément aux prévisions américaines du Global Carbon Project.

(2) Suppose une diminution de 2% des émissions de GES par rapport aux niveaux de 2019 pour 2021 en raison de la réouverture de l'économie.

ESG et développement durable

Tableau 2 : Objectif de réduction des émissions de GES du Canada



Source: Gouvernement du Canada, CCNUCC, Global Carbon Project, ClimateWatch, Climate Action tracker, CAIT, FBN.

Note : On suppose que les prévisions linéaires d'émissions de GES pour atteindre l'objectif de réduction proviendront d'émissions sans UTCATF.

(2) Suppose des émissions de GES moyennes par rapport aux niveaux de 2019 et 2020 pour 2021 en raison de la réouverture de l'économie.

⁽¹⁾ Suppose une diminution de 7% des émissions de GES pour 2020 par suite de la pandémie de COVID, conformément aux prévisions mondiales du Global Carbon Project.

Immobilier



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
-) MHC
-) HOM
-) BFI
-) CAR
- > SVI
- → KMP
- → HR → SIA
-) GRT

Les révisions reflètent l'amélioration des perspectives post-pandémie à l'approche de la publication des résultats du T1

Notre liste des 10 principaux titres a commencé l'année avec un fort penchant pour la catégorie Immeubles résidentiels, et c'est toujours le cas, mais dans une moindre mesure, et quelques titres des catégories Immeubles commerciaux. Immeubles industriels et Logements pour personnes âgées se sont ajoutés. Bien que le soutien du gouvernement ait permis aux locataires de poursuivre leurs activités tout au long de la pandémie, les confinements successifs dans des régions comme l'Ontario et le Québec entravent l'activité; par conséquent, nous continuons à craindre que la fragilité des finances et des activités des locataires puisse se répercuter sur la viabilité des locataires lorsque les programmes de subvention prendront fin. Nous rappelons aux investisseurs que les faits changent rapidement, aussi nous considérons que la visibilité des bénéfices sera inférieure à la moyenne tout au long du S1 2021 et nous privilégions pour l'instant les actifs de la catégorie Immeubles résidentiels à caractère défensif par rapport à ceux de la catégorie Immeubles commerciaux. Voici notre opinion par catégorie d'actifs :

- Immeubles de logements collectifs: Nous nous attendons à ce que les confinements à court terme pèsent sur les activités au cours du S1 2021, mais le manque d'offre de logements abordables et la reprise des moteurs de la demande commenceront à s'intensifier vers la fin de l'été et se maintiendront jusqu'en 2022, entraînant une croissance hors norme des loyers.
- Logements pour personnes âgées et établissements de soins de santé: Bien que les risques d'éclosion persistent et entravent la remontée des taux d'occupation dans les résidences pour retraités, nous pensons que la capacité bénéficiaire à long terme de ces entreprises est intacte étant donné les perspectives de la demande pour la prochaine décennie et les années suivantes. Avec le déclin des éclosions dans les établissements SLD et les résidences pour retraités à la suite des campagnes de vaccination, nous pourrions voir certaines pressions sur les dépenses liées à la pandémie s'atténuer. Nous considérons toujours qu'il s'agit

- d'une catégorie d'actifs résidentiels ayant un effet de couple légèrement hâtif sur le cycle, grâce au déploiement des vaccins.
- ▶ Immeubles industriels: Les facteurs positifs exacerbés par une pénurie d'offre, en particulier sur les marchés urbains, continueront à entraîner des écarts plus importants entre les prix du marché. Dans le même temps, le ralentissement de la trajectoire ascendante des rendements obligataires, combiné à la compression des écarts de financement, soutient les valorisations élevées.
- Immeubles de bureaux: Nous croyons en un éventuel « retour au bureau », mais reconnaissons qu'il existe des défis d'occupation à court terme qui pourraient entraîner des révisions à la baisse des perspectives de croissance, les problèmes d'offre pesant sur le potentiel de rebond à moyen terme.
- Immeubles de commerce de détail : Nous nous attendons à ce que la volatilité des bénéfices se maintienne pour l'instant, tandis que les taux de perception des lovers restent au-dessus de 90% de quelques points de pourcentage. Nous ne pensons pas que les taux de perception des loyers aient été beaucoup aidés par les confinements. La lenteur des campagnes de vaccination et la poursuite des confinements rendent également plus difficile la mise en place d'une dynamique d'exploitation cohérente, mais nous pensons que nous commençons à voir la lumière au bout du tunnel et que les immeubles de commerce de détail ayant un magasin d'alimentation comme locataire pilier, qui représentent une grande partie des locaux commerciaux parmi les détaillants cotés en bourse, sont restés une catégorie d'actifs privilégiée par les institutions tout au long de la pandémie. Nous pensons que la visibilité sur la santé des locataires ne s'améliorera pas avant le milieu de l'année et, par conséquent, nous continuons à favoriser les FPI contrôlées par des détaillants qui ont des dettes moindres et des taux de perception des lovers supérieurs.
- Situations particulières: Nos perspectives varient en fonction des stocks, mais nous aimons toujours les titres résidentiels / quasi-résidentiels qui font partie de ce groupe: SVI (entreposage en libre-service), TCN (location de maisons unifamiliales) et MHC.u (habitations préfabriquées).

Analyse sectorielle **Immobilier**

Cote du Symb. titre Détail RioCan REIT RELun RS Choice Properties REIT CHP.un RM First Capital REIT FCR.un RM SmartCentres REIT CRT.un RS Crombie REIT CRR.un RS Automotive Properties REIT AP.un RS Bureau & Diversifié AP.un RS Allied Properties REIT D.un RS Bureau & Diversifié AP.un RS Allied Properties REIT D.un RS Bureau & Diversifié AP.un RM Morthunt Commerical REIT <td< th=""><th></th><th>ack, Tal Woolley</th><th>Cap.</th><th></th><th></th><th>Distrib</th><th>utions par</th><th>part</th><th></th><th>Rend. des</th><th>distribution</th><th>ons</th><th></th><th>FPE dilué</th><th>s</th><th></th><th>C/FPE</th><th></th><th></th><th>12 m</th><th>ois</th><th>4</th></td<>		ack, Tal Woolley	Cap.			Distrib	utions par	part		Rend. des	distribution	ons		FPE dilué	s		C/FPE			12 m	ois	4
Détail RioCan REIT RELun RS Choice Properties REIT CHP. un RM First Capital REIT FCR. un RM SmartCentres REIT SRU. un RM CT REIT CRT. un RS Crombie REIT CRR. un RS Automotive Properties REIT AP. un RS Bureau & Diversifié AP. un RS Allied Properties REIT AP. un RS Bureau & Diversifié AP. un RS Allied Properties REIT AP. un RS Bureau & Diversifié AP. un RS Allied Properties REIT D. un RS Bureau & Diversifié AP. un RS Slate Office REIT D. un RM North West H.P. REIT NWH. un RM Morth West H.P. REIT NWH. un RS Artis REIT NWH. un RM BTB REIT AX. un RM Industriel GRT. un OP D	e du		bours.		Cours	(A)	(A)	est.				courant	(A)	est.	est.	(A)	(A)	est.		Cours	Rend.	
RioCan REIT	tre 🛆	Sym	(M)	Analyste	4-29	2020	2021	2022	2020A	2021E	2022E	annualisé	2020	2021	2022	2020A	2021E	2022E	VAN	Cible	total ⁽¹⁾	1
Choice Properties REIT CHP.un RM First Capital REIT FCR.un RM SmartCentres REIT SRU.un RM CT REIT CRT.un RS Crombie REIT CRR.un RS Automotive Properties REIT APR.un RS Bureau & Diversifié AP.un RS Allied Properties REIT D.un RS Bureau & Diversifié AP.un RS Allied Properties REIT D.un RS DREAM Office REIT SOT.un RM True North Commerical REIT NVH.un RM NorthWest H.P. REIT HR.un RS Cominar REIT CUF.un RES Artis REIT BTB.un RM Industrial BTB.un RM Industrial GRT.un OP DREAM Industrial REIT DIR.un RS WPT Industrial REIT WR'U-T RS Summit Industrial SMU.un RS Appartements CAP REIT CAR.un </td <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td>_</td> <td></td>					_																	
First Capital REIT FCR.un RM SmartCentres REIT SRU.un RM CT REIT CRT.un RS Crombie REIT CRT.un RS Bureau & Diversifié Allied Properties REIT APR.un RS Bureau & Diversifié Allied Properties REIT AP.un RS Bureau & Diversifié Allied Properties REIT AP.un RS Slate Office REIT D.un RM True North Commerical REIT TNT.un RM NorthWest H.P. REIT NWH.un RS Cominar REIT CUF.un RES Artis REIT AX.un RM BTB REIT BTB.un RM Industriel Granite REIT GRT.un OP DREAM Industrial REIT WIR'U-T RS WPT Industrial REIT WIR'U-T RS Summit Industrial SMU.un RS Hôtels Appartements CAP REIT CAR.un RS Appartements CAP REIT BELun RS Killam Apartment REIT BELun RS International Inovalis REIT IP.un RS Minto Apartment REIT MP.un RS International Inovalis REIT INO.un RS RM RM RK RKEICH RS SIENER REIT RS INO.un RS SIENER REIT RS KILLAM RS SIENER RS KILLAM RS SIENER RS KILLAM RS SIENER RS KILLAM RS KI	RS ↔	REIT REI.ui	\$6,008	Woolley	\$20.90	\$1.44	\$1.44	\$1.44	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%	\$1.60	\$1.52	\$1.58	13.1x	13.7x	13.2x	\$24.60	\$22.00	12.2%	1
SmartCentres REIT SRU.un RM CT REIT CRT.un RS Crombie REIT CRR.un RS Automotive Properties REIT APR.un RS Bureau & Diversifié AP.un RS Allied Properties REIT D.un RS Boream Office REIT D.un RS Slate Office REIT SOT.un RM True North Commerical REIT TNT.un RM NorthWest H.P. REIT HR.un RS Cominar REIT CUF.un RES Artis REIT HR.un RM BTB REIT BTB.un RM Industriel GRT.un OP DREAM Industrial REIT DIR.un RS WPT Industrial REIT WIR'U-T RS Summit Industrial SMU.un RS Hôtels American Hotel Income Properties HOT.un RM Appartements CAR.un RS CAP REIT BEI.un RS Killam Apartment REIT KMP.un	RM ↔	roperties REIT CHP.u	\$9,486	Woolley	\$14.15	\$0.74	\$0.74	\$0.74	3.5%	3.5%	3.5%	5.2%	\$0.92	\$0.99	\$1.00	15.3x	14.3x	14.1x	\$12.90	\$14.50	6.0%	/
CT REIT CRT.un RS Crombie REIT CRR.un RS Automotive Properties REIT APR.un RS Bureau & Diversifié AP.un RS Allied Properties REIT D.un RS DREAM Office REIT D.un RS Slate Office REIT SOT.un RM True North Commerical REIT TNT.un RM NorthWest H.P. REIT HR.un RS Cominar REIT CUF.un RES Artis REIT HR.un RM Industriel GRT.un OP DREAM Industrial REIT DIR.un RS Summit Industrial REIT WIR'U-T RS Summit Industrial REIT WIR'U-T RS Summit Industrial SMU.un RS Hôtels American Hotel Income Properties HOT.un RM Appartements CAR.un RS CAP REIT BEI.un RS Killam Apartment REIT KMP.un RS Minto Apartment REIT	RM ↔	ital REIT FCR.	\$3,613	Woolley	\$17.57	\$0.86	\$0.86	\$0.86	4.1%	4.1%	4.1%	4.9%	\$1.01	\$1.10	\$1.12	17.5x	15.9x	15.7x	\$20.90	\$18.50	9.4%	/
Crombie REIT	RM ↔	ntres REIT SRU.	\$4,568	Woolley	\$28.58	\$1.81	\$1.85	\$1.85	8.7%	8.9%	8.9%	6.5%	\$2.20	\$2.14	\$2.12	13.0x	13.4x	13.4x	\$31.70	\$29.00	10.3%	'
Automotive Properties REIT APR.un RS Bureau & Diversifié Allied Properties REIT D.un RS Slate Office REIT D.un RS Slate Office REIT SOT.un RM True North Commerical REIT TNT.un RM NorthWest H.P. REIT NWH.un RS Geman REIT CUF.un RES Artis REIT AX.un RM BTB. REIT BTB.un RM Industriel Granite REIT GRT.un OP DREAM Industrial REIT WIR'U-T RS Summit Industrial REIT ROT.un RS Appartements CAP REIT CAR.un RS Appartements CAP REIT CAR.un RS Killam Apartment REIT WIR'U-T RS Boardwalk REIT BEI.un RS Killam Apartment REIT RS Boardwalk REIT RS Boardwalk REIT RS Boardwalk REIT RS Boardwalk REIT RS Hoter RS Killam Apartment REIT RS International Inovalis REIT RRS Killam RS Killam REIT RS Killam KS K	RS ↔	CRT.	\$3,610	Woolley	\$16.55	\$0.76	\$0.79	\$0.79	3.6%	3.8%	3.8%	4.8%	\$1.18	\$1.23	\$1.28	14.1x	13.4x	12.9x	\$16.40	\$18.00	12.5%	4
Bureau & Diversifié	RS ↔	REIT CRR.	\$2,400	Woolley	\$16.43	\$0.89	\$0.89	\$0.89	4.3%	4.3%	4.3%	5.4%	\$1.05	\$1.15	\$1.23	15.6x	14.3x	13.4x	\$16.60	\$17.00	7.7%	
Allied Properties REIT	RS ↔	e Properties REIT APR.u	\$455	Woolley	\$11.92	\$0.80	\$0.80	\$0.80	3.8%	3.8%	3.8%	6.7%	\$0.90	\$0.94	\$0.96	13.2x	12.7x	12.5x	\$10.80	\$12.50	8.7%	
BREAM Office REIT D.un RS Slate Office REIT SOT.un RM True North Commerical REIT TNT.un RM NorthWest H.P. REIT NWH.un RM H&R REIT HR.un RS Cominar REIT CUF.un RES Artis REIT AX.un RM BTB REIT BTB.un RM Industriel GRT.un OP DREAM Industrial REIT DIR.un RS MPT Industrial REIT WIR'U-T RS Summit Industrial SMU.un RS HÖtels American Hotel Income Properties HOT.un RM Appartements CAP REIT CAR.un RS Call REIT BEL.un RS Killam Apartment REIT MI.un RM Moter Reit REIT IIP.un RS Minto Apartment REIT MI.un RM SERES REIT ERE.un RS International Inovalis REIT RM Résidences pour personnes agées <td></td> <td>& Diversifié</td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td>ļ</td> <td></td>		& Diversifié									ļ											
State Office REIT	RS ↔	perties REIT AP.un	\$5,194	Kornack	\$42.61	\$1.70	\$1.73	\$1.73	8.1%	8.3%	8.3%	4.1%	\$2.29	\$2.39	\$2.60	18.6x	17.8x	16.4x	\$47.25	\$44.50	12.7%	.
True North Commerical REIT	RS ↔	Office REIT D.un	\$1,182	Kornack	\$21.18	\$1.00	\$1.00	\$1.00	4.8%	4.8%	4.8%	4.7%	\$1.52	\$1.59	\$1.65	13.9x	13.3x	12.8x	\$24.60	\$22.00	8.7%	.
NorthWest H.P. REIT	RM ↔	ce REIT SOT.	\$321	Kornack	\$4.50	\$0.40	\$0.40	\$0.40	1.9%	1.9%	1.9%	8.9%	\$0.68	\$0.62	\$0.64	6.6x	7.2x	7.0x	\$5.70	\$4.25	-3.6%	١.
### REIT HR.un RS Cominar REIT CUF.un RES Artis REIT AX.un RM BTB REIT BTB.un RM Industriel Granite REIT GRT.un OP DREAM Industrial REIT DIR.un RS MPT Industrial REIT WIR'U-T RS Summit Industrial REIT WIR'U-T RS Summit Industrial REIT WIR'U-T RS Appartements CAP REIT CAR.un RS Appartements CAP REIT CAR.un RS Glandwalk REIT BEI.un RS Glandwalk REIT BEI.un RS WILliam Apartment REIT MP.un RS MILliam Apartment REIT MP.un RS WILLIAM RS ERES REIT HOM.un RES ERES REIT HOM.un RES ERES REIT HOM.un RS Résidences pour personnes agées Chartwell Referement Residences CSH.un RS Sienna Senior Living SIA RS Extendicare EXE RM Invesque IVQu RM Entreposage libre-service	RM ↔	th Commerical REIT TNT.u	\$627	Kornack	\$7.20	\$0.59	\$0.59	\$0.59	2.8%	2.8%	2.8%	8.3%	\$0.59	\$0.60	\$0.61	12.1x	12.1x	11.8x	\$7.00	\$7.00	0.1%	
Cominar REIT	RM ↔	st H.P. REIT NWH.	\$2,294	Woolley	\$13.15	\$0.80	\$0.80	\$0.80	3.8%	3.8%	3.8%	6.1%	\$0.83	\$0.89	\$0.92	15.8x	14.8x	14.3x	\$12.40	\$13.50	6.5%	
Artis REIT AX.un RM BTB REIT BTB.un RM Industriel Granite REIT GRT.un OP DREAM Industrial REIT DIR.un RS WPT Industrial REIT WIR'U-T RS Summit Industrial REIT WIR'U-T RS Summit Industrial REIT WIR'U-T RS American Hotel Income Properties HOT.un RM Appartements CAP REIT CAR.un RS BOARD REIT BBL.un RS Killam Apartment REIT KMP.un RS Minto Apartment REIT IIP.un RS Minto Apartment REIT IIP.un RS Minto Apartment REIT ML.un RM BSR REIT HOM.un RES ERES REIT ERE.un RS International Inovalis REIT INO.un RM Résidences pour personnes agées Chartwell Reterement Residences CSH.un RS Sienna Senior Living SIA RS Extendicare EXE RM Invesque IVQu RM Entreposage libre-service	RS ↔	T HR.ur	\$4,303	Kornack	\$14.84	\$0.69	\$0.69	\$0.69	3.3%	3.3%	3.3%	4.6%	\$1.67	\$1.57	\$1.67	8.9x	9.4x	8.9x	\$19.75	\$16.75	16.2%	.
BTB REIT BTB.un RM Industriel Granite REIT GRT.un OP DREAM Industrial REIT DIR.un RS MPT Industrial REIT WIR'U-T RS Summit Industrial REIT WIR'U-T RS Summit Industrial REIT WIR'U-T RS American Hotel Income Properties HOT.un RM Appartements CAP REIT CAR.un RS BOARD REIT BBL.un RS Killam Apartment REIT KMP.un RS InterRent REIT IIP.un RS Minto Apartment REIT IIP.un RS ERES REIT HOM.un RES ERES REIT ERE.un RS International Incovalis REIT INO.un RM Résidences pour personnes agées Chartwell Retrement Residences CSH.un RS Sienna Senior Living SIA RS Extendicare EXE RM Invesque IVQu RM Entreposage libre-service	ES	REIT CUF.	\$1,702	Kornack	\$9.70	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	RES	Res	RES	RES	
Industriel GRT.un	RM ↔	T AX.un	\$1,466	Kornack	\$10.78	\$0.54	\$0.56	\$0.56	2.6%	2.7%	2.7%	5.2%	\$1.40	\$1.34	\$1.39	7.7x	8.0x	7.8x	\$13.85	\$11.50	9.3%	.
Granite REIT GRT.un OP OREAM Industrial REIT DIR.un RS OWPT Industrial REIT WIR'U-T RS Summit Industrial SMU.un RS OTHER STATE OF	RM ↔	T BTB.u	\$266	Kornack	\$4.07	\$0.36	\$0.30	\$0.30	1.7%	1.4%	1.4%	7.4%	\$1.00	\$1.01	\$1.03	4.1x	4.0x	4.0x	\$4.30	\$4.25	5.9%	.
REAM Industrial REIT DIR.un RS MPT Industrial REIT WIR'U-T RS Summit Industrial SMU.un RS Hôtels Appartements CAP REIT CAR.un RS Goardwalk REIT BELun RS Goardwalk REIT BELun RS Gillam Apartment REIT KMP.un RS Minto Apartment REIT IIP.un RS Minto Apartment REIT MI.un RM BSR REIT HOM.un RES ERES REIT ERE.un RS Terrational Through REIT INO.un RM RS RSAGID REIT REIT RS REIT REIT RS RES REIT REIT REIT RS RES REIT REIT RS RES REIT REIT RS RET RES RET RES REIT REIT RS RET RES RET RES REIT RS RET RES REIT RS RES RES REIT RS RES RES REIT RS RES RES RES RES RES RES RES RES RES R		riel									į	į										
APT Industrial REIT WIR'U-T RS Summit Industrial SMU.un RS Hôtels Interican Hotel Income Properties HOT.un RM Appartements CAP REIT CAR.un RS Solardwalk REIT BELun RS Gilliam Apartment REIT IIP.un RS Minto Apartment REIT IIP.un RS Minto Apartment REIT IIP.un RS RES REIT HOM.un RES RERES REIT ERE.un RS International Invovalis REIT INO.un RM Résidences pour personnes agées Chartwell Referement Residences CSH.un RS Siena Senior Living SIA RS Extendicare EXE RM Invesque IVQu RM Entreposage libre-service)P ↔	EIT GRT.	\$4,714	Kornack	\$79.65	\$3.00	\$3.00	\$3.00	14.4%	14.4%	14.4%	3.8%	\$4.04	\$4.21	\$4.37	19.7x	18.9x	18.2x	\$76.05	\$88.50	25.5%	
Summit Industrial SMU.un RS Appartements CAP REIT CAR.un RS BOARD REIT BELun RS Gradwalk REIT BELun RS Gradwalk REIT BIP.un RS Milno Apartment REIT MIP.un RS Milno Apartment REIT MI.un RM SSR REIT BER.un RS Gradwalk REIT BIP.un RS MinterRent REIT MI.un RM SSR REIT BER.un RS THE REIT HOM.un RES THE REIT REIT RS THE	RS ↔	Industrial REIT DIR.ui	\$2,570	Kornack	\$13.73	\$0.70	\$0.70	\$0.70	3.3%	3.3%	3.3%	5.1%	\$0.71	\$0.78	\$0.84	19.4x	17.5x	16.4x	\$14.00	\$15.00	12.6%	
Appartements CAP REIT CAR.un RS Boardwalk REIT BELun RS Gillam Apartment REIT KMP.un RM Appartement REIT KMP.un RS Minto Apartment REIT MI.un RM BOSR REIT HOM.un RES ERES REIT ERE.un RS maternational novalis REIT INO.un RM Résidences pour personnes agées Chartwell Referement Residences CSH.un RS Sienna Senior Living SIA RS Extendicare EXE RM nvesque IVQu RM Entreposage libre-service	RS ↔	ustrial REIT WIR'U	\$673u	Kornack	\$16.65u	\$0.76u	\$0.76u	\$0.76u	3.6%	3.6%	3.6%	4.6%	\$0.94u	\$1.03u	\$1.08u	17.7x	16.2x	15.5x	\$16.70u	\$18.50u	14.7%	
American Hotel Income Properties HOT.un RM Appartements CAP REIT CAR.un RS Boardw alk REIT BEL.un RS Killam Apartment REIT KMP.un RS InterRent REIT IIP.un RS Minto Apartment REIT ML.un RM BOSR REIT HOM.un RES ERES REIT ERE.un RS International Inovalis REIT INO.un RM Résidences pour personnes agées Chartwell Retirement Residences CSH.un RS Sienna Senior Living SIA RS Extendicare EXE RM Invesque IVQu RM Entreposage libre-service	RS ↔	ndustrial SMU.	\$2,391	Kornack	\$15.76	\$0.55	\$0.57	\$0.57	2.6%	2.7%	2.7%	3.6%	\$0.65	\$0.68	\$0.72	24.2x	23.3x	21.9x	\$14.90	\$17.00	10.6%	
Appartements CAP REIT CAR.un RS Boardwalk REIT BEI.un RS Killam Apartment REIT KMP.un RS InterRent REIT IIP.un RS Minto Apartment REIT MI.un RM BSR REIT HOM.un RES ERES REIT ERE.un RS International Inovalis REIT INO.un RM Résidences pour personnes agées Chartwell Retirement Residences CSH.un RS Sienna Senior Living SIA RS Ex tendicare EXE RM Invesque IVQu RM Entreposage libre-service											į	į							į			
CAP REIT CAR.un RS Boardwalk REIT BEI.un RS Killam Apartment REIT KMP.un RS InterRent REIT IIP.un RS Minto Apartment REIT ML.un RM BOSR REIT HOM.un RES ERES REIT ERE.un RS International Innovalis REIT INO.un RM Résidences pour personnes agées Chartwell Retirement Residences CSH.un RS Sienna Senior Living SIA RS Ex tendicare EXE RM Invesque IVQu RM Entreposage libre-service	RM ↔	Hotel Income Properties HOT.	\$320	Woolley	\$4.08	\$0.00u	\$0.00u	\$0.00u	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	(0.12)u	(0.03)u	\$0.46u	-33.5x	-119.6x	8.9x	\$4.70	\$4.25	4.2%	
Boardwalk REIT		ements									ļ	ļ							ļ			
Killam Apartment REIT KMP.un RS InterRent REIT IIP.un RS Minto Apartment REIT MI.un RM BSR REIT HOM.un RES ERES REIT ERE.un RS International Inovalis REIT NO.un RM Résidences pour personnes agées Chartwell Retirement Residences CSH.un RS Sienna Senior Living SIA RS Extendicare EXE RM Invesque I/Qu RM Entreposage libre-service	RS ↔	T CAR.	\$9,245	Kornack	\$54.96	\$1.38	\$1.43	\$1.43	6.6%	6.8%	6.8%	2.6%	\$2.27	\$2.38	\$2.49	24.2x	23.1x	22.1x	\$56.60	\$65.00	25.1%	
InterRent REIT	RS ↔	lk REIT BEI.ur	\$1,853	Kornack	\$37.40	\$1.00	\$1.00	\$1.00	4.8%	4.8%	4.8%	2.7%	\$2.81	\$2.79	\$2.89	13.3x	13.4x	13.0x	\$46.00	\$44.00	22.4%	
Minto Apartment REIT MLun RM BSR REIT HOM.un RES ERES REIT ERE.un RS International Invo.un RM Résidences pour personnes agées Chartwell Retirement Residences CSH.un RS Sienna Senior Living SIA RS Extendicare EXE RM Invesque I/Qu RM Entreposage libre-service	RS ↔	eartment REIT KMP.	\$1,979	Kornack	\$19.19	\$0.68	\$0.70	\$0.70	3.2%	3.3%	3.3%	3.6%	\$0.98	\$1.00	\$1.01	19.6x	19.2x	18.9x	\$20.40	\$22.00	18.0%	
### BSR REIT ### HOM.un RES #### REIT ### REIT ### REIT #### REIT ### REIT #### REIT #### REIT #### REIT #### REIT #### REIT #	RS ↔	REIT IIP.un	\$2,104	Kornack	\$15.28	\$0.32	\$0.32	\$0.32	1.5%	1.5%	1.5%	2.1%	\$0.47	\$0.53	\$0.60	32.5x	28.6x	25.3x	\$14.75	\$17.00	12.8%	
ERES REIT ERE.un RS International INO.un RM Résidences pour personnes agées Chartwell Retirement Residences CSH.un RS Sienna Senior Living SIA RS Extendicare EXE RM Invesque IVQu RM Entreposage libre-service	RM ↔	artment REIT MI.un	\$697	Kornack	\$21.80	\$0.41	\$0.41	\$0.41	2.0%	2.0%	2.0%	1.9%	\$0.85	\$0.88	\$0.96	25.8x	24.7x	22.7x	\$21.75	\$23.00	7.5%	
International INO.un	ES ↔	T HOM.	\$421u	Kornack	\$13.73u	\$0.50u	\$0.50u	\$0.50u	2.4%	2.4%	2.4%	3.6%	\$0.64u	\$0.60u	\$0.69u	21.5x	22.9x	20.0x	\$12.50u	\$13.00u	-2.9%	
novalis REIT INO.un RM Résidences pour personnes agées Chartwell Retirement Residences CSH.un RS Chartwell Retirement Residences CSH.un RS Sienna Senior Living SIA RS Extendicare EXE RM Invesque IVQu RM Entreposage libre-service RM	RS ↔	EIT ERE.u	\$1,003	Kornack	\$4.28	\$0.17	\$0.17	\$0.17	0.8%	0.8%	0.8%	3.9%	\$0.20	\$0.21	\$0.22	21.2x	20.0x	19.2x	\$4.94	\$5.25	23.5%	
Résidences pour personnes agées Chartwell Retirement Residences CSH.un RS Sienna Senior Living SIA RS Extendicare EXE RM Invesque I/Qu RM Entreposage libre-service		tional									į	į										
Chartwell Refirement Residences CSH.un RS Sienna Senior Living SIA RS Extendicare EXE RM Invesque I/Qu RM Entreposage libre-service RM	RM ↔	REIT INO.u	\$320	Kornack	\$10.20	\$0.83	\$0.83	\$0.83	3.9%	3.9%	3.9%	8.1%	\$0.65	\$0.67	\$0.74	15.6x	15.2x	13.8x	\$10.85	\$10.00	2.0%	
Sienna Senior Living SIA RS Extendicare EXE RM Invesque I/Qu RM Entreposage libre-service RM		nces pour personnes agées									į	į							į			
Extendicare EXE RM Invesque IVQu RM Entreposage libre-service	RS ↔	Retirement Residences CSH.	\$2,556	Woolley	\$12.33	0.60	0.60	0.60	2.9%	2.9%	2.9%	4.9%	0.76	0.80	0.90	16.2x	15.5x	13.7x	\$11.80	\$13.50	12.4%	
nvesque IVQu RM Entreposage libre-service	RS ↔	enior Living SIA	\$960	Woolley	\$14.75	0.92	0.94	0.94	4.4%	4.5%	4.5%	6.3%	1.03	1.04	1.26	14.3x	14.2x	11.7x	\$15.30	\$16.00	13.0%	
Entreposage libre-service	RM ↔	are EXE	\$689	Woolley	\$7.75	0.48	0.48	0.48	2.3%	2.3%	2.3%	6.2%	0.79	0.34	0.58	9.9x	23.1x	13.4x	\$8.50	\$8.00	5.5%	
	RM ↔	IVQu	\$159u	Woolley	\$3.14u	\$0.00u	\$0.00u	\$0.00u	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	\$0.73u	\$0.60u	\$0.60u	4.3x	5.3x	5.2x	\$2.40u	\$3.00u	-4.5%	
· · · · ·		osage libre-service									ł	-										
	RS ↔	=	\$1,701	Woolley	\$4.43	\$0.01	\$0.01	\$0.01	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	\$0.10	\$0.13	\$0.15	45.4x	35.4x	30.3x	\$4.10	\$5.25	18.6%	
MHC											į	į							į			
Flagship Communities REIT MHCu RS	RS ↔	Communities REIT MHCu	\$192u	Woolley	\$16.00u	n/a	\$0.51u	\$0.51u	n/a	2.4%	2.4%	3.2%	n/a	\$0.93u	\$1.01u	n/a	17.2x	15.9x	\$19.10u	\$19.00u	21.2%	
Gestion d'actifs			•	•							į	į										
Tricon Capital Group TCN RS	RS ↔		\$2,933u	Woolley	\$13.10	\$0.28	\$0.28	\$0.28	1.3%	1.3%	1.3%	2.1%	\$0.61u	\$0.54u	\$0.61u	21.4x	24.1x	21.4x	\$14.00	\$14.00	8.2%	

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

u = dollars US

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

Métaux et minerais: métaux communs



Don DeMarco Analyste 416 869-7572

Adjointe:

Harmen Puri: 416 869-8045



Shane Nagle, CFA Analyste 416 869-7936

Adjoints:

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

Sélections

- > First Quantum
- Capstone Mining
- 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 à brève échéance.

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

Premiers choix:

First Quantum Minerals Ltd. (FM: TSX)

La base d'actifs de grande qualité de la société, son profil de croissance endogène et son exposition aux prix du cuivre à long terme en font toujours un titre prisé parmi les producteurs de cuivre. FM est le plus susceptible de fournir un flux d'informations significatives au cours des 12 prochains mois avec la vente potentielle d'actifs non essentiels, qui pourrait inclure une participation minoritaire dans ses activités en Zambie ainsi que dans Ravensthorpe. Ces cessions stratégiques permettraient de réduire l'endettement ainsi que l'exposition globale de la société aux futures augmentations de coûts en Zambie. Tout nouvel éclaircissement concernant la structure des impôts/ redevances à long terme au Panama et en Zambie améliorerait les perspectives de la société.

Capstone Mining Corp. (CS: TSX)

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

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 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.

Métaux et minerais: métaux communs

				Сар.	Actions		12 mois				BPA					FTPA				Valeur	
		Cote du		bours.	e.c.	Cours	Cours			(A)	est.	est.	C	В	(A)	est.	est.	C/	FT	Actif	
	Symbole	Titre	Δ	(M)	(M)	4/29	Cible	Δ	Analyste	Dern.Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	Dern.Ex.	Ex1	Ex2	Ex.1	Ex.2	Net	C/VAN
Production																					
Capstone Mining	CS	RS		2,267	410.0	5.53	6.25	↑	Nagle	0.07u	0.57u	0.61u	7.2x	9.0x	0.34u	0.88u	0.80u	4.7x	5.2x	5.72	1.0x
Copper Mountain Mining	CMMC	RS		887	208.8	4.25	4.75	↑	Nagle	0.11u	0.66u	0.61u	6.5x	7.0x	0.61u	1.39u	1.13u	3.1x	3.8x	4.78	0.9x
Ero Copper	ERO	RM		2,178	87.9	24.78	26.00	↑	Nagle	0.97u	1.34u	2.29u	13.9x	10.8x	1.54u	2.02u	3.09u	9.2x	6.0x	31.14	0.8x
First Quantum Minerals	FM	RS		20,353	690.4	29.48	35.00	↑	Nagle	(0.07)u	1.79u	3.06u	12.4x	9.6x	2.64u	4.70u	5.87u	4.7x	3.8x	25.00	1.2x
Hudbay Minerals	HBM	RM		2,412	261.3	9.23	12.50	↑	Nagle	(0.44)u	0.22u	0.73u	31.3x	12.6x	0.93u	2.01u	2.66u	3.5x	2.6x	8.88	1.0x
Lundin Mining	LUN	RM		11,236	738.3	15.22	16.25	↑	Nagle	0.31u	1.16u	1.45u	9.9x	10.5x	1.00u	2.17u	2.31u	5.3x	4.9x	12.36	1.2x
Nexa Resources	NEXA	RM		1,702	132.4	12.85	15.50	↑	Nagle	(0.82)u	0.95u	1.21u	10.2x	10.6x	1.44u	3.38u	4.01u	2.9x	2.4x	28.58	0.4x
Sherritt International	S	RM		250	397.3	0.63	0.65	↑	DeMarco	(0.34)c	(0.23)c	0.02c	n/a	26.9x	0.03c	0.03c	0.11c	21.7x	5.7x	0.60	1.0x
Taseko Mines	TKO	RM		711	282.1	2.52	3.00	1	Nagle	(0.11)c	0.13c	0.16c	19.3x	15.6x	0.44c	0.66c	0.71c	3.8x	3.5x	4.18	0.6x
Teck Resources	TECKb	RS		14,525	539.4	26.93	32.50	1	Nagle	1.05c	2.74c	3.37c	9.8x	8.0x	3.38c	6.26c	6.71c	4.3x	4.0x	26.44	1.0x
Trevali Mining	TV	RM		198	989.1	0.20	0.25	-	Nagle	(0.03)c	0.05c	0.06c	2.8x	3.3x	0.01c	0.11c	0.11c	1.3x	1.3x	0.45	0.4x
Sociétés de mise en valeur																					
Adventus Mining	ADZN	RS		151	131.1	1.15	1.65	-	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	2.10	0.5x
Filo Mining	FIL	RS		370	110.8	3.34	4.50	↑	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	6.99	0.5x
Nevada Copper	NCU	RM		387	1,798.0	0.22	0.20	-	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.37	0.6x
Josemaria Resources	JOSE	RM		273	378.7	0.72	1.30	-	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	1.75	-
Trilogy Metals	TMQ	RS		404	144.2	2.80	4.25	1	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	4.97	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

Retour à la page «Études financières»

Métaux et minerais: métaux précieux



Don DeMarco Analyste 416 869-7572

Adjointe:

Harmen Puri: 416 869-8045



Shane Nagle, CFA Analyste 416 869-7936

Adjoints:

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



Michael Parkin Analyste 416 869-6766

Adjoints:

Alessandro Cairo: 416 869-8511 Jonathan Egilo: 416 507-8177 Rabi Nizami: 416 869-7925

Sélections Producteurs d'or/d'argent :

Dundee Precious Metals Inc. (DPM: TSX; cours cible de CA\$12.50)

> Endeavour Mining Corp. (EDV: TSX: cours cible de CA\$53.00)

> Kinross Gold Corp. (K: TSX; cours cible de CA\$14.00) Newmont Corp. (NGT: TSX; cours cible de CA\$101.00) > SSR Mining Inc. (SSRM: TSX; cours cible de CA\$34.00)

Sociétés de redevances :

Sandstorm Gold Ltd.

(SSL: TSX; cours cible de CA\$12.00)

L'inflation pourrait entraîner une reprise de l'or

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

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

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

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

Métaux et minerais: métaux précieux

				Cap.	Actions		12 mois				BPA					FTPA				Valeur	
		Cote du		bours.	e.c.	Cours	Cours			(A)	est.	est.	· c	:/B	(A)	est.	est.	c	/FT	Actif	
	Symbole	Titre	Δ	(M)	(M)	4/29	Cible	Δ	Analyste	Dern.Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	Dern.Ex.	Ex1	Ex2	Ex.1	Ex.2	Net	C/VAN
Grands producteurs (production >1 M	oz)																				
Agnico-Eagle Mines Ltd	AEM	RS		18,962	242.88	78.07	97.00	\downarrow	Parkin	0.96u	1.86u	2.48u	34.2x	25.7x	3.64u	4.99u	4.99u	12.7x	12.7x	48.99	1.6x
Barrick Gold	ABX	RS		46,566	1,778.00	26.19	36.00	\downarrow	Parkin	0.51u	1.15u	1.19u	18.6x	17.9x	1.81u	3.22u	3.22u	6.6x	6.6x	22.30	1.2x
Kinross Gold Corp	K	RS		11,142	1,277.70	8.72	14.00	\downarrow	Parkin	0.31u	0.73u	0.46u	9.7x	15.5x	0.80u	1.37u	1.37u	5.2x	5.2x	12.99	0.7x
Kirkland Lake Gold Corp	KL	RM		12,177	264.02	46.12	52.00	\downarrow	Parkin	2.74u	3.37u	2.86u	11.2x	13.2x	4.46u	4.75u	4.75u	7.9x	7.9x	30.41	1.5x
Newmont	NGT	RS		60,405	789.91	76.47	101.00	\downarrow	Parkin	1.32u	2.66u	3.05u	23.5x	20.4x	4.31u	5.69u	5.69u	10.9x	10.9x	59.07	1.3x
Sociétés de redevances																					
Franco-Nevada Corp	FNV	RM		32,902	191.0	172.30	190.00	\downarrow	Nagle	1.82u	2.72u	2.86u	47.6x	60.2x	3.36u	4.22u	4.30u	30.7x	30.1x	77.32	2.2x
Maverix Metals Inc	MMX	RM		1,035	140.2	7.38	7.75	\downarrow	Nagle	0.08u	0.12u	0.03u	n/a	246.0x	0.27u	0.29u	0.24u	25.8x	31.4x	5.15	1.4x
Osisko Gold Royalties Ltd	OR	RS		2,483	166.6	14.90	20.00	\downarrow	Nagle	0.26u	0.37u	0.50u	n/a	30.0x	0.65u	0.95u	1.12u	15.7x	13.3x	17.17	0.9x
Royal Gold Inc	RGLD	RM		7,436	65.2	113.99u	145.00u	\downarrow	Nagle	2.91u	3.18u	3.30u	35.8x	34.5x	6.28u	5.94u	6.10u	14.4x	14.1x	74.77	1.5x
Sandstorm Gold Ltd	SSL	RS		1,805	194.5	9.28	12.00	\downarrow	Nagle	0.11u	0.16u	0.22u	43.6x	42.2x	0.36u	0.38u	0.44u	18.4x	15.9x	8.80	1.1x
Wheaton Precious Metals Corp	WPM	RS		23,170	449.5	51.55	72.50	\downarrow	Nagle	0.56u	1.10u	1.31u	35.2x	39.4x	1.14u	1.71u	1.84u	22.7x	21.1x	27.69	1.9x
Producteurs intermédiaires (production	n >250 Koz)																				
Alamos Gold Inc	AGI	RS		3,982	392.70	10.14	13.25	\downarrow	Parkin	0.21u	0.42u	0.96u	19.8x	8.6x	0.75u	0.97u	0.97u	8.5x	8.5x	11.33	0.9x
B2Gold	BTO	RS		5,698	1,030.4	5.53	9.50	\downarrow	DeMarco	0.25u	0.48u	0.45u	11.6x	12.3x	0.51u	0.82u	0.77u	6.7x	7.2x	5.34	1.0x
Centerra Gold Inc	CG	RS		3,358	295.83	11.35	18.50	\downarrow	Parkin	1.65u	2.50u	1.81u	3.7x	5.1x	1.36u	2.87u	2.56u	3.2x	3.6x	20.05	0.6x
Dundee Precious Metals	DPM	RS		1,358	181.3	7.49	12.50	\downarrow	DeMarco	0.26u	0.99u	1.00u	7.6x	7.5x	0.62u	1.39u	1.82u	5.4x	4.1x	10.84	0.7x
Eldorado Gold Corp	ELD	RS		2,395	181.06	13.23	18.00	\downarrow	Parkin	(0.02)u	0.97u	0.33u	13.6x	40.6x	0.93u	2.23u	2.23u	4.8x	4.8x	21.31	0.6x
Endeavour Mining	EDV	RS		3,845	163.1	23.58	53.00	<u>,</u>	DeMarco	0.68u	2.14u	2.79u	11.0x	8.5x	2.68u	5.04u	5.76u	4.7x	4.1x	40.30	0.6x
Equinox Gold Corp	EQX	RS	1	3,502	350.9	9.98	15.25	<u>,</u>	Parkin	0.33u	0.37u	0.37u	26.9x	26.9x	0.68u	1.06u	0.95u	9.4x	10.5x	18.09	0.6x
IAMGOLD Corp	IMG	RS		1,858	475.30	3.91	5.50	1	Parkin	(0.03)u	0.14u	0.21u	22.5x	15.3x	0.75u	0.77u	0.77u	4.1x	4.1x	7.78	0.5x
Lundin Gold Inc.	LUG	RS		2,744	230.6	11.90	13.75	•	Egilo	0.47u	0.56u	0.47u	21.3x	25.2x	0.61u	1.25u	0.97u	9.6x	12.3x	10.96	1.1x
New Gold Inc	NGD	RS		1,401	680.20	2.06	3.00	\downarrow	Parkin	(0.08)u	0.03u	0.14u	72.6x	15.1x	0.39u	0.41u	0.41u	4.1x	4.1x	3.21	0.6x
OceanaGold Corp	OGC	RS		1,485	703.99	2.11	3.00	1	Parkin	0.06u	(0.11)u	0.07u	n/a	30.7x	0.33u	0.33u	0.33u	5.2x	5.2x	3.31	0.6x
Pretium Resources	PVG	RM		2,307	188.0	12.27	16.00	¥	DeMarco	0.54u	0.97u	1.05u	12.6x	11.6x	1.13u	1.76u	1.76u	7.0x	7.0x	15.29	0.8x
SSR Mining Inc	SSRM	RS		4,112	209.61	19.62	34.00	1	Parkin	0.74u	1.43u	1.78u	11.2x	9.0x	1.59u	1.65u	1.65u	9.7x	9.7x	31.15	0.6x
Yamana Gold Inc	YRI	RM		5,593	986.47	5.67	7.25	1	Parkin	0.10u	0.32u	0.22u	14.6x	20.8x	0.51u	0.66u	0.66u	7.0x	7.0x	4.77	1.2x
Producteurs d'argent				.,				•													
Aya Gold and Silver	AYA	RS		539	92.2	5.85	9.00	1	DeMarco	(0.05)u	0.01u	0.07u	_	_	1.18u	0.00u	0.09u	_	66.0x	4.16	1.4x
First Majestic Silver Corp	FR	RM		4,575	214.9	21.29	20.00	<u> </u>	DeMarco	0.03u	0.23u	0.36u	93.5x	59.6x	0.53u	0.54u	0.77u	39.5x	27.6x	6.86	3.1x
Fortuna Silver Mines Inc	FVI	RM		1,667	184.0	9.06	10.50	↓	DeMarco	0.18u	0.16u	0.83u	58.4x	10.9x	0.45u	0.43u	1.46u	21.1x	6.2x	7.01	1.3x
Pan American Silver	PAAS	RM		8.509	210.1	40.50	50.00	√ •	DeMarco	0.60u	0.93u	2.06u	43.6x	19.7x	1.60u	1.76u	3.29u	23.0x	12.3x	24.63	1.6x
Petits producteurs (production <250 K		TAW		0,000	210.1	40.00	00.00	Ψ	Delviaree	0.000	0.500	2.000	40.00	10.17	1.000	1.700	0.200	20.00	12.00	24.00	1.00
Argonaut Gold Inc.	AR	ER																			
Golden Star Resources	GSC	RS		422	109.6	3.85	6.50	4	DeMarco	0.21u	0.34u	0.63u	11.3x	6.1x	0.40u	0.81u	0.82u	4.8x	4.7x	7.08	0.5x
K92 Mining Inc.	KNT	RS		1,754	219.2	8.00	11.25	•	Egilo	0.21u 0.16u	0.20u	0.24u	40.8x	33.7x	0.40u 0.24u	0.34u	0.33u	23.4x	24.1x	9.40	0.9x
Minera Alamos Inc.	MAI	RS		298	438.2	0.68	1.15	\downarrow	Egilo	0.01u	0.20u 0.01u	0.24u 0.05u	57.6x	12.6x	0.24u 0.01u	0.01u	0.07u	54.6x	10.4x	0.94	0.7x
Wesdome Corp.	WDO	RS		1.113	138.4	8.04	12.50		DeMarco	0.01u	0.44u	0.69u	18.5x	11.7x	0.56u	0.01u 0.71u	1.13u	11.4x	7.1x	10.03	0.7x 0.8x
Sociétés de mise en valeur	WDO	110		1,110	150.4	0.04	12.50	\downarrow	Delvial Co	0.520	0.444	0.030	10.5%	11.77	0.500	0.710	1.100	11.74	7.18	10.00	0.0x
Artemis Gold Inc.	ARTG	RS		681	122.7	5.55	9.75		DeMarco	0.00u	(0.07)u	(0.04)u			0.00u	(0.15)u	(0.07)u			8.48	8.48
Barsele Minerals Corp.	BME	ER		001	122.7	5.55	9.75	4	Delvial Co	0.00u	(0.07)u	(0.04)u	-	-	0.000	(0.15)u	(0.07)u	-	-	0.40	0.40
Bluestone Resources Inc.	BSR	ER		-	-	-	-		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Falco Resources Ltd.	FPC	ER			-	-	-		-	-	-					-					-
Integra Resources Corp.	ITR	ER																			-
Liberty Gold Corp	LGD	ER		-	-	-			-	-	-	-	-	-	-	-	-			-	-
MAG Silver Corp	MAG	RS		2,119	91.2	23.24	27.00	4	DeMarco	(0.06)u	(0.18)u	0.60u	-	38.8x	(0.04)u	(0.04)u	0.81u	-	28.7x	19.72	1.2x
Marathon Gold Corp.	MOZ	RS		633	252.1	2.51	3.50	*	DeMarco	0.00u	(0.00)u	(0.01)u	-	-	(0.02)u	0.53u	(0.01)u	4.8x	-	3.41	0.7x
O3 Mining Inc.	OIII	RS		150	60.2	2.50	4.00	\downarrow	DeMarco	(0.09)u	(0.20)u	(0.16)u	-	-	(0.09)u	(0.20)u	(0.16)u	-	-	6.13	0.4x
Osisko Development	ODV	RS		925	128.3	7.21	10.00	1	DeMarco	0.00u	-	0.25u	-	-	(0.02)u	-	0.25u	-	28.9x	9.89	0.7x
Osisko Mining	OSK	RS		923	340.7	2.71	5.00	\	DeMarco	(0.16)u	(0.03)u	(0.03)u	-	-	(0.00)u	(0.02)u	(0.02)u	-	-	4.99	0.5x
Pure Gold Mining Inc.	PGM	ER		-	-	-	-		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Sabina Gold and Silver Corp.	SBB	RS		585	326.6	1.79	3.75	\downarrow	Egilo	(0.03)u	(0.01)u	(0.01)u	n/a	n/a	(0.01)u	(0.01)u	(0.01)u	n/a	n/a	3.65	0.5x
SilverCrest Metals	SIL	RS		1,303	128.5	10.14	14.50	\downarrow	DeMarco	(0.22)u	(0.22)u	(0.03)u	-	-	(0.19)u	(0.21)u	(0.00)u	-	-	9.92	1.0x

Pétrole et gaz

Movennes sociétés et services pétroliers



Dan Pavne Analyste 403 290-5441

Adioints:

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

Grandes capitalisations



Travis Wood Analyste 403 290-5102

Adjoints:

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

Sélections

- > Cenovus
- Tourmaline
- Parex

Perspectives dans le secteur du pétrole brut

Le pétrole brut a commencé l'année sur une note positive, le WTI affichant une moyenne de US\$57.80/b, ce aui représente une hausse de 36% par rapport à la moyenne du T4 2020 de US\$42.57/b. En avril, les prix du pétrole brut étaient en légère baisse par rapport au mois précédent, avec une movenne d'environ US\$61.00/b (comparativement à US\$62.00/b environ en mars), mais les prix restent constructifs, une forte demande étant anticipée au deuxième semestre de 2021. Les différentiels ont commencé à se creuser en avril, le différentiel entre le WCS et le WTI se situant à environ US\$13/b actuellement, contre une movenne de US\$10.8/b en mars. Les différentiels s'élargissent probablement du fait des risques qui sous-tendent la poursuite de l'exploitation du pipeline Dakota Access (DAPL), menacé de fermeture, le projet L5 d'Enbridge dans le Minnesota et l'éventuelle baisse de la demande dans le golfe du Mexique aux États-Unis du fait d'une baisse des prix du pétrole Maya.

Les stocks de l'OCDE s'approchent rapidement du niveau moyen sur 5 ans (2015-2019; 2.9 milliards) comparativement à un goulot de 3.2 milliards causé par la pandémie. Vu la trajectoire qui se dessine, nous pourrions voir ces stocks tomber en dessous de ce seuil à l'approche de la saison estivale, qui se caractérise habituellement par une augmentation des déplacements en voiture. Malaré l'amélioration des caractéristiques fondamentales aui influent sur les marchés du pétrole brut, certains facteurs négatifs pourraient affecter les données fondamentales de l'offre et de la demande

Du côté de la demande, les variants du COVID-19 représentent une menace pour la demande à court terme, car de nombreuses économies du monde continuent de se débattre face au virus et aux mesures de confinement qui en résultent, même lors que les campagnes de vaccination s'accélèrent dans les pays développés. En avril, la situation s'est dégradée en Inde et a nui à la demande à court terme, le pays ayant décrété un confinement pour une semaine. L'Inde consomme environ 5 Mb/j de pétrole brut et, lors du dernier confinement d'avril 2020, la demande a baissé d'environ 2.5 Mb/i. Un grand raffineur d'État a déjà commencé à ralentir ses activités de raffinage, et pourrait les diminuer davantage si la situation continuait de se détériorer.

Du côté de l'offre, des barils d'Iran pourraient être ajoutés au marché vu les négociations constructives avec les États-Unis à propos de la réactivation de l'accord sur le nucléaire. D'après les estimations préliminaires, l'issue positive de ces pourparlers pourrait aboutir à un retour de 1.8 Mb/j sur le marché. Le calendrier exact est incertain du fait de l'élection qui se profile au mois de juin en Iran. Malgré les répercussions potentiellement négatives sur la demande de la situation en Inde, la réunion de l'OPEP du 28 avril montre que le cartel s'est engagé à respecter son projet initial dessiné au début d'avril et à augmenter progressivement la production de 350,000 b/j en mai et en juin, puis de 440,000 b/j en iuillet. L'accord comprend aussi l'abandon par l'Arabie saoudite de sa réduction volontaire de 1.0 Mb/j, si bien que l'offre sur le marché devrait augmenter de 250,000 b/j en mai, 350,000 b/j en juin et 400,000 b/j en juillet. Rappelons que, en avril 2020, l'OPEP+ avait réduit sa production de 9.7 Mb/j, un record, estimé aujourd'hui à 8.0 M/j. Comme les prix mondiaux du pétrole devraient osciller dans une fourchette de US\$55 à US\$62/b (ce qui est conforme à nos prévisions), nous nous attendons à ce que l'OPEP+ rester attachée à maintenir un équilibre sur le marché.

La saison de publication des résultats du premier trimestre a commencé pour les sociétés du secteur de l'exploration et de la production que nous suivons, et nous nous attendons largement à ce que les annonces des sociétés soient marquées par les thèmes récurrents de la rigueur dans l'utilisation des fonds propres et la baisse de l'endettement. Nos prévisions pour 2021 concernant le WTI continuent de se situer à US\$59.50 le baril, ce qui correspond aux prix à terme de US\$59.76 le baril.

Perspectives dans le secteur du gaz naturel

Les prix du gaz naturel sont restés relativement solides pour la plupart des produits de référence en Amérique du Nord pendant le mois, les prix au comptant étant en moyenne de US\$2.62/MBTU et CA\$2.59/GJ pour les gaz NYMEX et AECO, ce qui est relativement stable par rapport au mois précédent. Avec une activité peu soutenue des puits en réponse aux prix actuels, la production aux États-Unis a légèrement diminué, de 91.4 Gpi3/j à environ 91 Gpi3/j entre mars et avril. Les

Pétrole et gaz

exportations de GNL et du Mexique restent solides, à respectivement 11.6 Gpi³/j et 6.1 Gpi³/j environ. La demande globale reste élevée, les États-Unis et l'Alberta inscrivant ou égalant des records saisonniers d'environ 70 Gpi³/j et 5.4 Gpi³/j, respectivement, ce qui a fait monter les prix.

Comme la saison d'injection est en cours en avril, les stocks américains de gaz naturel se situent actuellement juste au-dessus de la moyenne quinquennale et les stocks canadiens, en dessous, principalement parce que les niveaux de stocks sont nettement inférieurs à la moyenne quinquennale dans l'Ouest canadien en raison de conditions météorologiques changeantes. Comme les températures étaient supérieures à la normale en avril aux États-Unis, le pays a observé un bond de la demande liée à la consommation électrique au Mexique (exportations) et dans le sud des États-Unis. Avec des niveaux de production relativement faibles, cette hausse de la demande contribue à resserrer l'écart entre l'offre et la demande, ce qui soulagera les pressions à la hausse dans les stocks pendant la période d'injection ce mois-ci.

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 abaissons nos prévisions pour le NYMEX de US\$3.00/kpi³ à US\$2.75/kpi³ pour 2021 et les relevons de US\$2.70/kpi³ à US\$2.75/kpi³ pour 2022. Nos prévisions pour le gaz AECO passent de CA\$3.10/kpi³ à CA\$2.70/kpi³, et elles restent à 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 soutien et un seuil de rentabilité parmi les plus bas du secteur. Cenovus a récemment clôturé l'acquisition de Husky, avec pour objectif de réaliser des économies annuelles de \$1.2 milliard. Nous considérons cette transaction comme nécessaire et stratégique compte tenu du fait que la société est très confiante de pouvoir réaliser les économies qu'elle s'est fixées. En outre, l'intégration en aval et les capacités de transport accrues contribueront à réduire l'exposition de la société au différentiel du WCS, de sorte que nous considérons Cenovus comme un titre de prédilection.

Tourmaline Oil Corp. (TOU: TSX)

L'un des plus importants producteurs de gaz naturel au Canada, TOU demeure parmi nos titres favoris pour les investisseurs recherchant une exposition au gaz naturel en raison de sa capitalisation et de ses activités endogènes solides, avec des caractéristiques fondamentales positives (coûts, gains d'efficacité des investissements et revenus nets) aui 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 attravante.

Parex Resources Inc. (PXT: TSX)

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

Analyse sectorielle Pétrole et gaz

					Actions		Cap.		V	E/FTCD				FI	PA dilué				12 m		
	Symb.	Cote du titre	Δ	Analyste	e.c. (M)	Cours 4/29	bours. (M)	Rend. (%)	2018A	est. 2019E	est. 2020E	Dette n 2019E	ette/FT 2020E	2018A	est. 2019E	est. 2020E	C/F 2019E	TPA 2020E	Cou Cible	rs Rend.	_
Grandes sociétés/Intégrées							. ,														
Canadian Natural Resources	CNQ	RS		Wood	1183.9	\$37.73	\$44,667	5%	5.7x	8.9x	4.8x	4.0x	1.2x	\$8.60	\$4.40	\$9.73	6.2x	3.9x	\$49.00	35%	
Cenovus Energy	CVE	RS		Wood	2017.4	\$9.75	\$19,670	0%	5.0x	36.0x	4.3x	46.4x	1.5x	\$3.01	\$0.12	\$3.06	83.7x	3.2x	\$14.50	49%	
Ovintiv Inc (US\$)	OVV	RS		Wood	259.8	\$24.95	\$6,483	2%	6.4x	4.4x	3.8x	3.9x	1.9x	\$11.22	\$7.42	\$10.76	1.3x	2.3x	\$32.00	30%	
Imperial Oil	IMO	RM		Wood	734.1	\$33.88	\$24,871	3%	8.3x	29.6x	5.8x	4.3x	0.3x	\$4.59	\$1.20	\$6.07	26.9x	5.6x	\$33.00	0%	
Suncor Energy Grandes cap./Cap. Moyennes	SU	RM		Wood	1501.0	\$26.66	\$40,016	3%	6.8x	10.1x	4.7x	3.7x	1.1x	\$6.93	\$2.66	\$6.55	8.9x	4.0x	\$29.00	12%	
Advantage Oil & Gas	AAV	RS		Payne	193.4	\$3.40	\$657	0%	4.1x	5.1x	4.1x	2.4x	0.9x	\$0.83	\$0.56	\$1.03	3.5x	3.3x	\$4.25	25%	
ARC Resources Ltd.	ARX	RS		Wood	722.7	\$7.84	\$5,666	3%	4.9x	3.9x	4.2x	1.1x	1.0x	\$1.97	\$1.89	\$2.73	3.0x	3.3x	\$12.50	63%	
Baytex Energy	BTE	RM		Payne	567.3	\$1.50	\$851	0%	3.0x	5.4x	3.8x	5.9x	2.9x	\$1.62	\$0.56	\$0.95	1.3x	1.6x	\$2.00	17%	
Birchcliff Energy	BIR	RS		Payne	265.9	\$3.11	\$827	1%	4.1x	6.0x	3.6x	4.1x	1.6x	\$1.26	\$0.69	\$1.46	2.2x	2.1x	\$4.50	45%	
Crescent Point Energy Corp.	CPG	RS		Wood	580.0	\$4.95	\$2,871	0%	2.7x	3.9x	3.4x	2.6x	1.6x	\$3.35	\$1.65	\$2.45	1.7x	2.1x	\$7.00	42%	
Enerplus Corporation	ERF	RS		Wood	255.6	\$6.79	\$1,736	2%	3.6x	3.5x	3.3x	1.5x	1.3x	\$3.04	\$1.61	\$3.13	2.3x	2.2x	\$10.50	56%	
reehold Royalties	FRU	RS		Wood	131.6	\$7.95	\$1,046	4%	9.7x	7.8x	7.6x	0.9x	-0.1x	\$1.00	\$0.61	\$1.04	7.2x	7.7x	\$9.00	18%	
Headwater Exploration	HWX	RS		Payne	215.3	\$4.41	\$949	0%	-0.3x	92.6x	10.3x	-9.2x	-0.9x	\$0.09	\$0.06	\$0.40	66.4x	11.1x	\$4.50	2%	
Kelt Exploration	KEL	RS		Payne	188.6	\$2.72	\$513	0%	5.6x	4.9x	5.0x	-0.4x	-0.1x	\$0.99	\$0.31	\$0.54	6.3x	5.0x	\$4.00	47%	
MEG Energy	MEG	RM		Wood	302.7	\$7.07	\$2,140	0%	4.6x	7.7x	5.4x	10.0x	3.9x	\$2.41	\$0.92	\$2.00	4.3x	3.5x	\$11.00	56%	
NuVista Energy	NVA	RM	\downarrow	Payne	225.7	\$2.31	\$521	0%	4.3x	4.2x	4.4x	3.8x	2.6x	\$1.18	\$0.70	\$0.92	1.6x	2.5x	\$3.00	30%	
Paramount Resources	POU	RM		Payne	121.5	\$11.07	\$1,345	0%	4.9x	6.1x	4.3x	5.7x	1.5x	\$2.29	\$1.12	\$3.19	2.7x	3.5x	\$13.50	22%	
Parex Resources	PXT	RS		Wood	117.8	\$23.38	\$2,754	0%	3.9x	6.6x	2.7x	-1.1x	-0.8x	\$5.02	\$2.96	\$6.20	7.9x	3.8x	\$34.00	45%	
Peyto Exploration & Development	PEY	RS		Wood	164.9	\$5.40	\$890	1%	5.2x	5.9x	3.9x	5.5x	2.4x	\$1.95	\$1.29	\$2.75	2.0x	2.0x	\$8.00	49%	
PrairieSky Royalty	PSK	RM		Wood	223.3	\$13.23	\$2,955	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		Pavne	127.1	\$4.43	\$563	0%	-92.2x	6.9x	3.4x	0.3x	-0.6x	-\$0.89	\$0.67	\$1.25	0.0x	0.0x	\$6.75	52%	
Storm Resources	SRX	RM		Payne	121.9	\$3.12	\$380	0%	5.3x	5.2x	3.8x	2.3x	0.8x	\$0.49	\$0.47	\$0.98	0.0x	0.0x	\$4.00	28%	
Tamarack Valley Energy	TVE	R		R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	
Topaz Energy	TPZ	RS		Payne	113.0	\$14.48	\$1,636	6%	-1.7x	14.7x	12.0x	-2.7x	-0.9x	\$11.16	\$0.98	\$1.13	14.0x	12.8x	\$18.00	30%	
Tourmaline Oil	TOU	RS		Payne	287.0	\$26.67	\$7,653	2%	4.9x	4.9x	4.1x	1.5x	0.5x	\$4.43	\$4.36	\$6.96	3.3x	3.8x	\$37.50	43%	
Vermilion Energy Inc.	VET	RM		Wood	159.3	\$9.28	\$1,479	0%	6.2x	5.6x	4.4x	4.0x	2.6x	\$5.82	\$3.18	\$4.08	2.5x	2.3x	\$10.00	8%	
Whitecap Resources etites capitalisations	WCP	RS		Wood	633.9	\$5.52	\$3,499	3%	4.2x	4.8x	4.6x	2.5x	1.2x	\$1.64	\$1.07	\$1.60	2.9x	3.6x	\$8.50	57%	
Crew Energy	CR	RM		Payne	159.8	\$1.03	\$165	0%	4.1x	6.5x	3.6x	8.7x	2.9x	\$0.53	\$0.27	\$0.83	1.4x	1.2x	\$1.50	46%	
Pipestone Energy	PIPE	RM		Payne	278.7	\$1.67	\$465	0%	32.4x	6.8x	3.8x	4.2x	1.1x	\$0.01	\$0.15	\$0.57	4.9x	2.9x	\$2.50	50%	
Surge Energy	SGY	R		R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	
Yangarra Resources	YGR	RM		Payne	87.7	\$1.09	\$96	0%	3.2x	4.5x	2.7x	4.3x	1.9x	\$1.08	\$0.53	\$1.04	1.2x	1.1x	\$1.50	38%	

^{*}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

		Cote du			Cap. bours.	Actions e.c.	Prix de l'action		BAIIA (M)		\	VE/BAIIA	1		Dett	te nette /	BAIIA	12 mois	cours	-
	Symb.	titre	Δ	Analyste	(M)	(M)	4/29	2019	2020e	20)21e	2019	2020e	2021e	2019	2020e	2021e	Cible	Rend.	Δ
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%	1
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%	

Pipelines, services publics et infrastructures



Patrick Kenny, CFA Analyste 403 290-5451

Adjoint:

7ach Warnock: 403 355-6643

Sélections

- AltaGas
- Capital Power
- › Kevera
- Secure Energy
- > TC Energy

Apercu

Au cours des quatre premiers mois de 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 réalignement des modèles d'affaires à long terme pour les conformer aux politiques d'énergie durable - sans empiéter sur la croissance et l'augmentation des valorisations. L'indice S&P TSX était en hausse d'environ 3.0% en avril, les titres de valeur continuant d'attirer l'attention; nos indices de référence pour le secteur des intermédiaires et des services publics étaient en hausse d'environ 4.0% et 3.0%, respectivement.

Mise à jour sur les produits de base

Les inquiétudes étant vives pour la demande à court terme vu la hausse des cas de COVID dans le monde, les prix des produits de base ont enreaistré un léger repli, le WTI affichant en moyenne US\$61.50/b, soit près de 2% de moins que les niveaux de mars de US\$62.50/b environ, mais toujours presque 50% de plus que le prix moyen de 2020 d'environ US\$40/b. Cependant, il faut souligner que les prix ont commencé à monter, le WTI se situant actuellement à US\$64/b environ. Du côté du gaz, les prix de l'AECO sont restés relativement inchangés, à une moyenne de \$2.78/ kpi³, ce qui était conforme à celle de mars de \$2.74/ kpi³. En ce qui a trait aux perspectives de marketing, le différentiel du pétrole lourd WCS continuait de rester serré avec une volatilité minimale et une movenne de US\$11/b environ (conforme aux deux mois précédents), ce qui donne à croire que les pressions se maintiennent sur les résultats du marketing de pétrole brut à court terme.

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 Liane 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, à notre grande surprise, l'U.S. Army Corps of Engineers, sous la présidence Biden, a décidé de ne pas se prononcer pour une fermeture du pipeline DAPL, laissant donc la décision dans les mains du juge fédéral, qui doit encore se prononcer. Nous continuons de croire qu'il faut se préparer à la fermeture du pipeline pendant que l'USACE mène son étude d'impact environnemental (EIS) de plus de 13 mois, ce qui représente un risque de baisse d'environ 2% du BAllA et d'environ \$2 du cours de l'action (sans compter les mesures d'atténuation). Pour ce qui est de la Liane 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

Pipelines, services publics et infrastructures

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 BAllA 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'auamenter 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. En outre, AltaGas (ALA) a annoncé contre toute attente la vente et la clôture de la transaction visant ses activités de stockage et de transport aux États-Unis pour \$344 millions (US\$275 millions), qui vise des actifs immatériels, notamment des contrats de capacités de transport de gaz naturel et de stockage de gaz en location (environ 31 Gpi³). Sur la base d'un BAIIA normalisé moyen d'environ US\$16 millions sur les cinq dernières années (2016 à 2020), la transaction reflète un ratio VE/BAIIA de plus de 20 (incluant environ \$100 millions de fonds de roulement).

Mise à jour - Électricité et services publics

Récemment, TC Énergie a annoncé la publication d'une demande d'informations visant à étudier les possibilités de contrats et d'investissement dans la mise en valeur de projets d'énergie éolienne d'une capacité maximale de 620 MW d'énergie à carbone neutre pour atteindre 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. En outre, Capital Power (CPX) a récemment annoncé la conclusion d'un CAÉ virtuel avec Budweiser Canada à hauteur de 51% de la production de son projet Enchant Solar de 75 MW, initialement homologué comme centrale marchande, validant la stratégie de Capital Power qui se tourne vers différents secteurs pour faire progresser ses initiatives de décarbonation économique. Du côté des sociétés de services publics, ITC, filiale de Fortis (FTS), a conclu un accord de principe avec la Banque de l'infrastructure du Canada pour l'investissement de \$1.7 milliard dans le projet Lake Erie Connector, la Banque s'engageant à hauteur de \$655 millions (environ 40% des coûts totaux). 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.

Mise à jour sur les critères ESG

Gibson (GEI) a récemment annoncé qu'elle avait entièrement transformé sa principale facilité de crédit renouvelable syndiquée de CA\$750 millions en une facilité de crédit renouvelable durable de cinq ans, avec des conditions modifiant les coûts d'emprunt selon que la société atteint ou non ses cibles de durabilité. Notons que GEI est la première société énergétique au capital ouvert d'Amérique du Nord à avoir réaligné sa principale facilité de crédit, une tendance qui pourrait prendre de l'ampleur, les prêts liés aux objectifs de durabilité étant devenus des produits financiers de prédilection parmi les émetteurs.

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.

Pipelines, services publics et infrastructures

			Parts		Сар.	Distrib	utions pa	ar part	Rende	ment	FTP	A distr. Di	lués			Dette/	12 m	ois	
		Cote du	e.c.	Cours	bours.	est.	est.	est.	des d	istr.	est.	est.	est.	C/FT	distr.	Enc. distr. 20e	Cou	rs	Rendement
	Symb.	titre	(M)	04-29	(M)	2020e	2021e	2022e	2021e	2022e	2020e	2021e	2022e	2021e	2022e	- Liic. disti. 20e	Cible	Rend.	∆ combiné
Pipelines et divers																			
AltaGas	ALA	RS	279.7	\$23.99	\$6,709	\$0.96	\$1.00	\$1.04	4.2%	4.3%	\$2.08	\$2.69	\$2.93	8.9x	8.2x	5.2x	25.00	4.2%	↑ 8.4%
Enbridge Inc.	ENB	RS	2019.0	\$47.31	\$95,519	\$3.24	\$3.34	\$3.51	7.1%	7.4%	\$4.67	\$4.90	\$5.27	9.7x	9.0x	4.6x	51.00	7.8%	14.9%
Gibson Energy	GEI	RM	148.9	\$22.34	\$3,326	\$1.36	\$1.40	\$1.40	6.3%	6.3%	\$2.01	\$1.85	\$2.12	12.1x	10.5x	3.0x	22.00	-1.5%	4.7%
Inter Pipeline	IPL	RM	429.2	\$17.89	\$7,678	\$0.48	\$0.48	\$0.48	2.7%	2.7%	\$1.74	\$1.47	\$1.86	12.2x	9.6x	5.2x	18.00	0.6%	3.3%
Keyera	KEY	RS	221.0	\$28.07	\$6,204	\$1.92	\$1.92	\$1.92	6.8%	6.8%	\$3.26	\$2.75	\$2.70	10.2x	10.4x	4.0x	28.00	-0.2%	6.6%
Pembina Pipelines	PPL	RM	550.0	\$38.05	\$20,928	\$2.52	\$2.52	\$2.52	6.6%	6.6%	\$3.91	\$3.87	\$3.90	9.8x	9.8x	4.3x	38.00	-0.1%	6.5%
Secure Energy	SES	RS	178.6	\$4.16	\$743	\$0.03	\$0.03	\$0.03	0.7%	0.7%	\$0.53	\$0.54	\$0.81	7.8x	5.1x	2.3x	5.50	32.2%	32.9%
Superior Plus	SPB	RM	176.0	\$14.95	\$2,631	\$0.72	\$0.72	\$0.72	4.8%	4.8%	\$1.37	\$1.05	\$1.31	14.2x	11.4x	3.5x	14.00	-6.4%	-1.5%
Tidewater Midstream	TWM	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R
TC Energy Corp.	TRP	RS	978.0	\$60.92	\$59,577	\$3.24	\$3.48	\$3.69	5.7%	6.1%	\$6.13	\$5.12	\$5.86	11.9x	10.4x	5.1x	67.00	10.0%	15.7%
Tervita	TEV	RS	115.7	\$5.21	\$603	\$0.00	\$0.00	\$0.00	0.0%	0.0%	\$0.51	\$0.55	\$0.80	9.4x	6.5x	2.7x	7.00	34.4%	34.4%
Producteurs d'électricité et	services p	ublics																	
ATCO Ltd.	ACO	RM	114.7	\$41.84	\$4,797	\$1.74	\$1.79	\$1.81	4.3%	4.3%	\$2.08	\$2.44	\$2.35	17.2x	17.8x	4.5x	44.00	5.2%	9.4%
Canadian Utilities	CU	RM	273.1	\$34.73	\$9,484	\$1.74	\$1.76	\$1.78	5.1%	5.1%	\$2.69	\$2.89	\$2.94	12.0x	11.8x	5.3x	35.00	0.8%	5.8%
Capital Power	CPX	RS	107.4	\$38.91	\$4,180	\$1.99	\$2.12	\$2.25	5.5%	5.8%	\$4.96	\$5.03	\$4.74	7.7x	8.2x	4.5x	44.00	13.1%	18.5%
Emera Inc.	EMA	RM	255.1	\$56.30	\$14,363	\$2.48	\$2.58	\$2.68	4.6%	4.8%	\$1.99	\$3.66	\$4.36	15.4x	12.9x	6.2x	59.00	4.8%	9.4%
Fortis Inc.	FTS	RM	468.6	\$54.54	\$25,555	\$1.94	\$2.05	\$2.17	3.8%	4.0%	\$3.92	\$4.17	\$4.66	13.1x	11.7x	6.2x	60.00	10.0%	13.8%
Hydro One Ltd.	Н	RM	596.9	\$29.42	\$17,562	\$1.01	\$1.07	\$1.12	3.6%	3.8%	\$1.76	\$1.56	\$1.72	18.9x	17.1x	5.7x	31.00	5.4%	9.0%
TransAlta	TA	RM	269.8	\$12.15	\$3,279	\$0.17	\$0.18	\$0.18	1.5%	1.5%	\$1.30	\$1.41	\$1.61	8.6x	7.5x	3.7x	12.00	-1.2%	↓ 0.2%

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

Produits industriels



Maxim Sytchev Analyste 416 869-6517

Adjoints : Alizeh Haider : 416 869-7937 Troy Sun : 416 869-6754

Sélections

- Stantec
- > Finning International
- Toromont Industries

Produits industriels : Prévisions et thèmes pour le T1 2021E – tout tourne autour de l'expansion des multiples sur fond de discussions sur la relance des infrastructures

Nouvelle expansion des multiples à l'horizon (en supposant que le programme d'infrastructures américain se concrétise)

L'appétence pour le risque reste la position « du jour » maintenant que la peur qui sévissait le mois dernier aux États-Unis au sujet du rendement des obligations à 10 ans est dissipée. Désormais, tout tourne autour des mesures de relance et de la rapidité de la croissance (par rapport à des résultats de 2020 faciles à comparer). Descendre du train trop tôt peut être douloureux, car les tendances se manifestent sur un horizon plus long que celui de quelques trimestres. D'une manière générale, notre univers de couverture se négocie à des niveaux de valorisation absolus supérieurs à ceux de 2007, mais le contexte actuel des dépenses en infrastructures est sans doute meilleur alors aue les taux d'intérêt restent bas. Si l'on considère les sociétés de conseil et de distribution d'équipements par rapport au S&P 500, elles ont tendance à se négocier avec une prime lorsque la visibilité des revenus s'améliore. Avant 2008, les sociétés de aénie et de construction se négociaient à prime suivant un ratio C/B de 7.0, contre seulement 3.0 aujourd'hui. Pour nous, cela suggère une hausse supplémentaire dans notre groupe de couverture (en supposant que le programme d'infrastructures américain évoqué de \$2,300 milliards se concrétise).

Mise à jour des estimations, modification des cours cibles + passage de Stelco à la cote Rendement supérieur

Nous avons augmenté les ratios VE/BAIIA de 1.0 pour WSP, STN, SNC (EDPM uniquement), IBG et SJ, tout en augmentant les ratios C/B de 2.0 pour TIH et RBA et de 3.0 pour FTT (résultats mathématiquement équivalents de 1.0 fois le ratio VE/BAIIA), ce qui a entraîné une hausse des cours cibles. Pour RBA, nous avons légèrement augmenté les prévisions relatives au chiffre d'affaires et à la marge de BAIIA pour 2022E. En outre, nous faisons passer la cote de Stelco à Rendement supérieur (nouveau CC de \$36.00) en raison de la viqueur des prix, tout en réduisant le cours cible d'ABCT à \$10.00 (auparavant \$11.50) en raison de la pénurie de puces et de l'augmentation des coûts de la résine. Nous soulignons également que NOA et SJ ont été actives dans le cadre de leur OPRCN (la première 1.1 million d'actions et la seconde 760 000 actions); notez que NOA a également annoncé une importante OPRCN. Nos meilleures suggestions pour 2021 - STN et FTT pour les sociétés à grande capitalisation et ARE, IBI et ATA pour les sociétés à petite capitalisation - sont bien positionnées pour le trimestre et le reste de 2021.

Analyse sectorielle Produits industriels

				12 mois			Сар.	Dernier		BPA dilué					BAIIA (M					Dette nette/
		Cote du	Δ	Cours	Δ	Cours	bours.	exerc.	(A)	est.	est.	C/B		(A)	est.	est.	VE/B	AIIA	Div.	BAIIA
	Symb.	titre		cible		4/29	(M)	déclaré	Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	Dern. Ex	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	%	Ex1
Aecon Group	ARE	RS		\$21.00		\$18.69	\$847	12 - 2020	\$1.16	\$0.71	\$1.17	15.8x	13.5x	\$255	\$218	\$264	6.3x	6.0x	3.7%	1.1x
Bird Construction Inc.	BDT	RS		\$10.50		\$9.19	\$487	12 - 2020	\$0.71	\$0.58	\$0.82	15.8x	11.2x	\$69	\$77	\$94	4.5x	3.7x	3.7%	-1.8x
Finning International Inc.	FTT	RS		\$43.00	↑	\$32.62	\$5,294	12 - 2020	\$1.14	\$1.66	\$2.05	19.6x	15.9x	\$636	\$753	\$865	8.2x	7.1x	2.5%	1.1x
IBI Group Inc.	IBG	RS		\$14.00	1	\$10.18	\$318	12 - 2020	\$0.48	\$0.74	\$0.79	13.7x	12.9x	\$47	\$51	\$53	8.7x	8.3x	0.0%	1.1x
North American Construction Group Ltd.	NOA	RS		\$23.00	1	\$16.30	\$462	12 - 2020	\$1.74	\$1.87	\$2.08	8.7x	7.9x	\$175	\$193	\$210	4.5x	4.1x	1.0%	2.1x
Ritchie Bros. Auctioneers	RBA	RS		U\$66.00	1	U\$64.64	U\$7,029	12 - 2020	U\$1.59	U\$1.91	U\$2.06	33.8x	31.3x	U\$352	U\$373	U\$393	20.1x	19.1x	1.4%	1.0x
SNC-Lavalin	SNC	RS		\$36.00	1	\$28.02	\$4,919	12 - 2020	-\$0.67	\$1.71	\$2.41	11.8x	8.5x	\$93	\$610	\$782	7.5x	6.0x	0.3%	1.7x
Stantec Inc.	STN	RS		\$60.00	1	\$57.87	\$6,460	12 - 2020	\$2.13	\$2.39	\$2.50	24.2x	23.2x	\$435	\$472	\$505	14.6x	13.6x	1.1%	0.8x
Toromont Industries Ltd.	TIH	RS		\$107.00	1	\$99.10	\$8,136	12 - 2020	\$3.09	\$3.81	\$4.46	26.0x	22.2x	\$539	\$605	\$674	13.6x	12.2x	1.3%	0.1x
WSP Global	WSP	RS		\$143.00	1	\$128.41	\$15,045	12 - 2020	\$3.34	\$4.06	\$5.34	31.6x	24.0x	\$801	\$952	\$1,167	17.1x	13.9x	1.2%	1.2x
AutoCanada	ACQ	RM		\$40.00	1	\$50.02	\$1,367	12 - 2020	\$0.44	\$2.97	\$2.69	16.8x	18.6x	\$83	\$167	\$158	9.0x	9.5x	0.0%	0.7x
Stelco	STLC	RS	1	\$36.00	1	\$31.39	\$2,785	12 - 2020	-\$0.60	\$7.68	\$2.30	4.1x	13.7x	\$63	\$801	\$316	3.6x	9.0x	1.3%	0.0x
ATS Automation	ATA	RS		\$33.00	1	\$30.04	\$2,776	12 - 2020	\$0.99	\$1.40	\$1.58	21.5x	19.0x	\$173	\$238	\$262	13.1x	11.9x	0.0%	1.5x
ABC Technologies	ABCT	RM		\$10.00	\downarrow	\$9.86	\$518	12 - 2020	NM	U\$0.58	U\$0.80	13.6x	9.7x	U\$89	U\$147	U\$157	4.3x	4.1x	1.5%	1.6x
Stella-Jones	SJ	RM		\$57.00	↑	\$52.21	\$3,506	12 - 2020	\$3.12	\$3.23	\$3.27	16.2x	16.0x	\$343	\$350	\$359	11.7x	11.5x	1.4%	1.7x
Médiane												16.2x	15.9x				8.7x	9.0x	1.3%	<u>- </u>

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

Retour à la page «Études financières»

Santé, biotechnologie et situations spéciales



Analyste 416 869-8047 Adjoints:

Endri Leno

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

Sélections

- › Dialogue Health Technologies
- Jamieson Wellness
- Knight Therapeutics
- Medical Facilities

Points saillants d'avril 2021

En plus d'étudier une mise à jour positive de Knight Therapeutics (GUD: TSX), nous mettrons aussi l'emphase sur un nouveau titre de notre univers. Dialogue Health Technologies (CARE: TSX), que nous avons commencé à suivre après son récent PAPE de mars 2021

Knight Therapeutics

GUD a annoncé qu'elle acquerrait auprès de Novartis les droits exclusifs pour fabriquer et commercialiser Exelon (timbres, capsules et solution de rivastigmine), au Canada et en Amérique du Sud (NYSE: NVS, non coté). Après une approbation antimonopole au Brésil (45 - 90 jours), GUD paiera US\$168 millions à la clôture de la transaction et un maximum de US\$12 millions à différentes étapes. Les ventes d'Exelon ont totalisé US\$47 millions dans les régions visées par l'acquisition, soit un ratio cours/ventes de 3.8 et un ratio C/BAIIA (est.) d'environ 8.7.

Nous voyons cette acquisition d'un œil positif, car 1) la rivastigmine est l'un des médicaments les plus couramment prescrits pour le traitement de la démence liée à la maladie d'Alzheimer; 2) l'acquisition aura un effet relutif (nous estimons à environ 35% la hausse du BPA en 2022e), avec une marae BAIIA élevée d'environ 40% à 50% au moins; 3) il n'y a pas ou très peu de risque de concurrence attendue de nouveaux médicaments: 4) il s'aait d'un nouveau domaine thérapeutique (système nerveux central) pour GUD; et 5) c'est l'occasion d'exploiter l'ensemble des infrastructures de GUD au Canada et en Amérique latine. L'activité potentielle dans le secteur des médicaments génériques au Brésil pourrait être un obstacle à moyen terme (pour la formule en timbres), même si la menace que représente un générique de marque pour un produit pharmaceutique sous licence devrait être relativement limitée et que la part de marché de ce dernier ne devrait pas en souffrir. Notre cours cible passe de \$6.75 à \$7.75 après une révision à la hausse de notre BPA 2022e et une augmentation de notre ratio C/B de 12 à 15. Nous maintenans la cote Rendement supérieur.

Dialogue Health Technologies

Nous avons commencé à suivre le titre Dialogue avec une cote Rendement supérieur et un cours cible de \$20.50, aui impliaue un ratio VE/ventes 2023e de 9.0. Dans l'ensemble, nous apprécions les facteurs positifs du secteur ainsi que les attributs de Dialogue, notamment 1) le recours croissant et la prévalence des soins de santé virtuels; 2) la santé mentale est une préoccupation croissante qui peut trouver une réponse virtuelle; 3) le faible recours au PAE peut être traité grâce à une approche en ligne; 4) le marché adressable total est vaste; 5) la plateforme intégrée est facile d'utilisation; et 6) le modèle de souscription en B2B et les revenus récurrents garantissent une visibilité sur le chiffre d'affaires et une prévisibilité des coûts. Le titre se négocie à un ratio VE/ventes nettement supérieur aux sociétés comparables, mais, selon nous, la prime qu'implique notre cours cible se justifie par 1) une visibilité accrue grâce à des revenus récurrents et réguliers; 2) une position de choix sur le marché canadien des soins virtuels de santé primaire et mentale: et 3) le potentiel de la société de bouleverser les habitudes dans la dispense en personne de soins de santé primaire et mentale et le recours au PAE. Pour confirmer notre thèse, nous avons tout lieu de croire que CARE se mettra en quête d'acquisitions (ce dont nous ne tenons pas compte dans nos prévisions), car 1) nous estimons que seulement une portion (environ \$35 à \$40 millions sur les \$91 millions) du produit du PAPE est nécessaire pour financier l'exploitation: et 2) la société a des antécédents en la matière (deux transactions positives pour le chiffre d'affaires en 2020).

Santé, biotechnologie et situations spéciales

			Capitalisation	Actions		Dernier			FTDPAD					BAIIA (M)				Dette	Dette nette/	Cours
		Cote du	boursière	e.c.	Cours	quartier	Rendement	(A)	est.	est.	C/F	TDA	(A)	est.	est.	VE/E	BAIIA	Nette	BAIIA	cible
	Symb.	titre 🛕	(M)	(M)	4/29	déclaré	actuel	Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	(M)	Ex1	12 mois
Santé et biotechnologie																				
Akumin	AKU.u	RM	217.55	70.2	3.10u	4/2020	0.0%	0.01u	0.11u	0.12u	27.1	26.6	53.7u	68.5u	79.5u	9.8	8.9	345.6u	4.3	3.25u
Andlauer Healthcare Group	AND	RM	1,402.85	38.4	36.57	4/2020	0.5%	0.81	1.08	1.29	34.0	28.3	78.9	96.1	105.5	16.6	14.9	208.6	2.0	38.00
Dialogue Health Technologies	CARE	RS	1,023.78	64.9	15.78	4/2020	0.0%	0.42	(0.26)	(0.07)	nmf	nmf	(16.9)	(15.0)	(2.5)	nmf	nmf	-	-	20.50
IMV Inc.	IMV	RM	230.13	67.1	3.43	4/2020	0.0%	(0.48)	(0.47)	(0.67)	nmf	nmf	(32.8)	(35.9)	(51.5)	nmf	nmf	-	-	5.25
Jamieson Wellness	JWEL	RS	1,532.32	39.9	38.43	4/2020	1.3%	1.17	1.27	1.31	30.2	29.3	88.0	100.0	105.4	17.0	16.0	147.9	1.4	42.75
Knight Therapeutics	GUD	RS	700.91	130.0	5.39	4/2020	0.0%	0.09	0.20	0.33	27.4	16.3	16.8	34.5	56.2	16.5	10.1	-	-	7.75
Medical Facilities Corp.	DR	RS	228.32	31.1	7.34	4/2020	3.8%	0.96u	0.93u	0.97u	6.6	6.3	57.3u	55.7u	57.9u	5.8	5.6	95.8u	2.1	7.75
Theratechnologies	TH	RM	401.64	93.8	4.28	4/f2020	0.0%	(0.15)u	0.06u	0.09u	54.9	36.6	(7.1)u	10.4u	13.0u	29.3	23.5	-	-	3.75
Situations spéciales																				
K-Bro Linen	KBL	RM	487.83	10.7	45.69	4/f2020	2.6%	2.49	2.28	2.61	20.1	17.5	43.8	43.8	50.3	13.1	11.4	84.2	1.7	42.00
Rogers Sugar	RSI	RM	573.59	103.5	5.54	1/f2021	6.5%	0.37	0.42	0.43	13.1	12.9	92.3	100.4	104.7	9.3	9.2	361.5	3.5	5.00
Chemtrade Logistics Income Fund	CHE.UN	RM	780.51	103.0	7.58	4/f2020	7.9%	0.52	0.70	1.04	10.8	7.3	265.3	307.6	339.2	7.0	6.1	1,304.5	3.8	7.00

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

Source: Rapports des sociétés, FBN, Refinitiv

u = dollars US

Services financiers diversifiés



Jaeme Gloyn, CFA Analyste 416 869-8042

Adjointe:

Julia Gul: 416 869-7495

Sélections

- > Trisura Group
- > Element Fleet Management

Budget 2021 et apercu des sociétés de crédit hypothécaire

Points saillants du budget 2021

- **D** goeasy (TSX: GSY) Dans le cadre du budget 2021, le gouvernement du Canada a annoncé l'intention de lancer des consultations sur la réduction du taux d'intérêt maximal prévu dans le Code criminel du Canada. Bien au'il soit difficile d'évaluer le moment et l'ampleur de tout résultat potentiel, nous pensons que le changement de ton pourrait temporairement peser sur les actions de GSY, surtout après un parcours brillant depuis le début de l'année (et au cours de la dernière année). Cela dit, nous pensons qu'une réaction modérée est justifiée étant donné que i) les tentatives antérieures de révision du taux d'intérêt maximal n'ont pas abouti, et ii) goeasy a la solide réputation d'aider les Canadiens à améliorer leur bien-être financier. De plus, le gouvernement vise expressément les prêteurs sur salaire dans sa proposition. Nous appliquons un multiplicateur d'environ 14x à nos estimations du BPA ajusté pour 2022 pour arriver à notre cours cible de \$156.
- Morneau Shepell (TSX: MSI) Le gouvernement affecte plus de \$257 millions au soutien des initiatives en matière de santé mentale. Dans l'ensemble, nous croyons que MSI est susceptible de remporter des contrats, notamment en raison du lancement réussi d'iCBT auprès de la fonction publique du Manitoba et de l'Ontario. Notre cours cible de \$38 repose sur un multiple de valorisation cible VE/BAIIA (tous deux inchangés) d'environ 13.5.

Sociétés de crédit hypothécaire : Nous aimons la configuration à l'approche de la publication des résultats du T1 2021

Les cours des actions des sociétés de crédit hypothécaire sont en hausse de 5% à 29% depuis le début de l'année (contre 10% pour la TSX), mais ils ont stagné depuis la publication des résultats du T4 2020. Selon nous, la combinaison de la hausse des taux d'intérêt, d'une intervention potentielle des organismes de réglementation et d'une certaine lassitude des investisseurs après le doublement du cours des actions au cours de l'année écoulée a probablement pesé sur le secteur ces dernières semaines. Nous ne sommes pas du tout inquiets. En fait, nous pensons que les investisseurs disposent d'une opportunité intéressante pour renforcer leurs positions. Nous aimons la configuration actuelle à l'approche de la publication des résultats du T1 2021, les taux d'intérêt semblant avoir atteint un plateau (les obligations de référence du gouvernement du Canada à 5 ans sont stables à environ 1.0% et une hausse du taux directeur est encore loin d'être prévue pour le S2 2022), l'intervention des organismes de réglementation n'étant pas au programme pour le moment (le budget fédéral n'a proposé aucune nouvelle politique importante, l'intervention du BSIF a été modeste et les PDG des six grandes banques ont préconisé une approche attentiste), et la forte réaction des actions après l'annonce des résultats. Nous maintenons notre opinion favorable à l'égard du secteur (ventes de résidences record à l'échelle nationale, taux d'intérêt bas, pertes d'emplois limitées aux secteurs touchés par la COVID, nombres de consommateurs et d'entreprises insolvables inférieurs à ceux d'il y a un an, etc.) et augmentons nos estimations sur la base de prévisions de montage de prêts hypothécaires et de libérations de PPC supérieures.

Services financiers diversifiés

			Сар.	Actions		Dernier	В	PA dilué					VCPA					Cours	
	Symb.	Cote du titre Δ	bours. (Md)	e.c. (M)	Cours 4/29	exercice déclaré	dernier exerc.	est. FE1	est. FE2	FE1	C/B FE2	dernier trimest.	est. FE1	est. FE2	C/V FE1	C FE2	Div. %	cible 12 mois	Δ
Financement hypothécaire												-							
Equitable Group	EQB	RS	2.20	16.9	130.12	12/2020	12.61	14.65	15.55	8.9	8.4	93.35	107.16	121.10	1.2	1.1	1.1%		↑
First National Financial	FN	RM	3.05	60.0	50.90	12/2020	3.95	4.11	4.27	12.4	11.9	8.51	10.08	11.88	5.0	4.3	55.4%	55.00	1
Home Capital Group Timbercreek Financial	HCG TF	RS RM	1.69 0.74	51.8 80.9	32.61 9.12	12/2020 12/2020	3.55 0.67	4.47 0.70	5.36 0.69	7.3 13.1	6.1 13.2	32.42 8.47	36.66 8.48	41.42 8.48	0.9 1.1	0.8 1.1	7.6%	44.00 9.00	1
Financement spécialisé		TAW	0.14	00.0	0.12	12/2020	0.07	0.10	0.00	10.1	10.2	0.47	0.40	0.40			1.070	0.00	ı
ECN Capital	ECN	RS	1.97	242.3	8.15	12/2020	0.13	0.39	0.48	17.1	13.7	2.79	2.93	3.08	2.3	2.2	1.5%	10.50	ı
Element Fleet Management	EFN	RS	6.60	440.2	14.99	12/2020	0.77	0.84	0.97	17.9	15.4	7.43	7.64	8.23	2.0	1.8	1.7%	19.00	ı
goeasy	GSY	RS	2.15	14.8	145.09	12/2020	7.57	9.03	11.15	16.1	13.0	29.97	47.84	56.55	3.0	2.6	1.8%		^
Brookfield Business Partners	BBU	RS	6.54	148.7	44.00	12/2020	NA	NA	NA	NA	NA	23.48	30.89	39.01	1.4	1.1	0.6%	50.00	.
Power Corporation of Canada	POW	RM	24.19	677.2	35.72	12/2020	3.00	3.51	3.87	10.2	9.2	31.38	33.01	35.02	1.1	1.0	5.0%	38.00	ı
Entreprises de RH																			ı
Morneau Shepell	MSI	RS	2.2	70.0	31.08	12/2020	0.80	0.72	0.98	43.2	31.7	9.39	9.46	9.79	3.3	3.2	2.5%	38.00	ı
Bourses des valeurs																			ı
TMX Group	Χ	RM	7.70	56.2	136.98	12/2020	5.88	6.50	6.82	21.1	20.1	64.22	67.19	70.26	2.0	1.9	2.0%	146.00	1
Assurance																			ı
Intact Financial Corp.	IFC	RS	23.42	143.0	163.77	12/2020	9.92	10.1	10.89	16.1	15.0	58.79	79.04	84.71	2.1	1.9	2.0%	200.00	ı
Trisura Group Ltd.	TSU	RS	1.34	10.3	130.25	12/2020	3.68	4.74	5.65	27.5	23.0	28.23	32.68	38.05	4.0	3.4		177.00	ı
Fairfax Financial Holdings	FFH	RS	14.75	26.0	566.39	12/2020	6.29	59.75	53.79	7.7	8.6	497.23	529.39	575.74	0.9	8.0	2.3%	700.00	1
Gestion d'actifs																			ı
Fiera Capital Corp.	FSZ	RM	1.12	103.7	10.79	12/2020	1.38	1.34	1.46	8.1	7.4	4.54	4.50	4.57	2.4	2.4	7.8%	12.00	,
IGM Financial Inc.	IGM	RS	10.25	238.3	43.00	12/2020	3.20	3.83	4.21	11.2	10.2	21.16	22.75	24.73	1.9	1.7	5.2%	51.00]

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

Services industriels diversifiés



Michael Storry-Robertson Adjoint 416 507-8007

Sélections

- > Enerflex Ltd.
- Ag Growth International

Mullen Group Ltd.

Les résultats du premier trimestre de Mullen sont conformes aux attentes; à l'affût d'acquisitions complémentaires après un début d'année 2021 chargé en matière de fusions et acquisitions.

Mullen a annoncé un BEAA de \$47.1 millions au T1, juste au-dessus du BAIIA estimatif consensuel de \$46.0 millions. Le chiffre d'affaires de \$290.5 millions au T1 a été légèrement inférieur à l'estimation des analystes et de FBN, soit environ \$298 millions, en grande partie en raison d'une contribution plus faible que prévue du seament Services spécialisés et industriels (son chiffre d'affaires au T1 ayant diminué d'environ 29% a/a, les niveaux d'activité dans le BSOC ayant été entravés par les perturbations liées à la COVID-19 et les dépenses réduites, les producteurs étant résolument attachés à vivre avec les flux de trésorerie générés). À la suite de l'annonce de deux acquisitions importantes le mois dernier (APPS Transport Group et Bandstra Group devraient ajouter environ \$30 millions au BAIIA annuel combiné), la direction a déclaré que le secteur de la logistique et du fret était mûr pour une nouvelle consolidation et a noté que plusieurs acquisitions supplémentaires étaient en cours d'évaluation, soulignant le potentiel des acquisitions complémentaires pour ajouter de la valeur tout en s'appuyant sur la plate-forme existante de Mullen. Bien que le prix d'achat de l'acquisition d'APPS Transport Group n'ait pas encore été communiqué, nous estimons que \$30 à \$40 millions seront prélevés sur la facilité de crédit à la clôture (prévue pour le milieu de 2021), ce qui veut dire qu'il reste plus de \$100 millions de liquidités sur la facilité de crédit de \$150 millions (nos prévisions indiquent un ratio dette nette/BAIIA DDM toujours solide d'environ 2.0x à la fin de 2021 et d'environ 1.5x à la fin de 2022). **Nous maintenons** notre cours cible de \$15.25, toujours en fonction d'un ratio VE/BAIIA 2022e de 7.6x, ce qui correspond à la moyenne du groupe de référence élargi et ce qui est légèrement inférieur au ratio VE/BAIIA moyen prévisionnel postérieur à 2014 de MTL. En raison de la stabilité du bilan et des perspectives de fusions et acquisitions additionnelles, nous réitérons notre cote Rendement supérieur.

Pason Systems Corp.

Malgré ce que nous considérons comme une réduction du plafond d'activité pour le nombre d'appareils de forage après la pandémie, nous nous attendons à ce que Pason continue à générer d'importants flux de trésorerie disponibles.

Les résultats financiers de Pason restent étroitement liés au nombre d'appareils de forage en Amérique du Nord et, bien que nos attentes à long terme concernant les niveaux d'activité des appareils de forage restent bien inférieures aux normes précédentes de milieu de cycle, par rapport à nos prévisions pour 2022, nous prévoyons une augmentation du BAIIA d'environ 20% pour PSI au point médian de ce que nous considérons comme une fourchette raisonnable du nombre d'appareils de forage à long terme (environ \$75 millions contre notre BAIIA estimatif actuel pour 2022 d'environ \$64 millions). Bien que cela représente un BAIIA annuel sensiblement plus faible par rapport à la moyenne d'environ \$125 millions en 2017-2019, nous nous attendons à ce que Pason génère des flux de trésorerie disponibles d'environ \$50 millions dans un tel environnement (après les investissements de maintien), ce qui implique une couverture suffisante pour le dividende actuel (environ \$17 millions par an) et d'importants flux de trésorerie disponibles excédentaires pour financer des occasions de croissance ou d'autres objectifs (OPRCN, augmentation du dividende, etc.). Étant donné les prévisions de réduction du plafond d'activité pour le nombre d'appareils de forage en Amérique du Nord après la pandémie (les participants de l'industrie restant attachés à limiter les dépenses d'investissement aux flux de trésorerie générés), nous nous attendons à ce que PSI se négocie à une décote par rapport aux ratios VE/BAIIA supérieurs enregistrés après les ralentissements précédents. Mais même dans le contexte d'une décote de 30% par rapport au ratio VE/BAIIA prévisionnel historique associé au BAIIA attendu, nous voyons une valeur par action supérieure à notre cours cible de \$11, ce qui, compte tenu du bilan toujours impeccable de PSI (aucune dette à long terme et liquidités d'environ \$150 millions à la fin de 2020), vient conforter nos perspectives positives. Nous maintenons donc notre cote Rendement supérieur et notre cours cible de \$11.00, en fonction d'un ratio VE/BAIIA 2022e inchangé de 11.9x.

Analyse sectorielle Services industriels diversifiés

			Cap.	Actions			BAIIA (M)			VE/BAIIA		Dette nette	12 moi	s cours
		Cote du		e.c.	Cours							BAIIA		
	Symb.	titre Δ	(M)	(M)	4/29	2020	2021e	2022e	2020	2021e	2022e	2021e	Target	Return △
Ag Growth International Inc.	AFN	RS	804.20	18.7	42.98	149.3	166.8	191.3	10.7	9.5	7.7	4.6	54.00	27%
Enerflex Ltd.	EFX	RS	733.57	89.7	8.18	191.3	142.0	191.0	5.7	7.4	5.3	2.2	10.50	29%
Mullen Group Ltd.	MTL	RS	1302.66	96.9	13.45	191.5	222.2	245.0	8.7	8.0	6.9	2.1	15.25	17%
Pason Systems Corp.	PSI	RS	782.70	83.1	9.42	39.3	43.7	63.9	16.1	14.7	9.9	-3.2	11.00	19%
Shawcor Ltd.	SCL	RS	419.72	70.4	5.96	43.8	100.2	127.2	16.2	7.1	5.4	2.9	8.75	47%

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

US = dollars US

Situations spéciales



Zachary Evershed, CFA Analyste 514 412-0021

Adjoint:

Thomas Bolland: 514 871-5013

Sélections

-) AD
-) HDI
- > PLC

Les facteurs positifs endogènes seront complétés par des activités de fusion et d'acquisition (TSX : HDI)

Maintenant que 2020 est derrière nous, nous nous plongeons dans les perspectives d'après pandémie de HDI. Selon nous, la société reste extrêmement bien placée pour croître à la fois de manière endogène et par le biais de fusions et d'acquisitions, notamment grâce à la pénurie de logements sur le marché américain.

Retour de l'inflation des prix du bois d'œuvre de feuillus et des panneaux

Après plus de deux ans de repli des prix, les indices de prix du bois franc participent à la tendance inflationniste générale et affichent un rebond robuste, en particulier celui du bois d'œuvre de feuillus qui a augmenté de 27.3% a/a en mars, conformément aux commentaires antérieurs de la direction indiquant une hausse d'environ 30%. Étant donné que le bois d'œuvre de feuillus représente plus de 25% du chiffre d'affaires de HDI et que le contreplaqué de feuillus en représente environ 33%, les augmentations saines des prix devraient conduire à une croissance endogène accrue et à un meilleur levier d'exploitation en 2021e.

Les mises en chantier devraient rester un moteur de la vigueur

Bien que la formation de ménages américains ait diminué en 2020 pour la première fois de leur histoire en raison de la pandémie, le rapport entre le stock de logements 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 supérieure pendant une période pouvant s'étendre sur 3.5 années, en fonction de 1.7 million de mises en chantier par an. En outre, nous pensons que la formation de ménages est susceptible de rebondir fortement à la sortie de la pandémie de COVID-19, et que 2019 est un meilleur indicateur de la véritable pénurie de logements. Les chiffres d'avant la pandémie indiquent qu'environ 3 millions de logements neufs seront nécessaires pour revenir

à la moyenne à long terme de 1.11x, ce qui correspond à environ 6.5 années de construction à un rythme annuel de 1.7 million de mises en chantier. Notre estimation correspond à peu près à un rapport récent de la National Association of Realtors, qui indique que les stocks de maisons individuelles à vendre sont à leur plus bas niveau depuis 1982 et qu'il manque environ 2.4 millions de maisons pour atteindre un marché équilibré.

Fusions et acquisitions toujours au menu pour 2021

Avec les résultats du T4 2020, la direction a réaffirmé que les fusions et acquisitions étaient la principale priorité de la société en matière d'affectation de capitaux, et le portefeuille d'occasions reste bien rempli. Ces objectifs peuvent être poursuivis en position de force, car la société possède toujours des liquidités d'environ \$90 millions, et les solides FTD de \$79.1 millions générés en 2020 ont permis de réduire le ratio dette nette/BAIIA à 1.9x (1.3x en excluant les obligations découlant d'un contrat de location-acquisition et les paiements de loyer). Nous pensons que les ratios ont commencé à augmenter pour les cibles d'acquisition de grande taille, mais qu'ils restent largement inchangés pour les cibles de petite et moyenne taille.

Cote Rendement supérieur, cours cible de \$42.00

Notre cours cible de \$42.00 est fondé sur un BPA 2022e de 17x (multiple de base de 16x, prime de croissance par fusions et acquisitions de 1x). Nous attribuons à HDI la cote Rendement supérieur, car, selon nous, elle dispose de solides perspectives de croissance endogène en 2021 et 2022 et est susceptible d'accélérer les fusions et acquisitions grâce à des liquidités d'environ \$90 millions et à un environnement propice.

Situations spéciales

				Сар.	Actions		Dernier	ВР	A dilué					BAIIA (M)				Dette nette/	12 mois	
		Cote du		bours.	e.c.	Cours	exerc.	(A)	est.	est.	C/E	3	(A)	est.	est.	VE/E	AIIA	Div.	BAIIA	Cours	
	Symb.	titre	Δ	(M)	(M)	4/29	déclaré	Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	%	Ex2	cible	Δ
Alaris Equity Partners Income Trust	AD	RS		657.1	38.9	16.88	12/2020	0.51	1.56	1.78	10.9	9.5	85.6	117.0	127.8	8.2	7.5	7.3%	2.3	21.00	
Boyd Group Services Inc.	BYD	RS		4,880.8	21.5	227.31	12/2020	2.57	4.09	6.89	55.6	33.0	293.6	355.3	472.9	15.9	11.9	0.2%	1.4	265.00	
CanWel Building Materials	CWX	RS		R	R	R	12/2020	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	
Cascades	CAS	RS		1,473.7	101.0	14.59	12/2020	1.95	1.33	1.98	10.9	7.4	675.0	637.3	725.4	5.2	4.4	2.2%	2.3	20.50	•
Dexterra Group Inc.	DXT	RS		391.8	64.9	6.04	12/2020	1.24	0.33	0.50	18.3	12.1	36.9	66.5	80.5	6.8	5.0	5.0%	0.7	8.50	
GDI Integrated Facility Services	GDI	RS		1,298.5	22.8	57.00	12/2020	2.11	2.03	1.99	28.1	28.6	104.9	126.5	123.5	11.4	11.1	0.0%	1.3	59.00	
Hardwoods Distribution	HDI	RS		760.5	21.4	35.52	12/2020	2.03	2.31	2.46	15.4	14.4	97.5	108.5	112.1	8.6	8.1	1.1%	1.7	42.00	↑
Intertape Polymer Group Inc.	ITP	RS		1,776.2	59.7	29.73	12/2020	1.51	1.60	1.81	18.6	16.4	210.1	225.6	243.1	8.3	7.5	2.6%	1.9	34.00	
KP Tissue	KPT	RM		98.1	9.7	10.09	12/2020	0.53	0.17	0.81	57.7	12.5	197.8	173.5	221.4	7.2	7.3	7.1%	3.4	10.50	¥
New Look Vision Group	BCI	R		R	R	R	12/2020	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	
Park Lawn Corporation	PLC	RS		1,034.4	30.0	34.48	12/2020	1.16	1.31	1.54	26.2	22.5	79.9	90.6	99.2	14.0	11.7	1.3%	2.1	43.00	
Richelieu Hardware	RCH	RM		2,421.5	56.3	43.01	11/2020	1.50	1.76	1.94	24.4	22.2	154.5	173.5	186.8	13.2	11.9	0.7%	0.1	43.50	1
Savaria Corporation	SIS	RM		970.5	51.2	18.96	12/2020	0.52	0.78	1.02	24.2	18.6	59.8	102.7	126.7	13.4	11.9	2.5%	0.4	20.00	
Uni-Sélect	UNS	RS	↑	582.4	42.4	13.74	12/2020	(0.18)	0.51	0.82	27.0	16.8	88.8	116.5	132.2	8.2	7.0	0.0%	2.8	14.00	↑

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

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

Source: Rapports des sociétés, FBN, Refinitiv

Technologie



Richard Tse Analyste 416 869-6690

Adjoints:

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

Sélections

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

Faites vos jeux

Depuis le début de l'année, l'indice S&P de la technologie est en hausse de 9.36%, comparativement à 11.80% pour l'indice S&P 500. Au Canada, le tableau est le même, et même plus extrême, l'indice TSX de la technologie étant en repli de 0.42%, pour une hausse de 10.55% de l'indice TSX. Comme vous le savez peut-être, jusqu'à il y a quelques semaines, l'intérêt cette année s'était réorienté vers les titres cycliques de valeur exposés à la remise en marche des économies. Mais, ces dernières semaines, le secteur de la technologie a regagné les faveurs des investisseurs, même si le retour en grâce était largement dû aux titres de croissance reconnus et biens établis (et aussi traditionnels). À l'entrée dans la période de publication des résultats du T1, nous ne nous attendons pas à des surprises majeures sur les grands thèmes qui animent les titres que nous couvrons. Cela dit, notre analyse sur les taux d'intérêt donne à penser que le profil de risque à court terme est actuellement plus élevé que pour la moyenne du groupe. Consultez notre commentaire trimestriel *Pick Your Spots* pour une analyse détaillée. Sovons clairs, nous restons optimistes pour les perspectives du secteur, malaré les fluctuations à court terme. Selon nous, l'innovation continue d'assurer au groupe dans son ensemble un potentiel de croissance démesuré. Nous continuons de croire que les tendances lourdes que la pandémie a déclenchées ou accélérées conserveront une forme de permanence, et beaucoup de nos titres cotés Rendement supérieur sont bien positionnés dans ces tendances. Comme nombre de ces titres sont redescendus de leurs pics historiques, nous pensons que les investisseurs devraient surveiller les points d'entrée de façon opportuniste. En même temps, nous continuons de croire que les titres traditionnels tels qu'OpenText et CGI sont fondamentalement sousévalués et que les caractéristiques fondamentales sous-jacentes telles que des flux de trésorerie disponibles considérables ont permis à ces titres de dépasser le groupe dans son ensemble depuis le début de l'année. En ce aui concerne la sélection des titres, nous continuerions d'accumuler de façon opportuniste des actions de certains titres de croissance tels que Docebo, Lightspeed, Kinaxis, Nuvei, Farmers Edge, Shopify et Real Matters, de compléter avec des titres qui font référence comme CGI et OpenText et de sélectionner des titres dans le créneau des situations spéciales comme Altus. Voici ci-dessous une mise à jour sur certains de nos titres auxquels nous attribuons 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 movennes 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 continue de capter des parts de marché en utilisant une stratégie de croissance endogène et par acquisitions, ce qui fortifie sa position croissante de chef de file dans ses segments cibles. Autre élément impressionnant, la résilience de la société et sa capacité d'orienter ses clients, déjà acquis à la marque ou pas encore fidélisés, vers des produits pertinents dans le contexte sanitaire actuel. Pour l'avenir, si nous arrivons à dépasser le stade des mesures de confinement qui se succèdent de par le monde, nous sommes d'avis que, si la société peut poursuivre ses activités dans les mêmes conditions que l'année dernière, une normalisation de la situation amplifiera grandement ses capacités à prospérer – c'est pourquoi nous persistons à croire que le titre recèle un formidable potentiel de hausse.

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

Technologie

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 moteurs potentiels dans le prix du titre étant donné l'historique de l'exécution.

			Сар.	Actions		Dernier		BPA dilué					BAIIA (M)					Cours	
		Cote du	bours.	e.c.	Cours	exercice	(A)	est.	est.	C/E	}	(A)	est.	est.	VE/B	AllA	Valeur	Ratio	cible
	Symb.	titre Δ	(M)	(M)	4/29	déclaré	Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	compt.	d'endet.	12 mois Δ
Absolute Software Corp.	ABST	RM	913	52.1	17.53	2020	0.24u	0.22u	0.24u	NMF	NMF	27.4u	28.7u	29.4u	21.6	21.0	(0.8u)	0%	18.00
Altus Group Limited	AIF	RS	2,475	40.6	60.98	2020	1.46	1.82	1.91	33.5	31.9	88.1	98.7	101.9	25.7	24.9	9.5u	28%	70.00
Blackline Safety Corp.*	BLN	RS	424	52.2	8.13	2020	(0.14)	(0.19)	(0.10)	NMF	NMF	5.5	5.3	10.2	70.5	36.4	0.0u	0%	12.00
CGI Inc.	GIB.A	RS	27,653	261.8	105.63	2020	4.68	5.40	5.80	19.6	18.2	2426.3	2732.7	2883.4	10.8	10.2	27.7	33%	120.00
Constellation Software Inc.	CSU	RM	38,018	21.2	1,794.00	2020	27.84u	36.08u	44.00u	40.4	33.1	933.0u	1,194.7u	1,303.4u	25.9	23.8	42.6u	43%	1900.00 1
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 个
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	104.2	54.2	9.9u	0%	225.00
Lightspeed POS	LSPD	RS	7,721u	119.9	64.40u	2020	(0.48u)	(0.51u)	(0.52u)	NMF	NMF	(21.7u)	(29.9u)	(48.7u)	NMF	NMF	5.4u	4%	90.00u
Maxar Technologies Ltd.	MAXR	RM	2,416u	63.4	38.11u	2020	(3.02u)	3.59u	(1.71u)	10.6	NMF	416.0u	437.0u	451.7u	10.9	10.6	15.7u	71%	52.00u
mdf commerce inc.	MDF	RM	261	22.7	11.48	2020	(0.03)	(0.20)	(0.09)	NMF	NMF	8.5	6.3	6.9	35.4	32.4	4.7u	11%	13.50
Nuvei Corporation	NVEI	RS	10,266	131.5	78.09	2019	(0.32u)	(0.04u)	0.89u	NMF	NMF	87.2u	157.8u	172.1u	52.9	48.5	8.8u	9%	100.00
Open Text Corporation	OTEX	RS	13,179u	272.8	48.30u	2020	2.89u	3.29u	3.41u	14.7	14.2	1,148.2u	1,231.8u	1,335.6u	12.6	11.6	14.9u	51%	60.00u
Pivotree Inc.*	PVT	RS	211	26.6	7.95	2019	(0.03)	(0.02)	0.07	NMF	NMF	5.4	5.6	7.1	39.6	31.4	0.5	58%	13.00
Real Matters Inc.	REAL	RS	1,282	88.5	14.49	2020	0.56u	0.81u	1.05u	14.5	11.2	72.2u	90.5u	116.9u	10.1	7.8	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
Sierra Wireless Inc.	SWIR	RI	557u	36.4	15.30u	2020	(0.01u)	(1.16u)	(0.44u)	NMF	NMF	21.0u	(25.8u)	4.8u	NMF	107.2	9.4u	7%	15.00u
Tecsys Inc*	TCS	RS	670	14.9	45.10	2020	0.18	0.46	0.58	NMF	NMF	10.3	16.0	17.2	41.8	38.8	4.45	4%	55.00

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

u = dollars US

Technologies propres et développement durable



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

Adjoints:

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

Sélections

- Innergex 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 cina dernières années, mais il existe encore de nombreuses occasions de croissance pour les sociétés du secteur. La récente hausse des taux obligataires et le rééquilibrage de l'indice S&P mondial des énergies propres (S&P Global Clean Energy Index) ont nui à certains titres que nous suivons, mais nous pensons que les fonds devraient continuer d'affluer vers le secteur. Nos titres favoris sont INE. NPI et BLX.

Innergex énergie renouvelable inc. (INE: TSX; Rendement supérieur; cours cible de \$28.00):

INE compte parmi les plus importants PÉI d'énergie renouvelable du Canada, avec une capacité de production de 2.742 MW (nets), dont plus de 30% d'actifs éoliens au Québec et en France. Sa capacité de production est diversifiée tant du point de vue des actifs d'énergie renouvelable (hydroélectricité environ 29%, éolien environ 57% et solaire environ 14%) que des régions (Canada environ 53%, États-Unis environ 33%, France environ 8%, Chili environ 6%). Selon nous, les activités de construction d'INE à court terme pourraient bientôt porter fruit, le projet d'énergie solaire Hillcrest de 200 MW dans l'Ohio devant entrer bientôt en production, avant d'être terminé d'ici la fin de mai. En outre, le projet de parc éolien Griffin Trail de 226 MW au Texas devrait entrer en service d'ici la mi-juillet et, comme il n'est pas couvert, il réduit l'exposition d'INE aux contrats de couverture du Texas. 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 sous peu le stade de la construction. Les résultats du T4 étaient positifs pour la plupart des actifs, mais on s'attend à ce que les intempéries exceptionnelles au Texas coûtent environ \$80 millions cette année, soit près de 2% de la capitalisation boursière d'INE. La situation au Texas pourrait bien étirer le ratio de distribution, mais INE jouit d'une visibilité sur sa croissance à court terme et, 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 de récentes difficultés.

Northland Power Inc. (NPI: TSX; Rendement supérieur; cours cible de \$52.00):

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), notamment pour financer sa croissance, mais aussi, plus important, 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 la production éolienne au large des côtes, et nous pensons qu'il s'agit du marché le plus intéressant aujourd'hui, avec 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, principalement des projets éoliens au larae des côtes de Taïwan, du Japon, de Corée du Sud, de Pologne et d'Allemagne. Cela dit, 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 Taïwan de 1.044 MW (décision d'investissement finale attendue en 2022), suivi probablement par le projet Baltic en Pologne de 1,200 MW (décision finale d'investissement attendue en 2023). Pour 2021, la direction table sur un BAIIA ajusté de \$1.1 milliard à \$1.2 milliard (et des FTD de l'ordre de \$1.30 à \$1.50 par action). Notre cours cible, qui comprend \$10 par action au titre de la plus-value, est fondé sur des FTA à long terme établis par l'application d'un coût des capitaux propres de 4.5% sur les flux de trésorerie d'exploitation.

Technologies propres et développement durable

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

BLX est un producteur d'énergie renouvelable qui possède des actifs éoliens, solaires et hydroélectriques aux États-Unis, en France et au Canada. Elle a une capacité de production d'environ 2,455 MW essentiellement en vertu de contrats à long terme d'une durée résiduelle moyenne de près de 13 ans. BLX vise des FPER de \$200 millions à \$210 millions d'ici 2023E tout en maintenant un ratio de distribution de 40% à 60%. La société a une bonne visibilité sur l'augmentation de sa capacité de 544 MW en 2023E

et l'optimisation de sa structure de coûts. En février 2021, BLX a acquis des participations de contrôle dans sept centrales solaires aux États-Unis pour un prix d'achat de \$277 millions (US\$215.6 millions, durée moyenne pondérée des CAÉ de 21.5 ans). En outre, BLX a récemment annoncé que son projet Apuiat au Québec progressait. La société devrait observer une intensification des activités d'appels d'offres au Québec et dans l'État de New York. 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'impôts 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 en France et un pied désormais aux États-Unis, nous pensons que BLX devra faire croître ses capacités de plus de 200 MW par année pour se démarquer par sa croissance, et il semble qu'elle soit en bonne voie pour cela. Notre cours cible, qui comprend \$7 par action de croissance au titre de la plus-value, est fondé sur des FTA à long terme établis par l'application d'un coût des capitaux propres de 4.5% sur les flux de trésorerie d'exploitation.

			Сар.	Actions		Dernier		BPA dilué				Vent	es par actio	on					Cours
		Cote du	bours.	e.c.	Cours	exercice	(A)	est.	est.	C	/B	(A)	est.	est.	C/	٧	Valeur	Ratio	cible
	Symb.	titre	Δ (M)	(M)	04/29	déclaré	Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	compt.	d'endet.	12 mois Δ
Technologie énergétique																			
5N Plus	VNP	RS	336.5	82	4.08	12/2020	0.06u	0.18u	0.19u	27.5	26.2	2.14u	2.67u	2.96u	1.9	1.7	1.33u	0.22	5.75
Algonquin Power	AQN	RS	9702.4u	602	16.12u	12/2020	0.65u	0.73u	0.76u	27.3	26.1	2.98u	3.34u	3.36u	5.9	5.9	9.41u	0.44	17.00u
Altius Renewable Royalties Corp	ARR	RM	301.3	28	10.60	12/2020	(0.49)u	(0.23)u	(0.08)u	nmf	nmf	0.08u	0.02u	0.01u	nmf	nmf	5.19u	0.00	12.00
Atlantic Power	AT	AO	353.7u	118	3.01u	12/2020	(0.35)u	0.43u	0.43u	8.7	8.5	2.58u	2.44u	2.63u	1.5	1.4	1.02u	0.71	3.03u
Ballard Power Systems	BLDP	RS	6638.4u	300	22.13u	12/2020	(0.20)u	(0.17)u	(0.07)u	nmf	nmf	0.37u	0.39u	0.61u	69.7	44.5	3.19u	0.02	35.00u
Boralex	BLX	RS	4214.6	104	40.71	12/2020	0.56	0.87	0.89	57.7	56.2	6.44	7.28	7.30	6.9	6.9	9.57	0.68	50.00
Brookfield Infrastructure	BIP	RS	25212.3u	465	54.22u	12/2020	1.34u	1.41u	1.42u	47.4	47.0	8.81u	10.30u	10.66u	6.5	6.3	44.40u	0.69	60.00u
Brookfield Renewable	BEP	RM	25974.3u	645	40.24u	12/2020	0.00u	0.00u	0.00u	na	na	3.36u	3.93u	4.02u	12.6	12.3	24.27u	0.35	42.00u
DIRTT Environmental Solutions	DRT	RS	276.1u	85	3.26u	12/2020	(0.13)u	(0.13)u	0.01u	nmf	nmf	2.03u	1.96u	2.45u	2.0	1.6	1.38u	0.00	3.00u
GFL Environmental Inc.	GFL	RS	15682.1	384	40.82	12/2020	(2.72)	(0.51)	(0.44)	nmf	nmf	11.46	13.34	14.80	3.8	3.4	17.40	0.52	44.00
Innergex	INE	RS	3818.4	175	21.79	12/2020	(0.22)	0.43	0.53	62.8	50.3	3.51	3.76	3.80	7.1	7.0	6.11	0.82	28.00
Lithium Americas	LAC	RS	1332.0u	91	14.58u	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	397.9	36	10.95	12/2020	-0.50	-0.61	-0.65	nmf	nmf	0.03	0.06	0.39	nmf	35.0	2.76	0.04	20.00
NanoXplore	GRA	RS	129.7	140	3.91	06/2020	(0.10)	(0.07)	(0.02)	nmf	nmf	0.55	0.46	0.43	10.4	11.3	0.50	0.38	5.00
Northland Power	NPI	RS	8512.2	200	42.60	12/2020	1.79	1.37	1.17	38.1	44.9	10.31	10.41	10.09	5.0	5.2	9.91	0.80	52.00
Sigma Lithium	SGMA	RS	400.5	77	5.19	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	5216.3	266	19.61	12/2020	0.35	0.63	0.64	38.2	37.8	1.64	1.77	1.82	13.7	13.3	8.28	0.19	20.00
Xebec Adsorption	XBC	RM	653.6	152	4.29	12/2020	(0.33)	(0.05)	0.05	nmf	nmf	0.59	0.83	1.16	6.3	4.6	2.26	0.14	6.00

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

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

u = dollars US

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

Télécommunications et médias



Adam Shine, CFA Analyste 514 879-2302

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

Sélections

- > Shaw
- Corus
- Spin Master

Spin Master

Une reprise attendue au cours de l'année à venir, avec une croissance du chiffre d'affaires et une expansion des marges :

Nous attribuons à TOY la cote Rendement supérieur, avec un cours cible de CA\$49 basé sur notre estimation des FTA 2021E, ce qui correspond à un ratio VE/BAIIA implicite de 12.5 et 11.1 d'après nos estimations pour 2021 et 2022, respectivement. L'action se négocie actuellement à des ratios de 10.5 et 9.4, les grandes sociétés comparables américaines Hasbro et Mattel s'échangeant respectivement à 14.5 et 12.9, ainsi que 11.7 et 9.9. Report Linker table sur une croissance du secteur mondial des jouets cette année de 4.4% et s'attend à un TCAC de 6.7% jusqu'en 2025. D'après les prévisions internes de TOY pour 2021, la croissance des ventes de produits brutes devait s'établir entre 1% et 5% (est. FBN +4%), l'augmentation du chiffre d'affaires total, entre 5% et 9% (est. FBN +9.8%, car nous tenons compte de la croissance des autres revenus, à savoir des unités Loisirs & Licences, et Jeux numériques) et le marge BAIIA, entre 15% et 19% (est. FBN 17.0% contre 11.5% en 2020, 13.8% en 2019 et 18.6% en 2018 ou 19.3% après ajustement tenant compte de la norme IFRS 16). Les marges ont été fortement comprimées ces deux dernières années en raison de problèmes de logistique, résolus depuis l'été dernier et aui avaient été causés par une mauvaise planification du regroupement des centres de distribution de 18 à 5, qui a dû être repensé et qui a pris plus de temps que prévu, nuisant ainsi aux résultats du deuxième semestre de 2019 au premier semestre de 2020. TOY publiera les résultats du T1 le 5 mai, après la clôture des marchés, une visioconférence étant prévue pour le 6 mai. Consultez notre analyse préliminaire datée du 13 avril où nous avions anticipé des améliorations des résultats sur 12 mois et présentions des estimations supérieures au consensus. Le 22 avril, Mattel a publié des résultats nettement supérieurs aux attentes suite à des gains de parts de marché qui sont venus s'ajouter à la croissance du secteur des jouets, celui-ci ayant profité d'un bon début d'année. Les coûts de la résine et les frais de transport ont représenté ensemble 35% des coûts des produits vendus de Mattel: ils sont en hausse de

plus de 35% et comprimeront les marges brutes d'environ 300 pb en 2021, les répercussions négatives étant compensées à 50% par des économies, l'offre de produits et les éventuelles hausses de prix des produits. Mattel assure en grande partie la fabrication de ses produits, contrairement à Hasbro et TOY, qui la sous-traitent. Hasbro a publié ses résultats du T1 le 27 avril, avec un chiffre d'affaires modeste en raison de problèmes de calendrier dans ses activités de loisirs touchées par la COVID, mais le BAIIA était supérieur aux attentes en raison de données comparables faciles à soutenir et d'un calendrier favorable. La société a su être proactive avec ses fournisseurs dans la gestion de la hausse des prix de la résine et des métaux depuis le début de l'année 2021. Pour continuer de gérer la récente accélération des coûts des intrants, Hasbro a communiqué les hausses de prix de ses produits aux détaillants. La société table toujours sur une croissance du chiffre d'affaires à deux chiffres en 2021, avec des marges d'exploitation ajustées stables.

Analyse sectorielle **Télécommunications et médias**

			Сар.	Actions		Dernier	В	PA dilué					BAIIA (M\$)						Cours
		Cote du	bours.	e.c.	Cours	exercice	(A)	est.	est.		C/R	(A)	est.	est.	VE/E	AIIA	Valeur	Ratio	cible
	Symb.	titre	∆ (M)	(M)	4/29	déclaré	Dernier Ex	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	Dernier Ex	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	compt.	d'endet.	12 mois Δ
Radiodiffusion et divertissement																			
Cineplex Inc.	CGX	RS	825	63.3	13.02	12/2020	(9.85)	(2.14)	0.04	NM	NM	-182.8	51.0	185.3	30.9	7.8	4.05	0.97	17.00
Corus Entertainment Inc.	CJR.b	RS	1,229	208.4	5.90	08/2020	0.75	0.92	0.87	6.4	6.8	505.8	530.6	523.6	5.4	5.1	4.80	0.60	8.00
WildBrain Ltd.	WILD	RM	474	169.3	2.80	06/2020	(0.64)	0.01	0.07	NM	NM	81.8	82.9	90.7	11.3	9.8	0.46	0.82	3.00
Spin Master	TOY	RS	4,223	102.0	41.40	12/2020	0.51	1.41	1.63	23.9	20.7	180.6	292.7	312.4	10.5	9.4	8.26	-0.61	49.00
Stingray Digital	RAY.a	RS	523	73.0	7.16	03/2020	0.74	0.93	0.95	7.7	7.5	118.1	120.5	125.7	7.2	6.5	3.92	0.59	9.00
TVA Group Inc.	TVA.b	RM	117	43.2	2.70	12/2020	0.86	0.55	0.64	4.9	4.2	85.3	66.0	68.8	2.0	1.6	6.46	0.11	2.50
Impression et édition																			
Thomson Reuters	TRI	RS	56,887	498.0	114.23	12/2020	1.85	1.96	2.68	47.5	34.8	1975.0	1905.4	2238.1	25.4	21.4	20.04	0.18	122.00
Transcontinental Inc.	TCL.a	RS	2,043	87.0	23.48	10/2020	2.61	2.30	2.33	10.2	10.1	499.4	448.1	442.9	6.2	5.9	19.67	0.34	26.00
Publicité et marketing																			
Yellow Pages	Υ	RM	350	28.0	12.50	12/2020	2.28	2.19	2.20	5.7	5.7	129.4	116.0	105.0	2.4	2.1	NM	-0.05	13.00
Télécommunications																			
BCE Inc.	BCE	RS	52,458	904.6	57.99	12/2020	3.02	3.16	3.45	18.3	16.8	9607.0	9991.5	10417.2	8.2	7.8	19.92	0.40	64.00
Cogeco Communications Inc.	CCA	RS	5,547	47.6	116.50	08/2020	7.41	8.63	9.32	13.5	12.5	1148.7	1225.5	1276.7	6.6	6.1	57.18	0.52	130.00
Quebecor Inc.	QBR.b	RS	8,240	249.1	33.08	12/2020	2.33	2.48	2.63	13.4	12.6	1952.6	1996.0	2055.0	6.7	6.3	4.47	0.84	40.00
Rogers Communications Inc.	RCI.b	RS	30,765	504.9	60.93	12/2020	3.40	3.87	4.64	15.7	13.1	5857.0	6135.4	9078.1	7.7	7.3	19.94	0.48	75.00
Shaw Communications	SJR.b	RS	17,983	505.0	35.61	08/2020	1.31	1.41	1.55	25.2	23.0	2391.0	2469.0	2528.9	9.6	9.0	11.95	0.48	40.50
Telus Corp.	T	RS	33,037	1291.0	25.59	12/2020	0.95	1.00	1.04	25.7	24.6	5494.0	5960.5	6398.6	8.7	8.2	9.76	0.62	28.00

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

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

Transport et produits industriels



Cameron Doerksen, CFA Analyste 514 879-2579

Adjoint: Albert Matousek, MBA 514 390-7825

Sélections

- > TFI International
- > NFI Group
-) Héroux-Devtek

L'acquisition transformatrice de CAE dans la défense et l'accélération du rebond dans la division Aviation civile entraînent une réévaluation du titre

CAE Inc. (CAE: TSX/NYSE; Rendement supérieur, cours cible de \$43.00). La reprise totale du seament Aviation civile de CAE prendra du temps et sera rythmée par le redressement du secteur de l'aviation, mais nous sommes de plus en plus confiants que la position sur le marché de CAE et la rentabilité de cette division sortiront renforcées de la pandémie, ce qui entraînera une période de croissance du bénéfice sur plusieurs années. Bien que le cours de l'action de CAE reflète déjà un certain degré d'optimisme pour la reprise du segment Aviation civile, nous pensons que le titre profitera au cours des prochains trimestres de l'enthousiasme pour le rebond du secteur de l'aviation.

L'acquisition de L3Harris transforme la structure de la société. Notre réévaluation du titre est également motivée par l'opinion de plus en plus positive que nous avons de l'acquisition en cours de L3Harris Military Training, dont nous considérons qu'elle transforme la structure de CAE et dont les principaux atouts sont son caractère complémentaire, les perspectives d'ouverture à de nouveaux marchés (en particulier auprès du département américain de la Défense) et d'amélioration des marges. La nouvelle entité CAE-L3Harris déagaera environ US\$1.0 milliard de chiffre d'affaires directement avec le département américain de la Défense, ce qui lui confère l'envergure suffisante pour soumissionner pour des programmes plus importants en tant que principal entrepreneur. L'acquisition ouvrira aussi à CAE de nouvelles perspectives pour répondre à des appels d'offres aux accès restreints, qui occupent une place croissante du budget du département de la Défense. CAE deviendra le plus important fournisseur indifférent au support en termes de simulation et de formation auprès du département américain de la Défense, avec les capacités nécessaires pour fournir des formations sur plusieurs supports et pour plusieurs domaines qui répondent à la stratégie de Défense nationale américaine. Enfin. comme les activités de L3Harris sont centrées sur les États-Unis et que CAE a déjà une solide présence à l'international, nous pensons que de nouvelles occasions de ventes croisées de produits et

de services se présenteront.

La reprise de la division Aviation civile devrait prendre de la vitesse. L'activité d'aviation d'affaires s'approche déià des niveaux d'avant la pandémie et les données sur les capacités prévues des compagnies aériennes, les vols commerciaux et les appareils en entreposage sont toutes en amélioration. Alors que les campagnes de vaccination se poursuivent dans le monde entier, nous pensons que les compagnies aériennes vont progressivement redéployer leurs capacités, ce qui entraînera une utilisation accrue des centres de formation des pilotes de CAE. Soulignons que la restructuration de CAE entraînera une diminution des coûts annuels de \$65 à \$70 millions environ sans comprimer les capacités totales de formation, de sorte que la division Aviation civile de la société sera plus rentable d'un point de vue structurel au sortir de la pandémie.

Cours cible relevé de \$41.00 à \$43.00. Nous avons procédé à de légers ajustements à la hausse de nos prévisions 2023 pour CAE, ce qui fait monter notre cours cible de \$41.00 à \$43.00.

Transport et produits industriels

		Actions			Сар.	Dernier		BPA					FTDPAD					Cours		
		Cote du		e.c.	Cours	bours.	exercice	(A)	est.	est.	C	/B	(A)	est.	est.	C/	FT	Ratio	cible	
	Symb.	titre	Δ	(M)	4-29	(M)	déclaré	Dernier Ex	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	Denier Ex	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	d'endet.	12 mois	Δ
Air Canada	AC	RM	V 3	335	24.83	8,318	12/2020	-16.47	-9.75	-0.92	NA	NA	(7.51)	(3.94)	4.85	NA	5.1x	na	29.00	1
Bombardier Inc.	BBD.b	RM	2	2420	0.92	2,226	12/2020	-u0.47	-u0.15	-u0.01	NA	NA	-u1.32	-u0.21	u0.11	NA	6.5x	na	0.70	
BRP Inc.	DOO	RS		90 1	114.87	10,282	01/2021	5.35	7.29	8.23	15.8x	14.0x	6.77	3.56	5.76	32.3x	20.0x	158%	123.00	
CAE Inc.	CAE	RS	↑ 2	295	36.71	10,811	03/2020	1.34	0.44	0.98	82.9x	37.5x	(80.30)	(80.00)	(90.00)	NA	NA	39%	43.00	1
Canadian National Rail	CNR	RM	7	713 1	132.77	94,638	12/2020	5.31	5.96	6.83	22.3x	19.4x	8.47	8.85	9.86	15.0x	13.5x	39%	143.00	¥
Canadian Pacific Rail	CP	RS	1	134 4	459.44	61,519	12/2020	17.67	19.97	22.24	23.0x	20.7x	23.47	26.05	29.41	17.6x	15.6x	54%	511.00	Ψ
Cargojet Inc.	CJT	RS		17 1	181.20	3,137	12/2020	-5.63	5.33	6.31	34.0x	28.7x	9.41	7.27	5.84	24.9x	31.0x	25%	231.00	
Chorus Aviation Inc.	CHR	RM	•	162	4.28	693	12/2020	0.40	0.29	0.44	15.0x	9.7x	1.62	1.53	1.74	2.8x	2.5x	75%	4.85	
Exchange Income Corporation	EIF	RS		36	38.33	1,379	12/2020	1.31	1.34	2.29	28.5x	16.7x	5.66	5.66	6.72	6.8x	5.7x	63%	43.00	Ψ
Héroux-Devtek Inc.	HRX	RS		37	16.46	601	03/2020	1.00	0.74	0.74	22.2x	22.2x	2.26	1.78	2.00	9.2x	8.2x	33%	18.50	
NFI Group Inc.	NFI	RS		71	27.79	1,972	12/2020	-u0.75	u0.66	u1.50	34.3x	15.1x	u0.69	u1.12	u1.90	20.2x	11.9x	68%	34.00	
Transat A.T. Inc.	TRZ	RI		38	4.80	181	10/2020	-9.41	-11.41	-5.26	NA	NA	(4.20)	(7.61)	(1.24)	NA	NA	NA	3.5	
TFI International Inc.	TFII	RS		93 1	106.93	9,985	12/2020	u3.30	u3.86	u5.56	22.5x	15.6x	u5.16	u4.51	u7.14	19.3x	12.2x	40%	115.00	1

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

Source: Rapports des sociétés, Refinitiv, FBN

u = dollars US

TECKb

71 75

77

51

TCS

TEV

TH

TRI

TE

TP7

TOU

RNW

TCL.a

TCN

TMQ

TSU

UNS

VET

WDO

WPM

WCP

WILD WIR'U-T

XBC YRI

YGR

TNT.un

Teck Resources

TFI International Inc. Theratechnologies

Thomson Reuters

TMX Group

Topaz Energy Toromont Industries Ltd.

Tourmaline Oil TransAlta TransAlta Renewables

Transat A.T. Inc.

Trevali Mining Trican Well Services

Transcontinental Inc.

Tricon Capital Group Trilogy Metals

True North Commerical REIT

Wheaton Precious Metals Corp

Trisura Group Ltd.

TVA Group Inc. Uni-Sélect

Wesdome Corp.

WildBrain Ltd.

Yellow Pages

WPT Industrial RFIT Xebec Adsorption

Yangarra Resources

Whitecap Resources

Veresen Inc. Vermilion Energy Inc.

Tidewater Midstream Timbercreek Financial

Tecsys Inc

Tervita

Liste alphabétique des sociétés

5N Plus	VNP	73	Capstone Mining	CS	51	goeasy	GSY	65	Northland Power	NPI	73	7
ABC Technologies	ABCT	61	Cargojet Inc.	CJT	77	Golden Star Resources	GSC	53	NorthWest H.P. REIT	NWH.un	49	-
Absolute Software Corp.	ABST	71	Cascades	CAS	69	Goodfood Market	FOOD	44	Nuvei Corporation	NVEI	71	7
Advantage Oil & Gas	AAV	56	Cenovus Energy	CVE	56	Granite REIT	GRT.un	49	NuVista Energy	NVA	56	7
Adventus Mining	ADZN	51	Centerra Gold Inc	CG	53	Great-West Lifeco	GWO	42	O3 Mining Inc.	OIII	53	7
Aecon Group	ARE	61	CES Energy Solutions Corp.	CES	56	H&R REIT	HR.un	49	OceanaGold Corp	OGC	53	7
Ag Growth International Inc.	AFN	67	CGI Inc.	GIB.A	71	Hardwoods Distribution	HDI	69	Open Text Corporation	OTEX	71	7
Agnico-Eagle Mines Ltd	AEM	53	Chartwell Retirement Residences	CSH.un	49	Headwater Exploration	HWX	56	Osisko Development	ODV	53	7
Air Canada	AC	77	Chemtrade Logistics Income Fund	CHE.UN	63	Héroux-Devtek Inc.	HRX	77	Osisko Gold Royalties Ltd	OR	53	
Akumin	AKU.u	63	Choice Properties REIT	CHP.un	49	Home Capital Group	HCG	65	Osisko Mining	OSK	53	7
Alamos Gold Inc	AGI	53	Chorus Aviation Inc.	CHR	77	Hudbay Minerals	HBM	51	Ovintiv Inc (US\$)	OVV	56	7
Alaris Equity Partners Income Trust	AD	69	CIBC	CM	42	Hydro One Ltd.	Н	59	Pan American Silver	PAAS	53	7
Algonquin Power	AQN	73	Cineplex Inc.	CGX	75	IAMGOLD Corp	IMG	53	Paramount Resources	POU	56	7
Alio Gold Inc.	ALO	53	Cogeco Communications Inc.	CCA	75	IBI Group Inc.	IBG	61	Parex Resources	PXT	56	7
Allied Properties REIT	AP.un	49	Cominar REIT	CUF.un	49	IGM Financial Inc.	IGM	65	Park Lawn Corporation	PLC	69	7
AltaGas	ALA	59	Constellation Software Inc.	CSU	71	Imperial Oil	IMO	56	Parkland Fuel Corporation	PKI	44	7
AltaGas Canada Inc.	ACI	59	Copper Mountain Mining	CMMC	51	IMV Inc.	IMV	63	Pason Systems Corp.	PSI	67	7
Altius Renewable Royalties Corp	ARR	73	Corus Entertainment Inc.	CJR.b	75	Industrielle Alliance	IAG	42	Pembina Pipelines	PPL	59	7
Altus Group Limited	AIF	71	Couche Tard	ATD.b	44	Innergex	INE	73	Peyto Exploration & Development	PEY	56	7
American Hotel Income Properties	HOT.un	49	Crescent Point Energy Corp.	CPG	56	Inovalis REIT	INO.un	49	Pipestone Energy	PIPE	56	7
Andlauer Healthcare Group	AND	63	Crew Energy	CR	56	Intact Financial Corp.	IFC	65	Pivotree Inc.	PVT	71	7
ARC Resources Ltd.	ARX	56	Crombie REIT	CRR.un	49	Integra Resources Corp.	ITR	53	Power Corporation of Canada	POW	65	7
Argonaut Gold Inc.	AR	53	CT REIT	CRT.un	49	Inter Pipeline	IPL	59	PrairieSky Royalty	PSK	56	7
Artemis Gold Inc.	ARTG	53	Dexterra Group Inc.	DXT	69	InterRent REIT	IIP.un	49	Precision Drilling Corp.	PD	56	7
Artis REIT	AX.un	49	Dialogue Health Technologies	CARE	63	Intertape Polymer Group Inc.	ITP	69	Premium Brands Holdings	PBH	44	Į
ATCO Ltd.	ACO	59	DIRTT Environmental Solutions	DRT	73	Invesque	IVQu	49	Pretium Resources	PVG	53	١
Atlantic Power	AT	73	Docebo Inc.	DCBO	71	Jamieson Wellness	JWEL	63	Pure Gold Mining Inc.	PGM	53	١
ATS Automation	ATA	61	Dollarama	DOL	44	Josemaria Resources	JOSE	51	Quebecor Inc.	QBR.b	75	١
AuRico Metals Inc	AMI.TO	53	DREAM Industrial REIT	DIR.un	49	K92 Mining Inc.	KNT	53	Real Matters Inc.	REAL	71	١
AutoCanada	ACQ	61	DREAM Office REIT	D.un	49	K-Bro Linen	KBL	63	Richelieu Hardware	RCH	69	١
Automotive Properties REIT	APR.un	49	Dundee Precious Metals	DPM	53	Kelt Exploration	KEL	56	RioCan REIT	REI.un	49	١
Aya Gold and Silver	AYA	53	ECN Capital	ECN	65	Keyera	KEY	59	Ritchie Bros. Auctioneers	RBA	61	١
B2Gold	BTO	53	Eldorado Gold Corp	ELD	53	Killam Apartment REIT	KMP.un	49	Rogers Communications Inc.	RCI.b	75	١
Ballard Power Systems	BLDP	73	Element Fleet Management	EFN	65	Kinaxis Inc.	KXS	71	Rogers Sugar	RSI	63)
Banque Canadienne de l'Ouest	CWB	42	Emera Inc.	EMA	59	Kinross Gold Corp	K	53	Roots Corporation	ROOT	44	
Banque de Montréal	BMO	42	Empire Company	EMP.a	44	Kirkland Lake Gold Corp	KL	53	Royal Gold Inc	RGLD	53	`
Banque Laurentienne	LB	42	Enbridge Inc.	ENB	59	Knight Therapeutics	GUD	63	Sabina Gold and Silver Corp.	SBB	53	`
Banque Nationale	NA	42	Enbridge Income Fund	ENF	59	KP Tissue	KPT	69	Sandstorm Gold Ltd	SSL	53	
Banque Royale du Canada	RY	42	Endeavour Mining	EDV	53	Lassonde	LAS.a	44	Saputo	SAP	44	
Banque Scotia	BNS	42	Enerflex Ltd.	EFX	67	Liberty Gold Corp	LGD	53	Savaria Corporation	SIS	69	
Banque Toronto-Dominion	TD	42	Enerplus Corporation	ERF	56	Lightspeed POS	LSPD	71	Secure Energy	SES	59	
Barrick Gold	ABX	53	Equinox Gold Corp	EQX	53	Lithium Americas	LAC	73	Shaw Communications	SJR.b	75	
Barsele Minerals Corp.	BME	53	Equitable Group	EQB	65	Loblaw	L	44	Shawcor Ltd.	SCL	67	
Baytex Energy	BTE	56	ERES REIT	ERE.un	49	Loop Energy Inc	LPEN	73	Sherritt International	S	51	
BCE Inc.	BCE	75	Ero Copper	ERO	51	Lundin Gold Inc.	LUG	53	Shopify Inc.	SHOP	71	
Birchcliff Energy	BIR	56	Exchange Income Corporation	EIF	77	Lundin Mining	LUN	51	Sienna Senior Living	SIA	49	
Bird Construction Inc.	BDT	61	EXFO Inc.	EXFO	71	MAG Silver Corp	MAG	53	Sierra Wireless Inc.	SWIR	71	
Blackline Safety Corp.	BLN	71	Extendicare	EXE	49	Marathon Gold Corp.	MOZ	53	Sigma Lithium	SGMA	73	
Bluestone Resources Inc.	BSR	53	Fairfax Financial Holdings	FFH	65	MAV Beauty Brands	MAV	44	SilverCrest Metals	SIL	53	
Boardwalk REIT	BEI.un	49	Falco Resources Ltd.	FPC	53	Maverix Metals Inc	MMX	53	Slate Office REIT	SOT.un	49	
Bombardier Inc.	BBD.b	77	Farmers Edge Inc.	FDGE	71	Maxar Technologies Ltd.	MAXR	71	Sleep Country Canada	ZZZ	44	
Boralex	BLX	73	Fiera Capital Corp.	FSZ	65	mdf commerce inc.	MDF	71	SmartCentres REIT	SRU.un	49	
Boyd Group Services Inc.	BYD	69	Filo Mining	FIL	51	Medical Facilities Corp.	DR	63	SNC-Lavalin	SNC	61	
Brookfield Business Partners	BBU	65	Financière Manuvie	MFC	42	MEG Energy	MEG	56	Spartan Delta	SDE	56	
Brookfield Infrastructure	BIP	73	Financière Sun Life	SLF	42	Metro	MRU	44	Spin Master	TOY	75	
Brookfield Renewable	BEP	59	Finning International Inc.	FTT	61	Minera Alamos Inc.	MAI	53	SSR Mining Inc	SSRM	53	
Brookfield Renewable	BEP	73	First Capital REIT	FCR	49	Minto Apartment REIT	Ml.un	49	Stantec Inc.	STN	61	
BRP Inc.	DOO	77	First Majestic Silver Corp	FR	53	Morneau Shepell	MSI	65	Stelco	STLC	61	
BSR REIT	HOM.un	49	First National Financial	FN	65	MTY Food Group	MTY	44	Stella-Jones	SJ	61	
BTB REIT	BTB.un	49	First Quantum Minerals	FM	51	Mullen Group Ltd.	MTL	67	Stingray Digital	RAY.a	75	
CAE Inc.	CAE	77	Flagship Communities REIT	MHCu	49	NanoXplore	GRA	73	StorageVault Canada	SVI.V	49	
Canadian National Rail	CNR	77	Fortis Inc.	FTS	59	National Energy Services Reunited	NESR	56	Storm Resources	SRX	56	
Canadian Natural Resources	CNQ CP	56	Fortuna Silver Mines Inc	FVI FNV	53	Nevada Copper	NCU	51 53	Summit Industrial	SMU.un	49	
Canadian Pacific Rail	CP CTC.a	77 44	Franco-Nevada Corp	FRU	53 56	New Gold Inc	NGD BCI	53 69	Suncor Energy	SU SPB	56 59	
Canadian Tire	CIC.a	59	Freehold Royalties	GDI	56 69	New Look Vision Group			Superior Plus	SGY		
Canadian Utilities	CWX	59 69	GDI Integrated Facility Services	GDI	69 73	Newmont	NGT NEXA	53 51	Surge Energy	TVE	56	
CanWel Building Materials CAP RFIT	CWX CAR.un	69 49	GFL Environmental Inc.	GFL GEI	73 59	Nexa Resources NFI Group Inc.	NEXA NEI	51 77	Tamarack Valley Energy Taseko Mines	TKO	56 51	
Capital Power	CAR.un CPX	49 59	Gibson Energy Gildan	GEI	59 44	North American Construction Group Ltd.	NFI NOA	61	TC Energy Corp.	TRP	51 59	
Capital rowel	CPA	27	Gildari	GIL	44	North American Construction Group Ltd.	NOA	OT	re energy corp.	IRP	24	

Succursales

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

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

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

Beauce • 11333, 1 Per Avenue, bureau 200, Saint-Georges, QC, G5Y 2C6 • 418-227-0121

Bellevue West Van · Suite #209, 1455 Bellevue Avenue, West Vancouver, BC, V7T 1C3 · 604-925-3734

Berthierville · 779. rue Notre-Dame. Berthierville. QC. JOK 1A0 · 450-836-2727

Bin-Scarth • 24 Binscarth Rd. Toronto, ON, M4W 1Y1 • 416-929-6432

Brampton · 10520 Torbram Road (at Sandalwood Parkway), Brampton, ON, L6R 2S3 · 905-456-1515

Brandon • 633-C, 18th Street, Brandon, MB, R7A 5B3 • 204-571-3200

Calaary • 239 8th Ave., SW, Suite 100, Calaary, AB, T2P 1B9 • 403-476-0398

Calgary - Southport · 10655 Southport Road SW, Suite 1100, Southland Tower, Calgary, AB, T2W 4Y1 · 403-301-4859

Chatham · 380 St. Clair. Street. Chatham. ON. N7L 3K2 · 519-351-7645

Chicoutimi · 1180, boulevard Talbot, Suite 201, Chicoutimi, QC, G7H 4B6 · 418-549-8888

Collingwood • 108 Hurontario Street, Collingwood, ON, L9Y 2L8 • 705-446-0255

DIX30 • 9160, boulevard Leduc, Bureau 710, Brossard, QC, J4Y 0E3 • 450-462-2552

Drumheller · 356 Centre Street, PO Box 2176, Drumheller, AB, TOJ 0Y0 · (403) 823-6859

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

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

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

Edmonton-North • TD Tower, 10088 - 102 Avenue, Suite No. 1701, Edmonton, AB, T5J 271 • 780-421-4455

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

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

Granby • 150, rue St-Jacques, Bureau 202, Granby, QC, J2G 8V6 • 450-378-0442

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

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

Joliette · 40, rue Gauthier Sud, Bureau 3500, Joliette, QC, J6E 4J4 · 450-760-9595

Kelowna • 1631 Dickson Ave. Suite 1710. Landmark 6. Kelowna. BC. V1Y 0B5 • 250-717-5510

Lac-Mégantic • 3956, rue Laval, suite 100, QC, G6B 2W9 • 819-583-6035

Laval · 2500, boulevard Daniel Johnson, Bureau 610, Laval, QC, H7T 2P6 · 450-686-5700

Lethbridge • 404, 6th Street South, Lethbridge, AB, T1J 2C9 • 403-388-1900

Lévis · 1550, boulevard Alphonse-Desjardins, Bureau 110, Lévis, QC, G6V 0G8 · 418-838-0456

London Pall Mall • 256 Pall Mall Street, Suite 201, London, ON, N6A 5P6 • 519-439-6228

London-City Centre • 802-380 Wellington Street, London, ON, N6A 5B5 • 519-646-5711

Metcalfe · 1155, rue Metcalfe, Suite 1450, Montréal, QC, H3B 2V6 · 514-879-4825

Mississauaa • 350, Burnhamthorpe road West, Suite 603, Mississauaa, ON, L5B 3J1 • 905-272-2799

Moncton • 735 Main Street, Suite 300, Moncton, NB, E1C 1E5 • 506-857-9926

Mont Saint-Hilaire · 450 boul. Sir-Wilfrid-Laurier local 208. Mont-St-Hilaire. Qc, J3H 3N9 · 450-467-4770

Mont-Tremblant • 1104, rue de Saint-Jovite, 2º étage, Mont-Tremblant, QC, J8E 3J9 • 450-569-3440

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

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

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

Oak Bay • #220 - 2186 Oak Bay Avenue, Victoria, BC, V8R 1G3 • 250-953-8400

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Québec - Sainte-Foy · Place de la Cité, 2600, boulevard Laurier, Bureau 700, Québec, QC, G1V 4W2 · 418-654-2323

Red Deer • 4719 48th Avenue Suite 200 Red Deer AB T4N 3T1 • 403-348-2600

Regina · 2075, Prince Of Wales Drive, Suite 305, Regina, SK, S4V 3A3 · 306-781-0500

Repentigny · 534, rue Notre-Dame, Bureau 201, Repentigny, QC, J6A 2T8 · 450-582-7001

Richmond • 135-8010 Saba Road, Richmond, BC, V6Y 4B2 • 604-658-8050

Richmond Hill • 9130 Leslie Street, Suite 200, Richmond Hill, ON, L4B 0B9 • 416-753-4016

Rimouski • 127. boulevard René-Lepage Est. Bureau 100. Rimouski. QC. G5L 1P1 • 418-721-6767

Rivière-du-Loup · 10, rue Beaubien, Rivière-du-Loup, QC, G5R 1H7 · 418-867-7900

Rouvn-Noranda • 104. 8e rue. Rouvn-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, 3e avenue, Val d'Or, QC, J9P 1T1 • 819-824-3687

Valleyfield • 1356, boulevard Monseigneur-Langlois, Valleyfield, QC, J6S 1E3 • 450-370-4656

Vancouver - PB1859 · 1076 Alberni Street, Suite 201, Vancouver, BC, V6A 1A3 · 778-783-6420

Vancouver 1 · 475 Howe Street, Suite 3000, Vancouver, BC, V6C 2B3 · 604-623-6777

Victoria · 700-737 Yates Street, Victoria, BC, V8W 1L6 · 250-953-8400

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 Kina Street South, Suite 701, Waterloo, ON, N2J 1P8 · 519-742-9991

White Rock • 2121 160th Street, Surrey, BC, V3Z 9N6 • 604-541-4925

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

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

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 éparanants
- Securities Investor Protection Corporation

Bureaux corporatifs

Montréal Financière Banque Nationalel

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

Toronto National Bank Financial

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

Canada (Sans frais)

1 800 361-8838 1 800 361-9522

United States

(Sans frais)

1 800 678-7155

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

Les renseignements contenus aux présentes ont été obtenus de sources que nous croyons faibles, mais ils ne sont pas garantis et ils peuvent être incomplets et modifiés sans préavis. Les renseignements à jour ou de communiquer tout foit nouveau concernant les sujets ou les titres évoqués. Les opinions exprimées sont fondées sur l'analyses et l'interprétation de l'auteur de ces renseignements, et ne doivent pas été interprétates comme une offrer isant louise présentes, et ne doivent pas était interprétation de l'auteur de ces renseignements, et ne doivent pas était interprétation de l'auteur de ces renseignements, et ne doivent pas était interprétation selon la contenue aux présentes comme une object et l'interprétation de l'auteur de ces renseignements ou ne doivent pas sur la colivent pas de la communitation de présent apport ne constitue une déclaration selon la qualité toute stratégie ou recommandation de placement outeur de services comme une vier les des l'auteurs de l'auteur de ces contenue aux présents exponées et l'interprétation de l'auteur de ces renseignements vue de doivent pas de la communitation de l'auteur de ces verse de l'interprétation de l'auteur de ces verse expresser de l'interprétation de l'auteur de ces renseignements vue de decisions de présent au une vier l'auteur de ces renseignements vue de des une renseignements au une object de doit en une renseignements au une object de la contenue de l'auteur de ces renseignements de l'auteur de ces renseignements de l'auteur de ces renseignements au une object de doit en une object de la contenue de la contenue de l'auteur de ces renseignements de

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 reflétent fidélement leur avis personnel et qu'aucune partie de leur rémunération n'a été, n'est ni ne sera directement lui indirectement liée à des recommandations ou à des points de vue particuliers formulés au situat fuit litre qu'aucune partie de leur rémunération n'a été, n'est ni ne sera directement ou indirectement lui ont préparé ces rapports attestent que leurs rapports respectifs reflétent fidélement leur avis personnel et qu'aucune partie de leur rémunération n'a été, n'est ni ne sera directement ou indirectement du indirectement du indirectement du indirectement qui ont préparé ces rapports attestent que leurs rapports respectifs reflétent fidélement leur avis personnel et qu'aucune partie de leur rémunération n'a été, n'est ni ne sera directement du indirectement du indirectement qui ont préparé ces rapports attestent que leurs rapports respectifs reflétent fidélement leur avis personnel et qu'aucune partie de leur rémunération n'a été, n'est ni ne sera directement qui ont préparé ces rapports attestent que leurs rapports respectifs reflétent fidélement leur avis personnel et qu'aucune partie de leur rémunération n'a été, n'est ni ne sera directement qui ont préparé ces rapports attention de la compart de leur préparé ces rapports attention de leur préparé ces rapports attention de la compart de leur préparé ces rapports attention de leur prépar

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 qu'un autre sur la rémunération des analystes de recherche.

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

FBN ou ses sociétés affliées interviennent souvent comme conseillers financiers, prêteurs, placeurs pour compte ou preneurs fermes ou prestataires de services de négociation connexes pour certains émetteurs mentionnés dans les présentes et recevoir une rémunération pour ces services. De plus, FBN et ses sociétés affliées, leurs dirigeants, administrateurs, représentants ou associés peuvent deitenir 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 affliées peuvent agir à titre de teneurs de marché relativement aux titres mentionnés dans le présent repport ne peut pos étre considéré comme indépendant des intérêts propres de FBN et de ses sociétés affliées.

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 codre de sa distribution à des résidents du Royaume-1hi (notamment pour l'application, au besoin, du paragraphe 21.11) de la Financial Services and Marites Act 2000). Le présent rapport est fourni à titre indicatif seulement et ne constitue en aucut ou can be recommandation personnalisée ni des conseils juridiques, fiscaux ou de placement, FBN et sa société mère, ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada au membres du même groupe qu'elle, ou leurs admisstrateurs, des peuvent détenir des participations ou des positions. Ces personnes peuvent à tout moment effectuer des ventes ou des achaits à l'égard de se un arché pour ces placements connexes en question, que ce soit à titre de vonter et le benaque de investissement ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre, ou peuvent agir à titre de banque de vous ne récupériez pas la sorme investis et les revenus qui en découlent baisser qui bena peuvent agir à titre de banque de devises, les vaintes que vous ne récupériez pas la sorme investis et les revenus qui en découlent baisser qui bena peuvent au soit me devises, les vaintes que vous ne récupériez pas la sorme investis et les revenus qui en découlent baisser qui bena peuvent au four de l'édiavorable sur la valeur de placement. Il peut s'avérer difficile de vendre ou de l'efficile de vendre ou le étaiser défavorable sur la valeur du placement. Il peut s'avérer difficile de vendre ou le étaiser des placements les contrats à terme, les wasps, et autres produits défavorables une peut au voit un réflet de la vendre ou le s'inscitue de l'efficile de vendre ou le réside de vendre ou le reside de vendre ou

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

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

Résidents des États-Unis : En ce qui concerne la distribution du présent rapport aux États-Unis d'Amérique, National Bank of Conada 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 courtiers 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 appartitions publiques des analystes de recherche de la recherch

Toutes les opinions exprimées dans ce rapport de recherche reflètent fidèlement les opinions personnelles 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 avec effet del levier sur le marché de change), le contenu de cettre publication est uniquement présenté à titre d'information. Il n'a été approuvé, examiné au 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 offire ou une sollicitation en vue de l'achat ou de la vente d'un produit ou d'un service ni une confirmation officielle én modification de produits, ni NBCFMA ni aucun membre de son groupe, ni aucune autre personne ou entité désignée dans les présentes n'est obligé de vous aviser de modifications de quelque information que ce soit et aucun des susmentionnés n'assume aucune perte que vous auriez suble 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 devireize 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 n'il e 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 comprennent des intérêts conseils, transactionnels et financiers, dans les valeurs mobilières et instruments qui peuvent être achetés ou vendus par NBCFMA ou les membres de son groupe, ou dans d'autres instruments de placement qui sont gérés par NBCFMA ou les membres de son groupe qui peuvent acheter ou vendre de telles valeurs mobilières ou de tels instruments.

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

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

