

Avril 2024

# VISI **Mensuel économique et financier** N



**BANQUE NATIONALE  
DU CANADA**

**MARCHÉS FINANCIERS**

# Études financières

## Économie et Stratégie

### Bureau Montréal

Stéfane Marion 514 879-3781  
Économiste et stratège en chef

Matthieu Arseneau 514 879-2252  
Chef économiste adjoint

Kyle Dahms 514 879-3195  
Économiste

Alexandra Ducharme 514 412-1865  
Économiste

Angelo Katsoras 514 879-6458  
Analyste géopolitique

Daren King 514 412-2967  
Économiste

Jocelyn Paquet 514 412-3693  
Économiste

### Bureau Toronto

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

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

## Analyse technique

Dennis Mark 416 869-7427

## Banques et assurances

Gabriel Dechaine 416 869-7442  
*Adjoints :*  
Jacob Gardiner 437 518-2299  
Pranoy Kurian 416 507-9568

## Distribution et produits de consommation

Vishal Shreedhar 416 869-7930  
*Adjoints :*  
Anshul Agarwala 416 869-6767  
Gabriel Chiu 416 507-9009

## ESG

Baltej Sidhu 403 290-5627  
*Adjointe :* Anh Le 403 290-5625

## FNB et produits financiers

Daniel Straus 416 869-8020  
Linda Ma 416 507-8801  
Tiffany Zhang 416 869-8022  
*Adjoints :*  
Christies Sikubwabo 416 507-9596  
Shubo Yan 416 869-7942

## Immobilier

Matt Kornack 416 507-8104  
*Adjoints :*  
Anthony Bogdan 416 869-7935  
Nicholas Telega 416 869-8086  
Giuliano Thornhill 416 507-8108

## Métaux et minerais

Don DeMarco 416 869-7572  
*Adjoints :*  
Rishika Bhatia 416 507-8185  
Amman Patel 416 525-2168

Shane Nagle 416 869-7936  
*Adjoints :*  
Sameer Keswani 416 869-8029  
Adam Smiarowski 416 869-7535

## Métaux et minerais (suite)

Rabi Nizami 416 869-7925  
*Adjoint :* Roberto Rossi 416 869-6537

Michael Parkin 416 869-6766  
*Adjoints :*  
Andrew Dusome 416 507-8177  
Marc Ferrari 416 869-8045

Mohamed Sidibé 416-869-6436

## Pétrole et gaz

### › Moyennes sociétés et services pétroliers

Dan Payne 403 290-5441  
*Adjoints :*  
Trevor Martensson 403 290-5624  
Nick Stevenson 403 441-0928

### › Grandes capitalisations

Travis Wood 403 290-5102  
*Adjoints :*  
Jacob Swan 403 290-5445  
José Bitencourt Zimmermann 403 441-0933

## Pipelines, services publics et infrastructures

Patrick Kenny 403 290-5451  
*Adjoints :*  
William Duforest 403 441-0952  
Johnathan Pescod 403 355-6643

## Produits industriels

Maxim Sytchev 416 869-6517  
*Adjoints :*  
Kazim Naqvi 416 869-6754  
Roman Pshenychnyi 416 869-7937

## Services financiers diversifiés

Jaeme Gloyn 416 869-8042  
*Adjoint :* Jack Cohen 416-869-7505

## Situations spéciales

Zachary Evershed 514 412-0021  
*Adjoints :*  
Thomas Bolland 514 871-5013  
Nathan Po 416 660-1740

## Technologie

Richard Tse 416 869-6690  
John Shao 416 869-7938  
*Adjoints :* James Burns 416 869-8808

## Technologies propres et développement durable

Rupert Merer 416 869-8008  
*Adjoints :*  
Eli Rodney 416 507-8076  
Buddy Wiseman-Barker 416 507-8026

## Télécommunications et médias

Adam Shine 514 879-2302  
*Adjoints :*  
Ahmed Abdullah 514 879-2564  
Abdul Shunbuli 514 879-5358  
Luc Troiani 416 869-6585

## Transport et produits industriels

Cameron Doerksen 514 879-2579  
*Adjoint :* Andrew Pikul 416-869-6579

## Administration

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

Tanya Bouchard 416 869-7934  
Directrice générale

## Publications

Vanda Bright 416 869-7141  
Directrice

Wayne Chau 416 869-7140  
Associé publications

## Renseignements

Giuseppe Saltarelli 514 879-5357  
[giuseppe.saltarelli@bnc.ca](mailto:giuseppe.saltarelli@bnc.ca)

# Table des matières



Points saillants .....	4
L'économie .....	6
Taux d'intérêt et marché obligataire . . .	16
Marché boursier et stratégie de portefeuille .....	23
Analyse technique .....	31
Analyse sectorielle .....	38
› Liste de sélections FBN .....	39
› Glossaire des tableaux des analystes . . .	39
› Recommandations des analystes .....	40
› Liste alphabétique des sociétés .....	71

# Points saillants

## Économie

- » Bien que la croissance demeure au ralenti dans bien des régions du globe, de timides signes de reprise ont commencé à poindre ces dernières semaines sous forme de données économiques plus solides que prévu. Celles-ci reflètent en partie une amélioration des conditions d'exploitation dans le secteur manufacturier où la production a recommencé à croître après plusieurs mois de contraction. Il est toutefois encore trop tôt pour crier victoire. Il faudra encore plusieurs mois pour que les agents économiques internalisent pleinement la structure actuelle des taux. Les risques de refinancement restent donc substantiels, quoiqu'ils devraient être atténués par un assouplissement de la politique monétaire dans plusieurs économies avancées. Nous ne nous attendons toutefois pas à ce que les baisses de taux se traduisent immédiatement par une croissance plus forte. C'est que, initialement, l'inflation risque de baisser au moins aussi vite que les taux directeurs, laissant les taux réels à des niveaux très élevés. Mais en supposant que l'inflation se stabilise autour de l'objectif des banques centrales au second semestre, l'effet positif des baisses de taux devrait devenir progressivement plus visible dans les données et permettre une accélération de la croissance en 2025. Dans ce contexte, le PIB mondial devrait croître de 2.8% cette année et l'an prochain.
- » La croissance semble avoir ralenti au premier trimestre aux États-Unis, mais il est probable qu'elle soit restée assez forte par rapport aux normes historiques, les contributions négatives des stocks et du commerce international ayant probablement été largement compensées par une solide expansion de la demande intérieure. La vigueur de l'économie, combinée aux développements récents du côté des prix, rend toutefois le travail de la Fed plus difficile. Il y a quelques mois à peine, elle semblait sur le point de réussir un exploit rare : une désinflation immaculée, c'est-à-dire un retour de l'inflation à la cible sans contrecoup économique. Aujourd'hui, il semble plus probable que l'inflation ne sera maîtrisée qu'au prix d'un assouplissement plus marqué du marché du travail et d'une décélération corollaire de la croissance des salaires. À cette fin, la banque centrale devra probablement maintenir des taux directeurs plus élevés pendant plus longtemps ce qui, toutes choses étant égales par ailleurs, devrait ralentir l'économie plus que ce n'aurait été le cas autrement. Une trajectoire de taux moins accommodante de

la part de la Fed nous semble donc toujours compatible avec un ralentissement important de la croissance au second semestre. Sans périlcliter, l'économie pourrait tout de même croître à un rythme inférieur à son potentiel pendant quelques trimestres au tournant de l'année 2025, un scénario qui se traduirait par une croissance de 2.5% cette année et de 1.0% en 2025.

- » Les signes de refroidissement de l'économie canadienne sont multiples. Malgré le rebond de la croissance économique au T1, le PIB par habitant est en voie de se contracter à nouveau, poursuivant sa tendance baissière qui a débuté depuis le début du relèvement des taux d'intérêt. La faiblesse économique du Canada se reflète également dans l'évolution du marché du travail qui se détend rapidement. Les embauches ne suivent plus le rythme de croissance de la population et la faiblesse est particulièrement criante dans le secteur privé depuis le milieu de 2023. À cela s'ajoute des progrès notables en matière d'inflation, sous-estimés par les mesures officielles. Malgré tout, la Banque du Canada maintient la politique monétaire la plus restrictive des pays du G7. Ce faisant, elle risque d'infliger trop de dommages à l'économie compte tenu du délai de 6 à 8 trimestres de la transmission de la politique monétaire à l'économie. Heureusement, la banque centrale envisage désormais de donner un peu d'oxygène à l'économie, mais il y a un risque que ce soit trop peu et trop tard. Cette politique monétaire trop restrictive se reflète dans nos sombres perspectives économiques pour les trimestres à venir. Nous prévoyons une contraction de l'économie canadienne d'ici le milieu de l'année, ce qui limiterait la croissance à 0.6% en 2024, avec une légère accélération à 1.2% attendue l'année suivante. Cela se traduirait par un taux de chômage d'environ 7.0% à la fin de l'année.

## Taux d'intérêt et devise

- » Pour la Réserve fédérale américaine, on dirait bien que les « six pas en avant » ont été suivis de « trois pas en arrière », c'est-à-dire que la séquence de plusieurs mois de rapports encourageants sur l'inflation a pris fin, les trois derniers résultats de l'IPC attisant (ou confirmant) les craintes que les pressions sous-jacentes sur les prix n'aient pas encore disparu. La réaction du marché à des données sur l'inflation supérieures aux attentes était totalement prévisible dans son orientation, et substantielle en amplitude. Le coup d'envoi de la phase de réduction du taux directeur par la Fed, très attendue, a

été remis à plus tard et son ampleur, révisée à la baisse. Une fois de plus.

- » Oubliant les indications prospectives antérieures de la Fed, communiquées sous la forme du « point » médian du mois de mars, les négociateurs d'obligations tablent actuellement sur deux réductions de 25 pb par la Fed en 2024. Il semble plausible que les représentants de la Fed eux-mêmes réévaluent la question de savoir quand le processus d'assouplissement des taux d'intérêt devrait officiellement commencer. Il semble néanmoins utile de rappeler que la plupart continuent d'anticiper une nouvelle vague de ralentissement de l'inflation, qui (si elle se matérialise) plaiderait en faveur d'une politique moins restrictive d'ici la fin de l'année.
- » Nonobstant les inquiétudes que nous inspirent depuis longtemps les perspectives économiques américaines, nos propres prévisions sur les taux d'intérêt reflètent les derniers revers sur le front de l'inflation. Pour nous, l'horizon de septembre semble viable pour anticiper la première baisse des taux d'intérêt par le FOMC, avec une deuxième d'un quart de point attendue ensuite au T4, laissant la borne supérieure de la fourchette des taux des fonds fédéraux à 5% à la fin de l'année. À partir de là, une persistance de la croissance inférieure à son potentiel et un assouplissement attendu du marché du travail américain, jusque-là robuste, pourraient paver la voie à des réductions qui ramèneraient le taux directeur à 3.75% à la fin de 2025. Mais là encore, il s'agit d'un démarrage plus lent et d'un rythme plus prudent de réduction du taux directeur que ce que nous anticipions auparavant. Les lecteurs voudront bien nous en excuser de l'impression de déjà vu ici.
- » Au-delà du débat sur le taux directeur, la normalisation du bilan reste un point d'intérêt central de la politique monétaire. Comme nous l'avons prévu, la réflexion de la Fed s'enrichit (progressivement) en anticipation d'un ralentissement à venir du rythme de réduction du portefeuille d'obligations. Si la normalisation du bilan a progressé sans difficulté jusque-là, il est clair que le rythme actuel de non-renouvellement des actifs déclencherait une réduction relativement rapide des réserves une fois que les soldes des opérations de pension à un jour se stabiliseront. Compte tenu de l'incertitude considérable autour de ce qui constitue en fin de compte des « réserves abondantes » et des leçons tirées d'un exercice antérieur sur le bilan (2017-2019), une approche prudente est justifiée (opinion vis-

# Points saillants

iblement partagée par de nombreux membres du FOMC). Celle-ci pourrait prendre la forme d'un ralentissement du rythme de réduction des actifs vers le milieu de l'année, ce qui pourrait nécessiter une communication adroite si la persistance de l'inflation retardait véritablement les réductions du taux directeur.

- › Si des données sur l'inflation supérieures aux attentes compliquent la donne pour la politique monétaire américaine, le ralentissement de l'inflation au nord de la frontière (au moins à l'approche de la publication des données sur l'IPC de mars) donne à anticiper un changement de politique plus imminent par la Banque du Canada. Le Conseil de direction a pris acte des progrès réalisés sur presque tous (voire tous) les éléments qui servaient officieusement de liste de contrôle en vue de la détente. Au-delà du ralentissement de l'inflation (d'ensemble et de base, au niveau de la tendance et de la dynamique), des capacités inutilisées sont apparues dans l'économie. La croissance des salaires a également ralenti, conséquence d'un assouplissement des marchés du travail et d'une hausse du taux de chômage. La baisse des attentes d'inflation et le concept quelque peu nébuleux de « pratiques d'établissement des prix des entreprises » sont également encourageants. Malgré une augmentation à venir des dépenses publiques (la publication du budget fédéral nous en dira plus), la politique budgétaire accommodante ne devrait pas compromettre les réductions de taux d'intérêt. Selon nous, la politique monétaire actuelle s'est montrée suffisamment restrictive.
- › Au-delà de l'incertitude géopolitique élevée, la trajectoire à court terme du taux directeur du Canada reste teintée d'incertitude du fait d'une croissance démographique extraordinaire (et de la pression qu'elle exerce sur l'inflation des prix du logement). Plus généralement, nous pensons que la BdC préférera éviter une réédition du printemps 2023, quand les taux d'emprunt ont baissé en raison d'anticipations optimistes de réductions des taux, ce qui a eu pour effet de relancer la demande sensible aux taux d'intérêt et de multiplier les risques de flambée de l'inflation. Globalement, nous anticipons toujours officiellement des baisses de taux de 75 pb par la BdC pour l'année civile 2024, avec un premier relâchement en juillet. Nous admettons toutefois que la banque centrale pourrait opter pour une réduction en juin si les données à venir (notamment l'IPC) étaient suffisamment favorables. Tout comme celles

des grands argentiers, nos prévisions de taux restent donc tributaires des nouvelles données.

- › La piètre performance du dollar canadien par rapport au dollar américain est une curiosité notable en 2024, particulièrement si l'on songe aux récents pics des prix du pétrole. Les difficultés de l'économie canadienne par comparaison à sa voisine du sud et une divergence potentielle dans la politique monétaire expliquent probablement ce phénomène. Comme nous continuons de penser que les réductions des taux d'intérêt seront plus prononcées de ce côté-ci de la frontière, nous prévoyons toujours que le taux USD/CAD montera au-dessus de 1.40 au deuxième semestre de 2024. Cela dit, le budget fédéral attendu le 16 avril pourrait être un joker pour le huard.

## Répartition des actifs et marché boursier

- › Les actions mondiales sont en hausse d'environ 19% sur une base de six mois, ce qui représente la meilleure performance depuis plus de dix ans, si on exclut le rebond qui a suivi la pandémie. Nous continuons de croire que cela n'est pas compatible avec le contexte macroéconomique. Certes, on s'attend généralement à ce que les banques centrales du monde commencent à réduire les taux d'intérêt cet été. Mais, cela ne veut pas dire que l'économie mondiale rebondira.
- › La poussée d'élan sur le marché a fait passer le rendement du bénéfice prévisionnel sur 12 mois de l'indice S&P 500 en dessous du taux des fonds de la Réserve fédérale. Il est remarquable que ce ne soit que la deuxième fois qu'un tel événement se produit depuis au moins 36 ans. La Fed joue indubitablement un rôle dans le soutien de ces valorisations boursières élevées avec ses allusions à l'assouplissement de la politique monétaire. Mais il reste à voir si M. Powell sera en mesure de donner suite à cette indication prospective. Le ralentissement de l'inflation est plus difficile à imaginer dans un paysage géopolitique de plus en plus complexe, dans lequel les États-Unis menacent d'imposer des barrières tarifaires à la Chine alors que les prix des

importations de l'Empire du Milieu baissent comme jamais depuis la grande crise financière.

- › Se démarquant du reste du monde, l'indice S&P/TSX commence le mois d'avril sur un ton positif, tiré par les secteurs de l'énergie et des matériaux. La solide performance du secteur des matériaux reflète celle du secteur de l'or de l'indice S&P/TSX. Celui-ci a été dopé par la flambée des prix du métal jaune que le contexte géopolitique actuel et les élections américaines prochaines continuent de soutenir.
- › Quant aux tendances plus larges de l'indice S&P/TSX, le budget fédéral attendu le 16 avril pourrait bien être déterminant. Des hausses d'impôts pour les sociétés et les contribuables fortunés pourraient poindre à l'horizon pour éponger les nouvelles dépenses. Nous n'excluons même pas une augmentation du taux d'imposition des gains en capital, tout dépendant de l'ampleur et de la nature des nouvelles annonces de dépenses de programmes qui pourraient être faites la semaine prochaine.
- › Plus les banques centrales seront forcées d'attendre avant de réduire les taux d'intérêt, plus cela risque de déclencher un épisode de désendettement, comme dans chaque cycle économique depuis les années 1960 dans lequel la politique monétaire a été rendue restrictive. Nous maintenons notre répartition des actifs défensive, avec une sous-pondération des actions et une surpondération des obligations et des liquidités.

### Rotation sectorielle FBN

Secteurs du S&P/TSX	Pondération*	Recommandation	Variation
Énergie	18.5	Équipondérer	
Matériaux	11.5	Équipondérer	
Industrie	14.2	Sous-pondérer	
Consommation discrétionnaire	3.5	Sous-pondérer	
Consommation de base	4.0	Surpondérer	
Santé	0.3	Équipondérer	
Finance	30.6	Équipondérer	
Technologies de l'information	8.4	Équipondérer	
Services de télécommunications	3.1	Surpondérer	
Services publics	3.7	Surpondérer	
Immobilier	2.2	Sous-pondérer	
<b>Total</b>	<b>100</b>	<b>-</b>	

\* Au 8 avril 2024

# L'économie

---





**Matthieu Arseneau**  
Chef économiste adjoint  
514 879-2252



**Jocelyn Paquet**  
Économiste  
514 412-3693



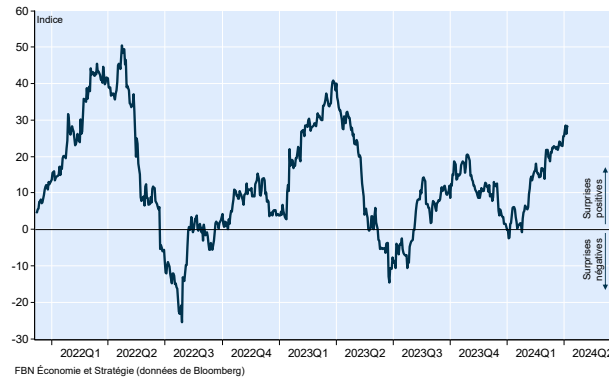
**Daren King, CFA**  
Économiste  
514 412-2967

## Monde : Le temps des baisses de taux est-il enfin arrivé dans les économies avancées?

Bien que la croissance demeure au ralenti dans bien des régions du globe, de timides signes de reprise ont commencé à poindre ces dernières semaines sous forme de données économiques plus solides que prévu.

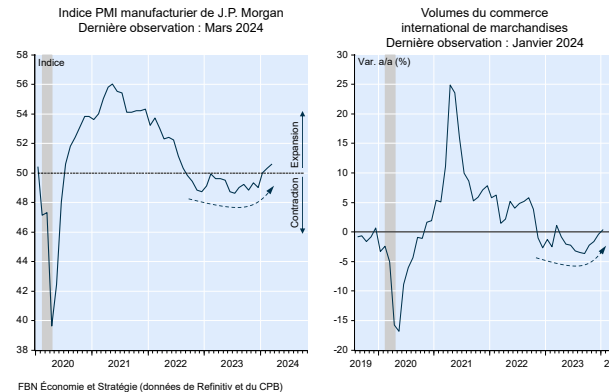
### Monde : Des signes timides de reprise

Indice Citi des surprises économiques mondiales



Celles-ci reflètent en partie une amélioration des conditions d'exploitation dans le secteur manufacturier où, à en juger par l'indice PMI publié par J.P. Morgan, la production a recommencé à croître après plusieurs mois de contraction. Cette tendance est confirmée par la stabilisation du commerce international de marchandises.

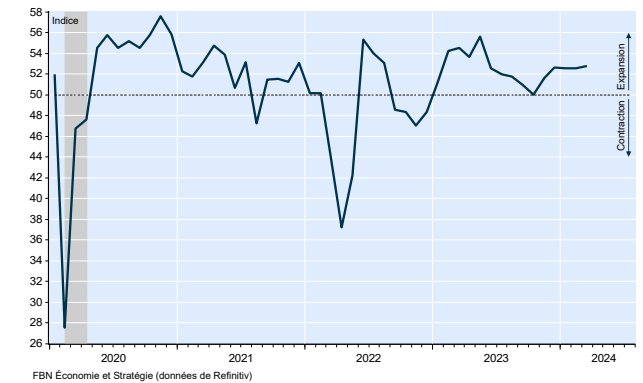
### Monde : Le secteur manufacturier reprend de la vigueur



Cette amélioration devrait en théorie profiter à la Chine, où le secteur de la fabrication continue de représenter une part disproportionnée de l'économie. Le redressement de la production des usines du pays n'a toutefois pas suffi à dissiper les craintes concernant le marché immobilier. Même si le douloureux cycle de désendettement actuel dans ce secteur n'a pas empêché l'économie de croître ces derniers temps...

### Chine : L'économie continue de croître malgré le revers immobilier...

Indice PMI composé de Caixin. Dernière observation : Mars 2024

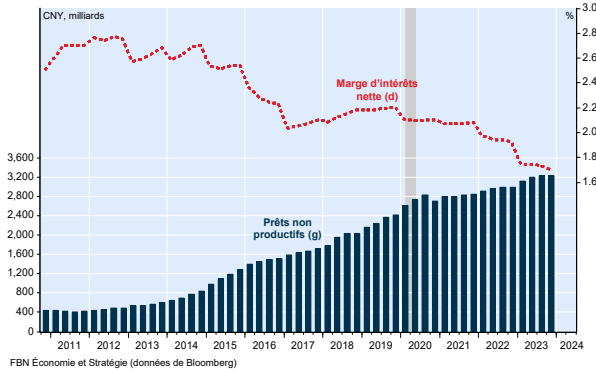


...ses impacts se sont quand même fait sentir dans le secteur bancaire. Contraintes par les autorités de venir en aide aux promoteurs les plus endettés, les banques chinoises ont en effet vu leurs marges faire les frais d'une accumulation de prêts en souffrance. De nombreux observateurs se demandent maintenant si cela ne risque pas de limiter la capacité des institutions financières à prêter à des secteurs plus productifs de l'économie.

Un tarissement du crédit n'est certainement pas souhaitable au moment où la Chine est déjà privée d'investissements étrangers. Les sorties de capitaux ont en effet atteint des niveaux records plus tôt cette année, ce qui a contraint le président Xi Jinping à rencontrer plusieurs chefs d'entreprises étrangères, fin mars, pour tenter de les convaincre que la seconde économie mondiale demeurerait déterminée à maintenir un climat d'affaires favorable. Reste à savoir quel genre d'impact cette rencontre pourra avoir dans le futur.

## ... mais les banques paient le prix de la mission de sauvetage

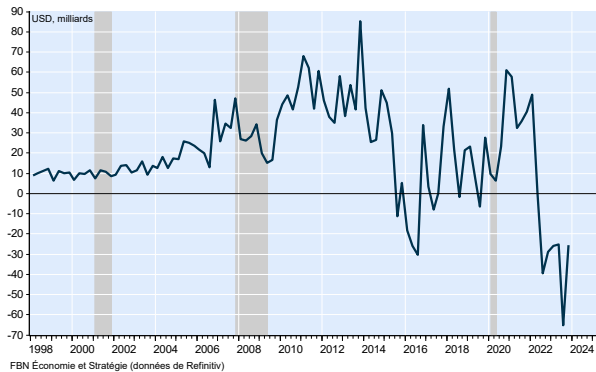
Marge d'intérêts nette des banques et prêts non productifs



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

## Chine : Les investisseurs étrangers prennent peur

Investissement étranger direct net

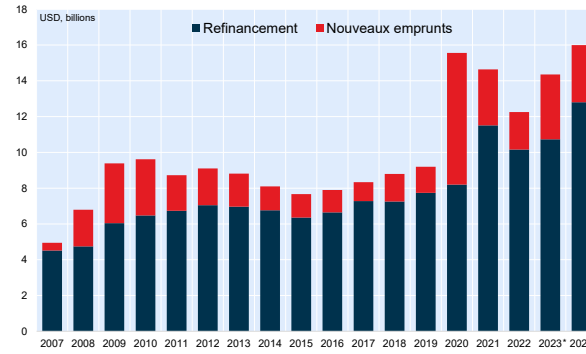


FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Dans les économies avancées, le principal risque au scénario reste celui de voir les taux élevés ralentir l'économie trop fortement. La croissance a relativement bien résisté jusqu'à présent, mais il est encore trop tôt pour crier victoire. Il faudra encore plusieurs mois pour que les agents économiques internalisent pleinement la structure actuelle des taux. Les gouvernements sont particulièrement exposés au risque de refinancement, leurs besoins d'emprunts devant atteindre un nouveau sommet historique cette année.

## OCDE : Record d'emprunts publics, pas d'aide des banques centrales

Besoins d'emprunts souverains nets



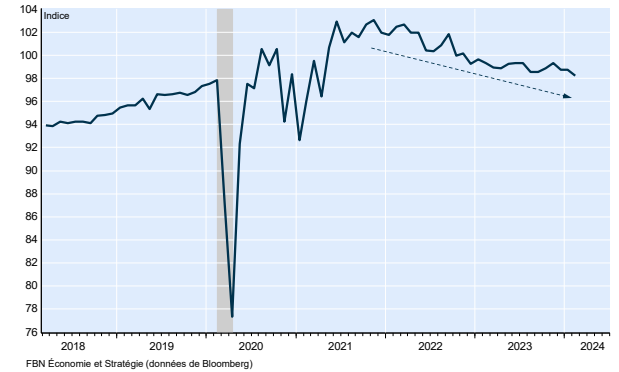
\*Prévisions de l'OCDE  
FBN Économie et Stratégie (données de l'OCDE)

Sans l'aide des banques centrales – les plus importantes d'entre elles devraient continuer de réduire la taille de leur bilan jusqu'à la fin de l'année au moins –, une telle augmentation de l'offre d'obligations souveraines pourrait s'avérer difficile à digérer pour les marchés. Nul besoin ici de rappeler le fiasco du mini-budget Truss au Royaume-Uni. Mais même en l'absence de volatilité sur les marchés obligataires, le calendrier de refinancement ne manquera pas de faire augmenter la facture d'intérêts de plusieurs gouvernements, limitant du même coup leur marge de manœuvre budgétaire.

Ce risque devrait toutefois être atténué par un assouplissement de la politique monétaire dans plusieurs pays, et notamment dans la zone euro. En Europe, la nécessité de baisses de taux ne fait plus aucun doute, les ménages présentant des signes de faiblesse bien plus évidents que ceux des États-Unis, à commencer par une baisse constante de leurs dépenses en biens au cours des deux dernières années et demie.

## Zone euro : Les dépenses des ménages toujours en baisse

Volumes des ventes au détail. Dernière observation : Février 2024

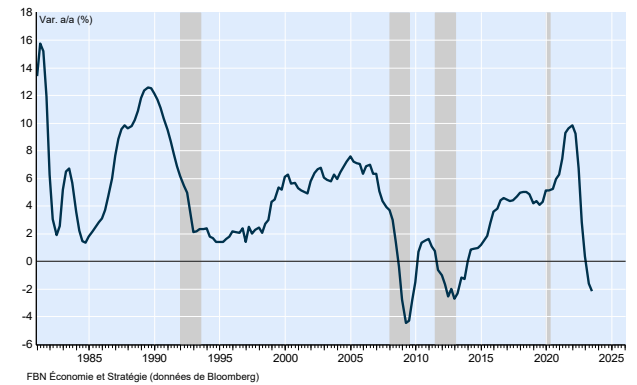


FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Le marché immobilier fait également les frais de l'augmentation des coûts d'emprunt, comme en témoigne la première baisse du prix des maisons en une décennie.

## Zone euro : La hausse des taux se reflète aussi dans l'immobilier

Indice des prix des propriétés résidentielles

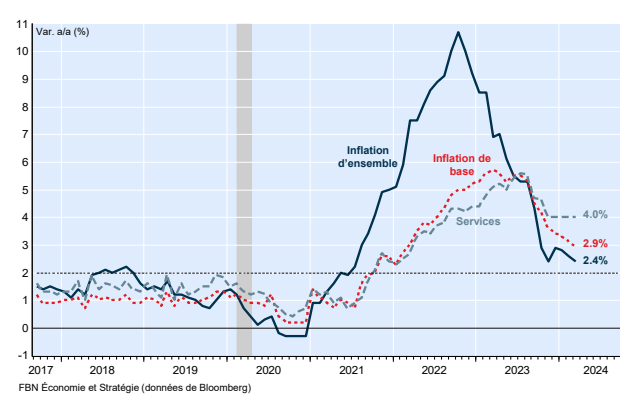


FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

La faiblesse économique n'est pourtant pas un élément nouveau; elle perdure dans la zone euro depuis environ un an. Alors pourquoi la BCE se sentirait-elle à l'aise de baisser les taux d'intérêt maintenant alors qu'elle ne l'était pas il y a encore quelques mois? La réponse est que l'inflation élevée n'empêche plus un assouplissement de la politique monétaire. L'inflation globale est passée du pic de 10,7% atteint en octobre 2022 à seulement 2,4% au dernier relevé. La mesure de base a quant à elle glissé sous la barre des 3,0% pour la première fois en plus de deux ans en mars.

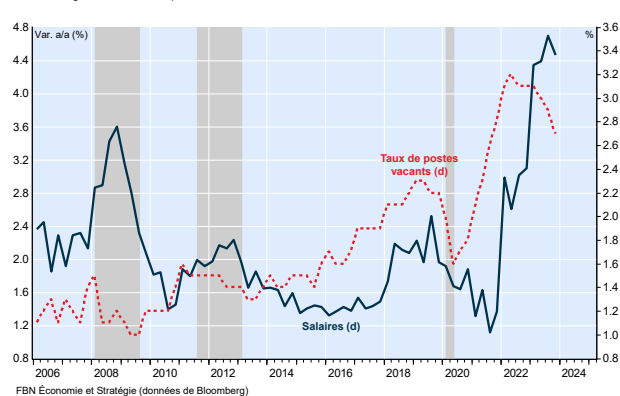


## Zone euro : L'inflation près de la cible de la BCE, sauf dans les services



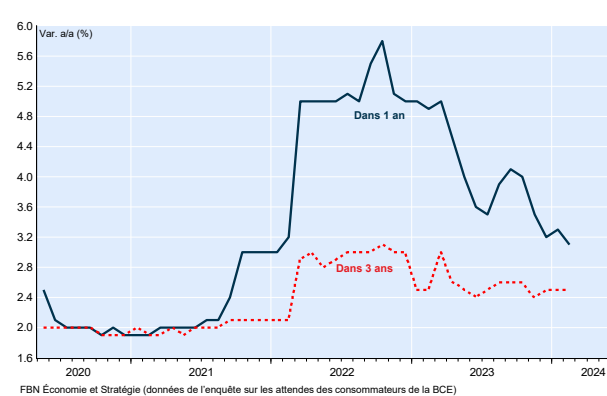
Les progrès demeurent certes moins probants du côté des services, mais il y a encore des raisons d'être optimiste de ce côté. La baisse du taux de postes vacants laisse effectivement deviner un recul de la demande de travailleurs qui devrait finir par se traduire par une croissance plus faible des salaires.

## Zone euro : Le marché du travail se rééquilibre



La BCE devrait également être rassurée par le fait que les attentes en matière d'inflation se sont considérablement réduites ces derniers temps, ce qui diminue d'autant le risque de décrochage.

## Zone euro : Les attentes d'inflation plus près de la cible de la BCE



Nous ne nous attendons toutefois pas à ce que l'assouplissement de la politique monétaire se traduise immédiatement par une croissance plus forte dans la zone euro. C'est que, initialement, l'inflation risque de baisser au moins aussi vite que les taux directeurs, laissant les taux réels à des niveaux très élevés. Mais en supposant que l'inflation se stabilise autour de l'objectif de la banque centrale au second semestre, l'effet positif des baisses de taux devrait devenir progressivement plus visible dans les données et permettre une accélération de la croissance en 2025.

Un scénario similaire devrait se dérouler dans plusieurs économies avancées, dont la Grande-Bretagne et le Canada, et se traduire par une croissance mondiale de 2.8% cette année et l'an prochain.

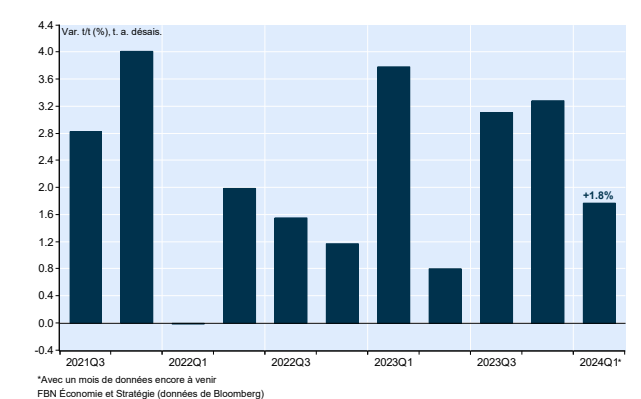
Perspectives mondiales			
	2023	2024	2025
<b>Économies avancées</b>	<b>1.6</b>	<b>1.3</b>	<b>1.0</b>
États-Unis	2.5	2.5	1.0
Zone euro	0.4	0.0	0.5
Japon	1.9	0.5	0.9
Royaume-Uni	0.3	0.1	0.7
Canada	1.1	0.6	1.2
Australie	2.1	1.2	1.8
Corée du Sud	1.4	2.0	2.0
<b>Économies émergentes</b>	<b>4.1</b>	<b>3.9</b>	<b>4.1</b>
Chine	5.2	4.7	4.4
Inde	6.3	6.5	6.0
Mexique	3.2	2.1	1.5
Brésil	2.9	1.5	1.7
Russie	3.6	2.0	0.8
<b>Monde</b>	<b>3.0</b>	<b>2.8</b>	<b>2.8</b>

FBN Économie et Stratégie (données FBN et Consensus Economics)

## États-Unis : Une croissance plus forte, oui, mais moins de baisses de taux

Bien que la croissance semble avoir ralenti au premier trimestre aux États-Unis, il est probable qu'elle soit restée assez forte par rapport aux normes historiques, les contributions négatives des stocks et du commerce international ayant probablement été largement compensées par une solide expansion de la demande intérieure. À en juger par les données publiées jusqu'à présent, la croissance semble une fois de plus avoir bénéficié d'une accélération des dépenses de consommation, notamment dans le segment des services.

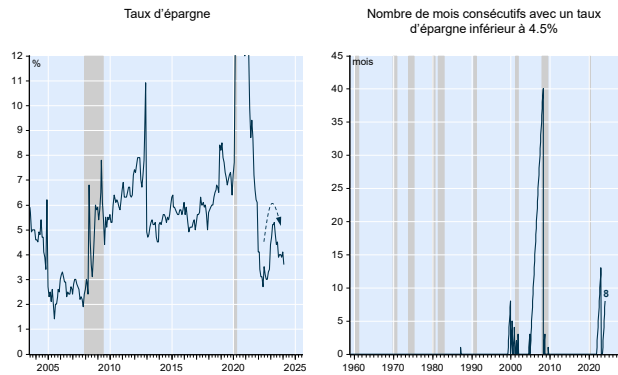
## États-Unis : Les consommateurs continuent d'entretenir la croissance au T1



Les données du premier trimestre sont sans aucun doute encourageantes, mais elles soulèvent encore des questions quant à la durabilité de l'actuel essor de la consommation. Pour un troisième trimestre de suite, la croissance des dépenses a dépassé l'augmentation du revenu disponible, ce qui a entraîné une baisse du taux d'épargne. Ce dernier se situe sous la barre des 4.5% depuis 8 mois déjà, situation qu'on n'a observée que deux fois dans le passé : lors du rebond après la pandémie, période pendant laquelle l'excédent d'épargne permettait aux ménages de dépenser plus qu'ils gagnaient, et dans les mois qui ont précédé la grande récession.

# L'économie

## É.-U. : Les ménages dépensent une plus grande part de leur revenu

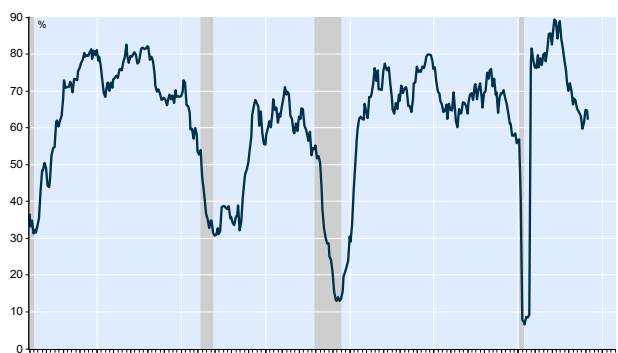


FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Mais même si les habitudes de consommation actuelles ressemblent à celles observées avant la crise de 2008-2009, rien ne dit qu'elles aboutiront au même résultat. Il est vrai que la croissance de la consommation devra probablement ralentir à l'avenir, question de mieux s'apparier à l'augmentation du revenu disponible, mais tant que l'emploi demeurera solide, cela ne devrait pas poser trop de problèmes à l'économie. Quelques fissures ont certes commencé à apparaître sur le marché du travail, notamment en ce qui concerne la répartition des gains d'emplois...

## É.-U. : La création d'emplois devient moins généralisée...

Indice de diffusion de l'emploi (6 mois)

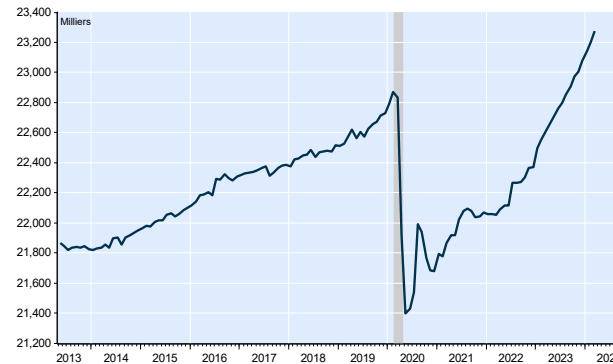


FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

...mais, dans l'ensemble, la situation demeure très encourageante, les gains d'emploi dans le secteur public ayant été particulièrement impressionnants ces derniers temps.

## ... mais reste globalement solide, en partie grâce au secteur public

Emploi dans le secteur public



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

L'autre élément qui dictera l'ampleur du ralentissement de la consommation dans les prochains mois sera l'évolution des taux d'intérêt. Plus ceux-ci resteront élevés longtemps, plus les ménages devront consacrer une part importante de leurs revenus au service de leur dette, ce qui leur laissera moins d'argent pour la consommation. Malheureusement, les nouvelles sur ce front n'ont pas été très encourageantes dernièrement. Les acteurs du marché ont en effet considérablement réduit leurs attentes en matière de baisse des taux au cours des derniers mois et ne prévoient plus que 40 points de base d'assouplissement de la part de la Fed d'ici la fin de l'année, soit beaucoup moins que les 165 pb qui faisaient consensus il y a quelques mois à peine.

## É.-U. : Le marché a révisé ses attentes de réduction des taux d'intérêt

Nombre de baisses de taux de la Fed attendu par les participants au marché

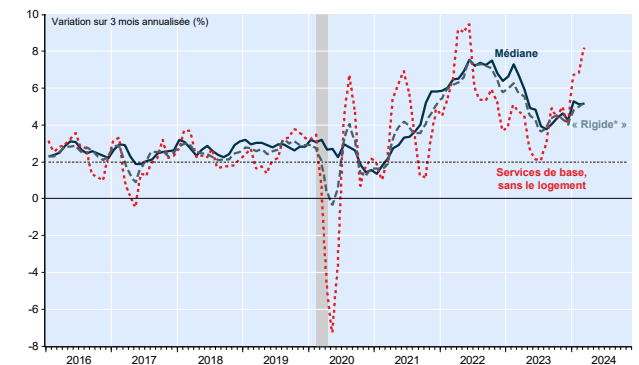


FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Ce changement de paradigme fait suite à une série de mauvaises nouvelles sur le front de l'inflation. Non seulement celle-ci a recommencé à augmenter sur une base annuelle ces derniers mois, mais plusieurs des mesures de base suivies de près par les économistes donnent également des signes de résurgence. C'est le cas notamment de l'inflation dans le segment des services hors logement, de l'inflation médiane et de l'inflation dite « rigide ».

## É.-U. : L'inflation de base reprend de l'élan

Indice des prix à la consommation, mesures de base choisies



\*Traduction libre du terme « sticky »

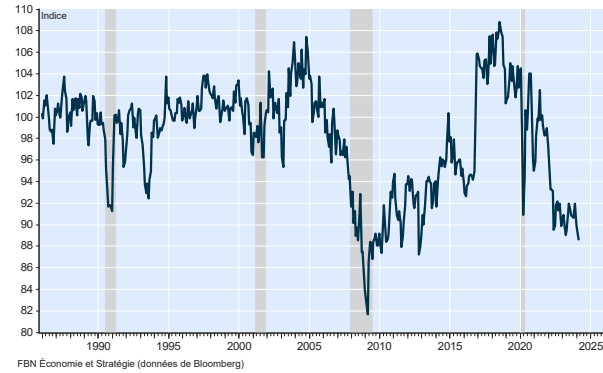
FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg et de la Fed d'Atlanta)

Les développements récents du côté des prix rendent certainement le travail de la Fed plus difficile. Il y a quelques mois à peine, elle semblait sur le point de réussir un exploit rare : une désinflation immaculée, c'est-à-dire un retour de l'inflation à la cible sans contrecoup économique. Aujourd'hui, il semble plus probable que l'inflation ne sera maîtrisée qu'au prix d'un assouplissement plus marqué du marché du travail et d'une décélération corollaire de la croissance des salaires. À cette fin, la banque centrale devra probablement maintenir des taux directeurs plus élevés pendant plus longtemps ce qui, toutes choses étant égales par ailleurs, devrait ralentir l'économie plus que ce n'aurait été le cas autrement. Rappelons que certains agents économiques souffrent déjà de l'impact du resserrement monétaire et sont loin de se réjouir à l'idée de voir les coûts d'emprunt rester élevés pendant plus longtemps. C'est le cas notamment des petites entreprises, dont la confiance a chuté à un creux inégalé depuis 11 ans en mars.

# L'économie

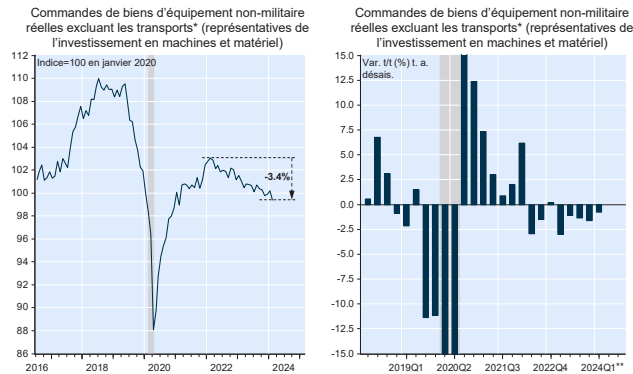
## É.-U. : La confiance des petites entreprises au plus bas depuis 11 ans

Indice de l'optimisme des petites entreprises de la NFIB



Des taux élevés ne sont pas non plus de nature à relancer l'investissement en machines et matériel, secteur de l'économie à la traîne ces derniers temps.

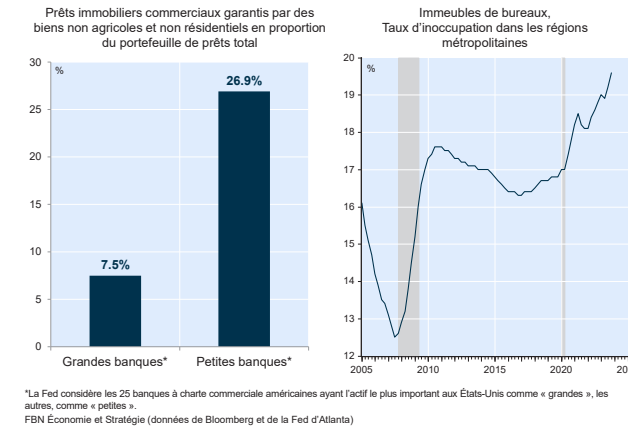
## É.-U. : Les taux élevés freinent encore l'investissement en matériel



Une trajectoire de taux moins accommodante de la part de la Fed nous semble donc toujours compatible avec un ralentissement important de la croissance au second semestre. Sans périliter, l'économie pourrait tout de même croître à un rythme inférieur à son potentiel pendant quelques trimestres au tournant de l'année 2025, un scénario qui se traduirait par une croissance de 2.5% cette année et de 1.0% en 2025.

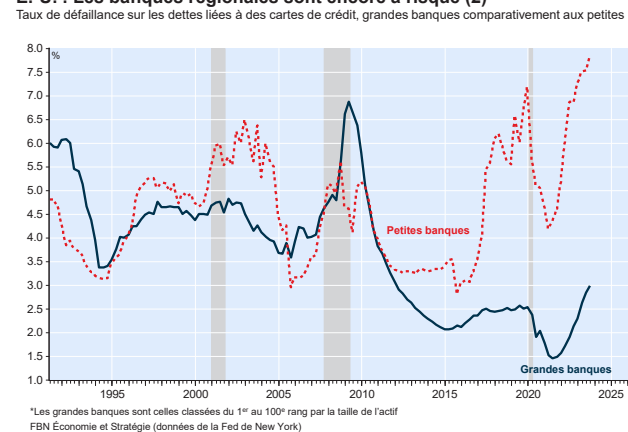
Le principal risque à ce scénario reste celui d'un regain d'incertitude du côté des banques régionales. Le portefeuille de prêts de ces dernières reste très exposé à l'immobilier commercial, où les taux d'inoccupation ne cessent d'augmenter depuis la pandémie, plus de sociétés s'étant tournées vers le télétravail, délaissant les tours de bureaux.

## É.-U. : Les banques régionales sont encore à risque (1)



L'immobilier commercial n'est pas la seule préoccupation des petites banques américaines. Elles semblent aussi plus exposées à la récente vague de défaillances sur les cartes de crédit.

## É.-U. : Les banques régionales sont encore à risque (2)

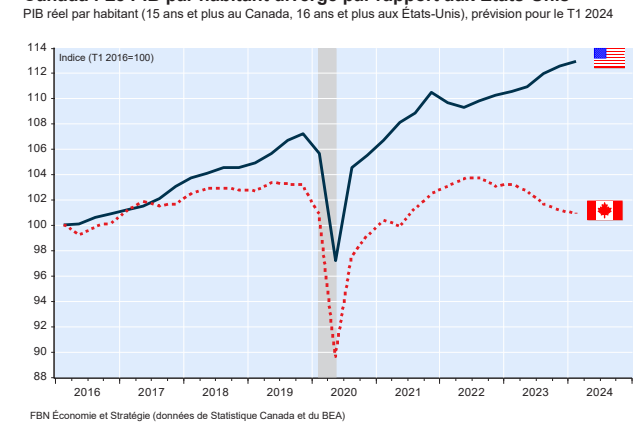


La voie vers un atterrissage en douceur apparaît un peu plus dégagée qu'il y a quelques mois, certes, mais plusieurs vulnérabilités subsistent. Il est donc trop tôt à notre avis pour écarter définitivement le risque de voir l'économie américaine basculer en récession. Cette éventualité ne représente plus notre scénario de base, mais nous la gardons tout de même à l'esprit.

## Canada : Trop peu, trop tard pour la BdC?

Alors que plusieurs grandes banques centrales ont commencé à envisager des baisses de taux d'intérêt depuis un certain temps, la Banque du Canada a enfin entrouvert la porte à ce sujet à condition que les progrès récents se poursuivent au chapitre de l'inflation. Certains se demandaient si la croissance économique qui s'annonce vigoureuse au premier trimestre allait l'inciter à jouer de prudence avant de télégraphier sa prochaine action. À juste titre, la Banque ne semble pas ébranlée par le fait que la croissance économique puisse atteindre les 2.8% selon sa prévision alors qu'elle s'attendait à une croissance de 0.5% il y a trois mois. Comme beaucoup, elle est surprise par l'explosion démographique qui ne se dément pas. La population de 15 ans et plus a connu une augmentation record de 3.5% au premier trimestre ce qui contribue positivement au PIB, mais également à la production potentielle. Ce faisant, le PIB par habitant est appelé à diminuer encore au T1 poursuivant la tendance baissière entamée depuis le début des hausses des taux d'intérêt. Cela témoigne d'une économie qui évolue bien en dessous de son potentiel depuis un bon moment.

## Canada : Le PIB par habitant diverge par rapport aux États-Unis

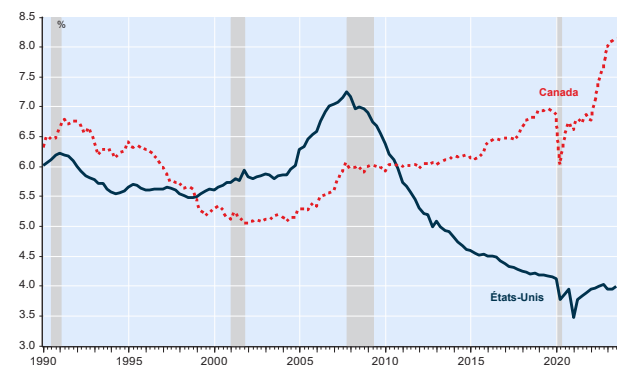


# L'économie

La divergence des PIB par habitant entre les États-Unis et le Canada s'explique par des contextes économiques forts différents. Comme nous l'avons mentionné à plusieurs reprises, le gouvernement américain a maintenu une politique budgétaire beaucoup plus stimulante que le Canada, contrecarrant les efforts de la banque centrale pour refroidir l'économie. Mais il n'y pas que cela. La structure du marché hypothécaire contribue également à cette divergence. La grande majorité des prêts hypothécaires aux États-Unis ont un terme de 30 ans alors que la quasi-totalité des prêts ne dépasse pas 5 ans au Canada. Il en résulte un service de la dette hypothécaire qui a fortement augmenté au Canada et qui est encore appelé à croître alors que ce n'est pas le cas outre-frontière. Cela explique probablement pourquoi la Banque du Canada n'a pas eu à relever les taux aussi haut qu'au sud de la frontière et qu'elle pourrait les abaisser avant la Fed.

## Canada et États-Unis : Service de la dette hypothécaire des ménages\*

Païement d'intérêts et de capital en pourcentage du revenu disponible\*\*



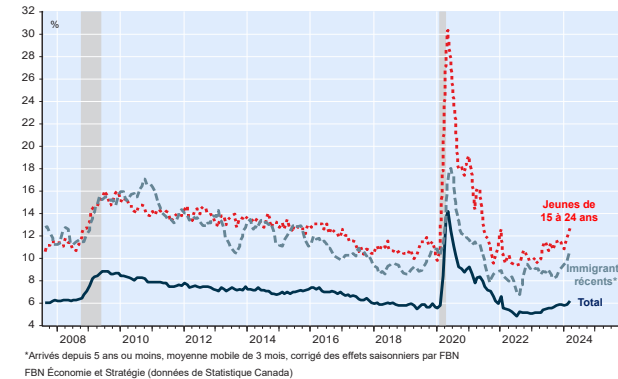
\*Ménages américains selon la définition du Canada  
 \*\*Revenu disponible au Canada selon la définition des États-Unis  
 FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada, du BEA et de la Réserve fédérale aux États-Unis)

La faiblesse économique du Canada se reflète également dans l'évolution du marché du travail qui se détend rapidement. Les embauches ne suivent plus le rythme de croissance de la population et la faiblesse est particulièrement criante dans le secteur privé depuis le milieu de 2023. Le taux de chômage s'établit désormais à 6.1%, soit une hausse de 1.3 point de pourcentage depuis le début du resserrement monétaire, les jeunes et les immigrants étant les plus touchés par cette détérioration. Le taux de chômage des 15-24 ans a en effet augmenté de 3.3 points depuis le début du resserrement monétaire, soit la plus forte

hausse jamais observée en dehors d'une récession. Quant aux immigrants récents (ceux qui sont arrivés depuis 5 ans ou moins), leur taux de chômage a augmenté de 3.6 points depuis son creux de 2022.

## Canada : Hausse du chômage, surtout parmi les immigrants et les jeunes

Taux de chômage, corrigé des effets saisonniers par FBN

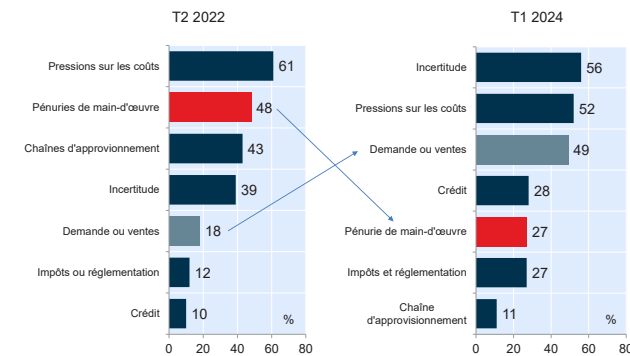


\*Arrivés depuis 5 ans ou moins, moyenne mobile de 3 mois, corrigé des effets saisonniers par FBN  
 FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

Ces résultats concordent avec les données de l'Enquête sur les perspectives des entreprises publiée en avril qui ne laisse entrevoir aucune embellie. Depuis le resserrement de la politique monétaire, la proportion d'entreprises confrontées à des pénuries de main-d'œuvre a chuté de manière spectaculaire (de 48% à 27%). En revanche, près de la moitié des entreprises s'inquiètent de la demande des clients dans le contexte d'incertitude actuel (18% au deuxième trimestre 2022).

## Canada : Les ventes préoccupent de plus en plus les entreprises

Q. : Durant le trimestre, lesquelles des préoccupations suivantes étaient les plus pressantes ? (% des firmes)

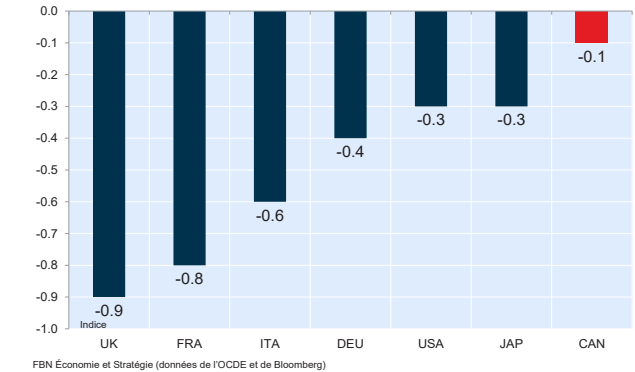


FBN Économie et Stratégie (données de la Banque du Canada, Pouls des leaders d'entreprise)

L'assouplissement du marché du travail est considérable au Canada si on le compare aux autres pays avancés. Selon l'OCDE, le taux de chômage à inflation stationnaire (TCIS) se situe à 6.2% soit à peine au-dessus des 6.1% du taux de chômage enregistré au mois de mars. Tous les autres pays du G7 affichent actuellement un plus grand écart entre leur taux de chômage et leur TCIS ce qui signifie des marchés du travail plus tendus.

## Canada : Le marché du travail le moins tendu du G7

Écart entre le taux de chômage et le taux de chômage à inflation stationnaire (points de pourcentage)

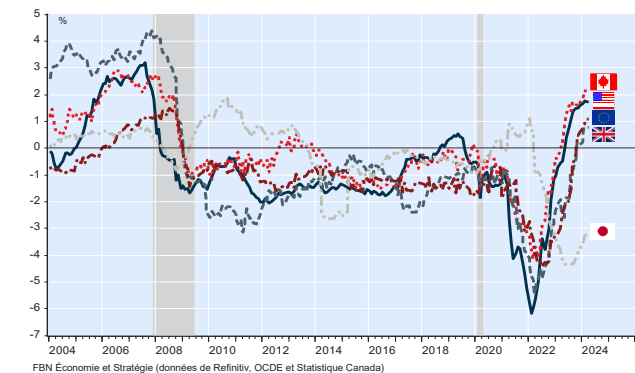


FBN Économie et Stratégie (données de l'OCDE et de Bloomberg)

Malgré tout, la sévérité de la BdC est évidente dans les comparaisons internationales. En effet, le taux directeur corrigé de l'inflation hors alimentation et énergie est le plus restrictif des pays du G7.

## Canada : La BdC est la banque centrale la plus restrictive du G7

Taux directeur moins IPC hors alimentation et énergie (a/a, mois précédent) défini comme taux directeur réel



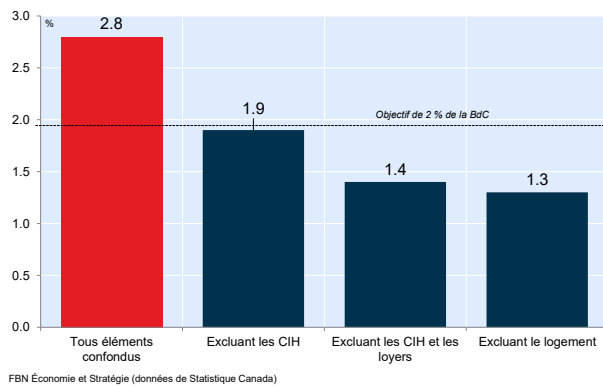
FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv, OCDE et Statistique Canada)

# L'économie

Et nous avons expliqué dans une [étude spéciale](#) que les données officielles (dont l'IPC hors alimentation et énergie) surestiment l'inflation ce qui pourrait signifier que la politique monétaire réelle est encore plus restrictive. À 2.8%, l'inflation totale au Canada se maintient à un rythme trop élevé par rapport à la cible de 2.0%. Mais sans la hausse des coûts d'intérêts hypothécaires (CIH), qui est principalement attribuable à l'intervention de la banque centrale elle-même, l'inflation canadienne se situe à 1.9%. Si l'on soustrait également les loyers, dont l'augmentation coïncide avec la hausse vertigineuse de la population canadienne – phénomène sur lequel la banque centrale n'a aucun contrôle et qui n'a rien à voir avec la vigueur de l'économie –, l'inflation annuelle n'est que de 1.4%.

## Canada : Compte non tenu du logement, l'inflation est inférieure à 2%

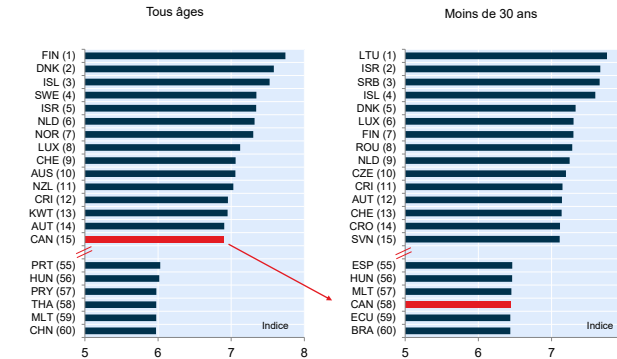
Taux d'inflation annuel dans les différentes catégories



La pénurie de logements est un problème de société qui doit être résolu. Selon l'enquête mondiale sur le bonheur publiée récemment, le Canada se classe au 15<sup>e</sup> rang. Chez les moins de 30 ans, le Canada tombe à la 58<sup>e</sup> place. Il y a lieu de croire que la forte détérioration de l'accessibilité au logement dans l'ensemble du pays contribue à cette désillusion.

## Canada : Les jeunes beaucoup moins heureux que la moyenne nationale

Indice de bonheur par catégories d'âge, 2021-2023

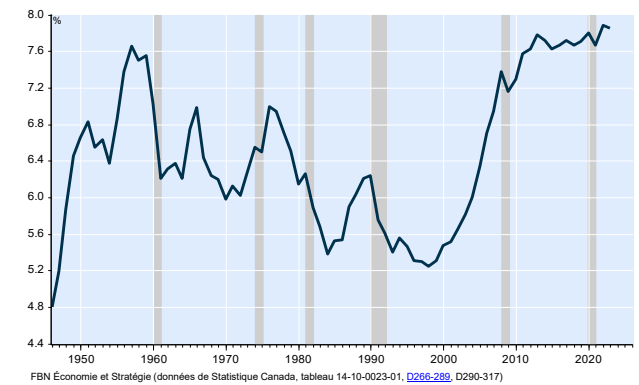


FBN Économie et Stratégie (données du World Happiness Report)

Le gouvernement canadien a annoncé un certain nombre de mesures pour corriger la situation. Tout d'abord, des dispositions ont été prises pour limiter la croissance de la population. Le gouvernement entend réduire considérablement le nombre de résidents non permanents présents dans le pays à 5.0% de la population totale sur trois ans (6.5% actuellement). Si cet objectif est atteint, la croissance totale de la population pourrait être de l'ordre de 300K à 350K personnes selon nos calculs de 2025 à 2027, ce qui représente une nette modération par rapport à 2023 et 2024, où la croissance dépassait le million de personnes. Un tel ralentissement serait conforme à la recommandation que nous avons formulée en janvier ([étude](#)). Le gouvernement a également annoncé un plan de construction de 3.87 millions de logements d'ici 2031, soit 2 millions de plus que les prévisions actuelles de la SCHL. Cela permettrait de multiplier les mises en chantier actuelles par plus de deux dès l'année prochaine, alors que la proportion de travailleurs dans le secteur de la construction atteint déjà un niveau record. Dans ce contexte, nous avons des raisons de nous interroger sur la faisabilité de ce plan.

## Canada : Une part record de travailleurs dans la construction!

Emplois dans le secteur de la construction en pourcentage de l'emploi total



Malgré des signes clairs d'affaiblissement de l'économie et des progrès notables en matière d'inflation, sous-estimés par les mesures officielles, la Banque du Canada maintient une politique monétaire très restrictive. Ce faisant, elle risque d'infliger trop de dommages à l'économie compte tenu du délai de 6 à 8 trimestres de la transmission de la politique monétaire à l'économie. Heureusement, la banque centrale envisage désormais de donner un peu d'oxygène à l'économie, mais il y a un risque que ce soit trop peu et trop tard. Cette politique monétaire trop restrictive se reflète dans nos sombres perspectives économiques pour les trimestres à venir. Nous prévoyons une contraction de l'économie canadienne d'ici le milieu de l'année, ce qui limiterait la croissance à 0.6% en 2024, avec une légère accélération à 1.2% attendue l'année suivante. Cela se traduirait par un taux de chômage d'environ 7.0% à la fin de l'année.

## États-Unis Scénario économique

(Variation annuelle en %)*	2021	2022	2023	2024	2025	2023	T4/T4 2024	2025
Produit intérieur brut (\$constants, 2012)	5.8	1.9	2.5	2.5	1.0	3.1	1.4	1.5
Dépenses personnelles	8.4	2.5	2.2	2.5	1.2	2.7	1.9	1.4
Construction résidentielle	10.7	(9.0)	(10.6)	3.6	0.5	0.4	2.3	1.2
Investissements des entreprises	5.9	5.2	4.5	1.9	(0.0)	4.6	0.5	0.6
Dépenses publiques	(0.3)	(0.9)	4.1	3.2	2.0	4.6	2.2	2.0
Exportations	6.3	7.0	2.6	2.3	0.1	1.8	1.4	0.6
Importations	14.5	8.6	(1.7)	2.3	0.6	(0.1)	2.2	1.0
Variation des stocks (milliards \$)	12.5	128.1	43.7	21.3	11.3	54.9	5.0	30.0
Demande intérieure	6.6	1.7	2.3	2.6	1.1	3.2	1.8	1.4
Revenu réel disponible	3.2	(6.0)	4.2	1.4	1.3	4.1	1.1	1.7
Emploi des salariés	2.9	4.3	2.3	1.4	0.3	1.9	0.7	0.9
Taux de chômage	5.4	3.6	3.6	4.0	4.5	3.7	4.2	4.5
Taux d'inflation	4.7	8.0	4.1	3.3	2.6	3.2	3.0	2.7
Bénéfices avant impôts	22.6	9.8	1.5	2.2	1.6	5.1	(2.6)	3.8
Compte courant (milliards \$)	(939.8)	(971.6)	(818.8)	(858.8)	(906.3)	...	...	...

\* Sauf indication contraire.

## Scénario financier\*\*

	actuel 12/04/24	T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	2023	2024	2025
Taux cible fonds fédéraux	5.50	5.50	5.50	5.25	5.00	5.50	5.00	3.75
Bons du Trésor 3 mois	5.25	5.23	5.30	5.05	4.75	5.20	4.75	3.55
Obligations fédérales								
2 ans	4.88	4.59	4.90	4.75	4.50	4.23	4.50	3.55
5 ans	4.54	4.21	4.60	4.45	4.25	3.84	4.25	3.60
10 ans	4.50	4.20	4.55	4.45	4.30	3.88	4.30	3.90
30 ans	4.61	4.34	4.60	4.50	4.40	4.03	4.40	4.05
Taux de change								
US\$/Euro	1.06	1.08	1.06	1.04	1.03	1.10	1.03	1.08
YEN/\$US	153	151	148	145	142	141	142	131

\*\* fin de période

## Dynamique trimestrielle

	T1 2023 publié	T2 2023 publié	T3 2023 publié	T4 2023 publié	T1 2024 prévision	T2 2024 prévision	T3 2024 prévision	T4 2024 prévision
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	2.2	2.1	4.9	3.4	2.8	1.5	1.0	0.4
IPC (var. a/a %)	5.8	4.0	3.6	3.2	3.2	3.7	3.4	3.0
IPC de base (var. a/a %)	5.5	5.2	4.4	4.0	3.8	3.6	3.8	3.5
Taux de chômage (%)	3.5	3.6	3.7	3.7	3.8	3.9	4.0	4.2

Financière Banque Nationale

## Canada Scénario économique

(Variation annuelle en %)*	2021	2022	2023	2024	2025	2023	T4/T4 2024	2025
Produit intérieur brut (\$constants, 2012)	5.3	3.8	1.1	0.6	1.2	0.9	0.6	1.8
Dépenses personnelles	5.2	5.1	1.7	0.5	1.0	1.2	0.3	1.6
Construction résidentielle	14.6	(12.1)	(10.2)	(0.2)	1.6	(3.0)	(0.5)	2.1
Investissements des entreprises	8.7	4.0	(0.7)	(3.9)	0.3	(3.0)	(1.4)	1.4
Dépenses publiques	4.6	3.3	2.1	1.9	1.7	2.0	2.0	1.8
Exportations	2.7	3.2	5.7	1.7	1.5	5.5	0.5	2.5
Importations	8.1	7.6	1.0	(0.3)	1.6	1.9	(0.5)	2.5
Variation des stocks (millions \$)	4,425	55,290	33,855	25,750	25,875	32,025	24,500	27,000
Demande intérieure	6.1	2.8	0.5	0.4	1.2	0.6	0.6	1.7
Revenu réel disponible	0.5	(0.1)	1.8	1.5	1.3	1.8	0.7	1.5
Emploi	5.0	4.0	2.4	1.0	1.0	2.3	0.5	1.4
Taux de chômage	7.5	5.3	5.4	6.5	6.9	5.8	6.9	6.8
Taux d'inflation	3.4	6.8	3.9	2.3	2.2	3.2	2.0	2.0
Bénéfices avant impôts	33.2	14.7	(18.1)	(0.3)	4.9	(9.7)	(3.8)	6.8
Compte courant (milliards, \$)	0.4	(10.3)	(17.8)	(24.8)	(19.6)	...	...	...

\* Sauf indication contraire.

## Scénario financier\*\*

	actuel 12/04/24	T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	2023	2024	2025
Taux à un jour	5.00	5.00	5.00	4.75	4.25	5.00	4.25	3.00
Taux préférentiel	7.00	7.00	7.00	6.75	6.25	7.00	6.25	5.00
Bons du Trésor 3M	4.92	5.01	4.80	4.45	3.95	5.05	3.95	2.85
Obligations fédérales								
2 ans	4.19	4.19	4.15	3.85	3.50	3.89	3.50	2.85
5 ans	3.70	3.54	3.70	3.55	3.35	3.17	3.35	2.90
10 ans	3.66	3.47	3.65	3.55	3.40	3.11	3.40	3.05
30 ans	3.55	3.36	3.55	3.45	3.35	3.03	3.35	3.10
Taux de change								
CAD par USD	1.38	1.35	1.38	1.40	1.42	1.32	1.42	1.37
Prix du pétrole (WTI), \$U.S.	86	84	80	77	75	72	75	80

\*\* fin de période

## Dynamique trimestrielle

	T1 2023 publié	T2 2023 publié	T3 2023 prévision	T4 2023 prévision	T1 2024 prévision	T2 2024 prévision	T3 2024 prévision	T4 2024 prévision
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	2.6	0.6	(0.5)	1.0	2.7	(0.9)	(0.9)	1.4
IPC (var. a/a %)	5.2	3.5	3.7	3.2	2.9	2.5	1.9	2.0
IPC ex. aliments et énergie (var. a/a %)	4.8	4.0	3.4	3.4	2.9	2.4	2.1	2.1
Taux de chômage (%)	5.1	5.3	5.5	5.8	5.9	6.3	6.8	6.9

Financière Banque Nationale

## Prévisions économiques provinciales

	2021	2022	2023p	2024p	2025p	2021	2022	2023p	2024p	2025p
	<b>PIB réel (croissance en %)</b>					<b>PIB nominal (croissance en %)</b>				
Terre-Neuve-et-Labrador	1.0	-1.7	-1.5	2.0	2.3	18.5	6.8	-2.7	4.4	3.6
Île-du-Prince-Édouard	8.4	2.9	3.0	3.5	3.0	14.9	9.3	6.0	6.5	5.6
Nouvelle-Écosse	5.9	2.9	1.3	1.0	1.0	10.0	7.1	3.4	3.3	3.0
Nouveau-Brunswick	5.3	1.1	1.0	0.6	0.8	10.9	7.4	3.2	3.1	2.9
Québec	6.7	2.5	0.0	0.5	0.9	11.6	8.4	3.7	3.5	3.3
Ontario	5.4	3.9	1.2	0.4	1.2	9.8	9.2	4.3	3.3	3.1
Manitoba	1.3	3.3	1.3	0.6	1.2	9.2	8.6	3.2	3.3	2.9
Saskatchewan	-0.7	6.0	1.6	0.8	1.4	13.9	29.2	1.2	2.2	2.8
Alberta	4.6	5.0	2.3	1.2	1.7	24.9	22.0	-0.5	4.9	4.1
Colombie-Britannique	7.1	3.8	0.9	0.5	1.1	15.8	11.0	1.0	3.0	3.3
Canada	5.3	3.8	1.1	0.6	1.2	13.4	11.8	2.7	3.6	3.3
	<b>Emploi (croissance en %)</b>					<b>Taux de chômage (%)</b>				
Terre-Neuve-et-Labrador	3.6	4.3	1.7	1.0	0.3	13.1	11.2	9.9	10.5	10.8
Île-du-Prince-Édouard	4.2	5.3	5.7	3.5	1.5	9.9	7.5	7.4	8.3	8.5
Nouvelle-Écosse	5.6	3.6	2.7	3.0	0.9	8.6	6.6	6.4	6.8	7.3
Nouveau-Brunswick	3.2	2.7	3.4	1.6	1.0	9.1	7.2	6.6	7.1	7.4
Québec	4.4	3.1	2.3	0.4	0.7	6.1	4.3	4.4	5.3	5.8
Ontario	5.2	4.6	2.4	0.6	1.0	8.1	5.6	5.7	7.1	7.6
Manitoba	3.7	3.2	2.5	2.4	1.2	6.4	4.5	4.8	5.1	5.2
Saskatchewan	2.6	3.5	1.8	1.5	1.3	6.5	4.7	4.8	5.1	5.4
Alberta	5.5	5.2	3.6	2.4	1.4	8.5	5.8	5.9	6.9	7.0
Colombie-Britannique	6.2	3.1	1.6	1.4	0.9	6.5	4.6	5.2	6.1	6.2
Canada	5.0	4.0	2.4	1.0	1.0	7.5	5.3	5.4	6.5	6.9
	<b>Mises en chantier de logements (000)</b>					<b>IPC (Croissance en %)</b>				
Terre-Neuve-et-Labrador	1.1	1.5	1.0	1.1	1.2	3.7	6.4	3.3	2.0	2.1
Île-du-Prince-Édouard	1.2	1.0	0.9	1.0	1.2	5.1	8.9	2.9	1.9	2.2
Nouvelle-Écosse	6.0	5.6	7.2	7.0	7.2	4.1	7.5	4.0	2.3	2.2
Nouveau-Brunswick	3.9	4.7	4.9	4.5	4.6	3.8	7.3	3.5	1.8	2.2
Québec	69.4	58.2	39.6	43.0	50.5	3.8	6.7	4.5	2.5	2.2
Ontario	100.4	96.1	90.0	86.0	94.5	3.5	6.8	3.8	2.3	2.2
Manitoba	8.0	8.1	7.1	6.8	8.0	3.2	7.9	3.6	1.7	2.2
Saskatchewan	4.3	4.2	4.6	4.5	4.8	2.6	6.6	3.9	1.6	2.2
Alberta	31.9	36.4	35.9	38.0	40.0	3.2	6.5	3.3	2.2	2.1
Colombie-Britannique	47.6	46.7	50.6	48.5	51.5	2.8	6.9	4.0	2.3	2.2
Canada	273.8	262.5	241.7	240.4	263.5	3.4	6.8	3.9	2.3	2.2

e: estimé

p: prévision

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

# Taux d'intérêt et marché obligataire

---





# Taux d'intérêt et marché obligataire



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



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

## FOMC : Plus tard, toujours plus tard

Il y a trois mois, les marchés des swaps indexés sur le taux à un jour tablèrent sur un assouplissement de plus de 150 points de base en 2024. Une baisse des taux en mars semblait être le scénario le plus probable. À ce moment-là, l'inflation fondait comme neige au soleil, malgré des taux impressionnants de croissance supérieure au potentiel et un marché du travail toujours très tendu. Tous les responsables de la Fed souhaitaient une poursuite, pendant quelque temps encore, des faibles données de l'inflation. Comme le président Jerome Powell l'expliquait lors d'une conférence de presse à l'issue de la décision sur les taux de janvier :

« Nous souhaitons gagner une plus grande assurance que l'inflation s'oriente durablement vers le taux de 2% [...] Que voulons-nous voir? Nous voulons plus de bonnes données. Pas de meilleures données. Nous voulons que les données positives que nous avons aujourd'hui se poursuivent, et un bon exemple ici est l'inflation. Nous avons six mois de données positives sur l'inflation. La vraie question est de savoir si ces six mois nous envoient un réel signal que l'inflation est vraiment engagée sur une trajectoire durable pour redescendre à 2%. »

Trois mois et trois rapports sur l'IPC plus tard, il semble que nous ayons la réponse à cette question. Et la réponse est non. L'inflation de mars a dépassé les attentes un troisième mois de suite, avec une réaccélération des mesures de l'inflation de base. L'indice des services de base excluant le logement, que les responsables de la Fed avaient qualifié auparavant d'indicateur optimal des pressions sous-jacentes sur les prix, illustre sans doute bien ce point. L'inflation selon cette mesure a crû de plus de 8% en rythme annualisé sur trois mois après être descendue à 2% à l'été dernier.

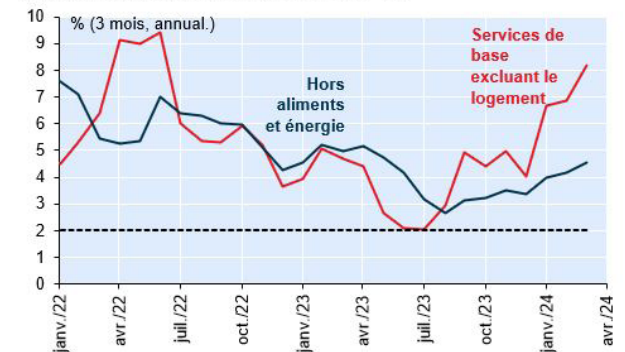
Sans surprise, ces évolutions ont entraîné une révision substantielle des perspectives de la Fed en matière de taux d'intérêt. Les marchés des taux d'intérêt à court terme se demandent maintenant si la Fed procédera même à deux baisses des taux d'ici la fin de l'année. Les prévisionnistes du secteur privé ont également revu leurs projections concernant les taux des fonds fédéraux, anticipant même dans certains cas une seule réduction, voire aucune. Certains ont même spéculé sur un nouveau tour de vis.

Certes, nous sommes d'accord pour dire que les dernières cartes en main justifient le report du cycle d'assouplissement, ce qui devrait aussi se traduire par un assouplissement moindre en 2024. Nous tablons désormais sur une réduction

cumulée de 50 pb cette année, contre 75 dans nos prévisions précédentes. Les responsables de la Fed, s'ils avaient pu refaire leur graphique à points de mars, auraient probablement supprimé collectivement une réduction des taux de leurs prévisions. Cependant, nous ne pensons pas que la Fed soit prête à abandonner son opinion, qu'elle maintient de longue date, selon laquelle l'inflation continuera à diminuer progressivement, même avec des soubresauts en cours de route. Les propos tenus par les représentants de la Fed après la publication du rapport sur l'IPC de mars concordaient globalement avec cette position. Bien sûr, une nouvelle accélération des pressions sur les prix pourrait changer la donne, mais selon nos prévisions d'inflation, ou celles de la plupart des prévisionnistes, la Fed sera en mesure de justifier un assouplissement de la politique monétaire.

## 'Supercore', la très mauvaise nouvelle pour la Fed

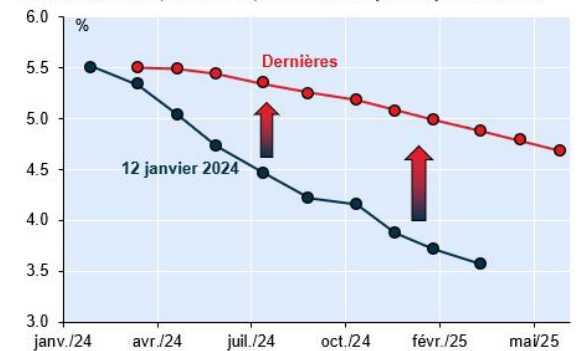
Mesures de l'inflation sous-jacente aux États-Unis



Source : FBN, BLS, Bloomberg

## Évolution des prévisions sur les taux d'intérêt 3DM

Taux directeur d'après les swaps de taux à un jour : 12 janv. à 12 avril



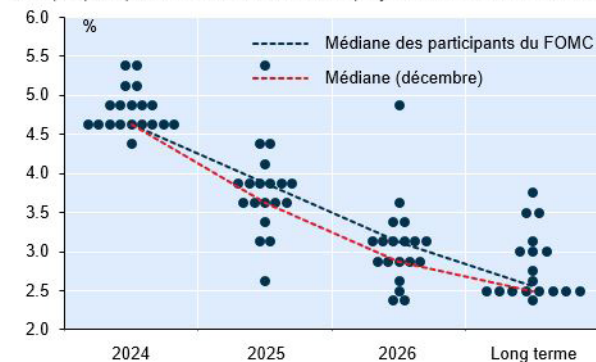
Source : FBN, Bloomberg | Note : le 12 janvier étant le lendemain de la publication du rapport sur l'IPC de décembre

# Taux d'intérêt et marché obligataire

Quelques raisons motivent notre évaluation moins réactive des données récentes. Tout d'abord, l'écart entre l'IPC et l'indicateur PCE est important et devrait le rester. Cela signifie que l'indicateur de l'inflation qui oriente essentiellement la politique monétaire n'est pas très élevé et devrait rester inférieur à 3% jusqu'à la fin de l'année. Deuxièmement, malgré les mesures basées sur le marché qui donnent à croire le contraire, la plupart des responsables de la Fed pensent que le taux neutre se situe encore autour de 2.5%. La Fed pourrait bien se tromper sur ce point, et nous avons tendance à penser que son estimation est trop basse, mais il faudra peut-être des années avant de savoir qui voit juste dans ce débat. À court terme, ce qui compte donc, c'est la façon dont le FOMC voit les choses. Et à ses yeux, le taux directeur réel est actuellement bien supérieur à 2% et le restera même en assouplissant légèrement la politique monétaire cette année. Comme ils vous le diront, c'est bien restrictif.

## L'inflation se raffermi, mais la Fed ne change rien

« Graphique à points » du FOMC de mars et projection médiane de décembre



Source : FBN, Bloomberg | Note : le 12 janvier étant le lendemain de la publication du rapport sur l'IPC de décembre

Il y a également l'autre volet du double mandat de la Fed : l'emploi. Bien que la croissance de l'emploi soit restée étonnamment résiliente, nous considérons toujours le marché du travail comme étant en ralentissement, et la tendance devrait se poursuivre. En effet, les données de l'enquête indiquent que les Américains ont de moins en moins confiance dans la capacité de trouver du travail, une observation qui se reflète aussi dans la baisse constante du taux de départs volontaires, maintenant inférieur à avant la pandémie. Les employeurs corroborent cette constatation, comme il ressort du dernier Livre beige de la Fed :

« Globalement, la situation tendue du marché du travail s'est encore assouplie, presque tous les districts faisant état d'une certaine amélioration de la disponibilité de main-d'œuvre et de la fidélisation des employés. Les entreprises estiment qu'il est généralement plus facile de pourvoir des postes vacants et de trouver des candidats qualifiés, même si des difficultés persistent pour attirer des travailleurs pour des postes hautement qualifiés. [...] Les salaires ont continué de croître dans tous les districts, même si plusieurs ont signalé un ralentissement des hausses salariales. Les attentes des employés en termes d'ajustement des rémunérations étaient davantage conformes aux moyennes historiques. »

Selon nous, il n'y a pas de raison de s'attendre à un changement dans cette tendance à un ralentissement des conditions du marché du travail. Si les surprises à la hausse de l'inflation peuvent être évitées à l'avenir, cet aspect du mandat (auquel la Fed est sensible) devrait prendre de plus en plus de place dans l'équation, les risques à ce niveau étant orientés à la baisse. À un horizon prévisionnel plus lointain, nous avons retenu notre prévision de croissance du PIB américain inférieure au consensus. Nous nous attendons toujours à ce que des baisses de taux importantes soient justifiées en 2025 et, de ce fait, nous sommes généralement haussiers pour les obligations souveraines à ces niveaux.

## Le marché du travail s'assouplit malgré la solide croissance de l'emploi

Taux de départs volontaires (proportion des employés américains qui ont quitté leur emploi)



Source : FBN, Bloomberg, BLS

## La BdC touche au but

Tout semble se mettre en place au Canada. C'est le message qui ressort en effet de la réunion d'avril de la Banque du Canada. Les grands argentiers entendaient des signes que la dynamique de l'inflation s'essouffle et ils ont souligné qu'un certain nombre d'autres indicateurs clés – la croissance des salaires, les attentes en matière d'inflation et les plans des entreprises en matière de tarification – sont également en perte de vitesse. Il serait sans doute prématuré de crier victoire dans la lutte contre l'inflation, mais les responsables de la politique monétaire ont raison de faire preuve d'un optimisme prudent. Cet optimisme marginal a entraîné un changement de ton notable dans les débats sur la politique monétaire. Voici la position du Conseil de direction lors de la décision précédente, d'après le résumé des délibérations de mars :

« Dans leurs discussions, les membres ont réaffirmé être d'avis qu'il était encore trop tôt pour penser à baisser le taux directeur. Les données récentes sur l'inflation semblaient indiquer que la politique monétaire fonctionnait essentiellement comme prévu. Ils s'attendaient néanmoins à ce que la progression de l'inflation soit graduelle et inégale, et des risques à la hausse demeuraient. »

Un mois plus tard, voici la déclaration de M. Macklem en préambule de sa conférence de presse postérieure à la décision :

« La plupart des gens veulent surtout savoir quand nous diminuerons le taux directeur. Que faudra-t-il pour nous convaincre qu'il est temps de réduire le taux? Pour résumer, les données correspondent à ce que nous voulons voir, mais nous voulons voir le mouvement se poursuivre pour être certains que les progrès vers la stabilité des prix vont durer. »

L'heure est clairement aux débats sur les baisses de taux. Cela, naturellement, a alimenté les rumeurs que la BdC commencerait son cycle de réduction dès le mois de juin. Si Macklem a reconnu que cela faisait partie du « domaine du possible », il a pris soin de ne donner aucune indication temporelle. Ce sont plutôt les données entrantes qui orienteront la décision de juin.

# Taux d'intérêt et marché obligataire

## Enfin, une tendance à la baisse de l'inflation de base

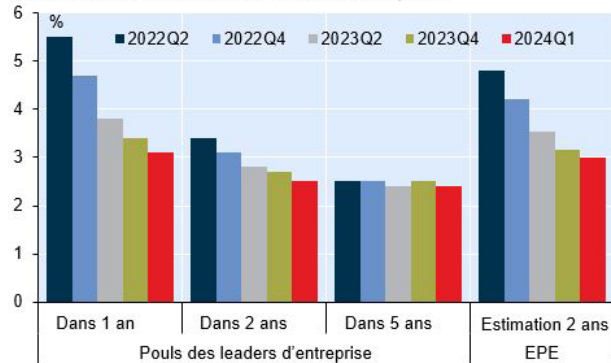
Élan de l'inflation de base sur divers horizons temporels



Source : FBN, Bloomberg, Statistique Canada

## Des progrès, sans conteste, mais les attentes d'inflation sont encore un peu élevées...

Élan de l'inflation de base sur divers horizons temporels



Source : FBN, Bloomberg, BdC

Nous convenons qu'une réduction lors de la prochaine réunion est une possibilité très réelle (à ce stade, tout est envisageable), mais nous maintenons toutefois notre pronostic d'un début d'assouplissement en juillet. Un mois supplémentaire offre une certaine marge de manœuvre si les prochaines données sur l'inflation devaient révéler une réaccélération peu après deux erreurs de prévisions notables. À tout le moins, une forte augmentation des prix de l'essence signifie qu'il ne faudra pas s'attendre à un répit à court terme au titre de l'inflation d'ensemble. En outre, nous savons que la croissance du PIB au T1 sera robuste et ne donnera sans doute pas à la banque centrale de nouveaux arguments en faveur de réductions à court terme.

Que la BdC commence à réduire ses taux en juin ou en juillet, deux choses sont désormais claires. D'abord, l'inflation et l'économie en général au Canada n'offrent pas le même tableau qu'aux États-Unis, ce qui devrait permettre à la Banque du Canada de commencer à réduire plus tôt, et relativement plus rapidement que la Fed. Ensuite, les perspectives de croissance plus robustes que nous avons évoquées plus haut signifient que le rythme des réductions sera plus mesuré que ce à quoi nous nous attendions précédemment. On peut se demander si les prévisions pour le Canada constituent un atterrissage en douceur, mais clairement, l'atterrissage plus brutal que certains craignaient semble moins probable. À cela s'ajoutent les risques persistants de hausse de l'inflation (sur le marché du logement et découlant de l'accélération des dépenses publiques), si bien que le Conseil de direction de la BdC est plus susceptible d'adopter une approche plus mesurée. Comme il ressort de nos dernières prévisions en termes de taux d'intérêt, nous ne nous attendons pas à une politique monétaire neutre avant le début de 2026.

## Deux banques centrales, deux approches du RQ

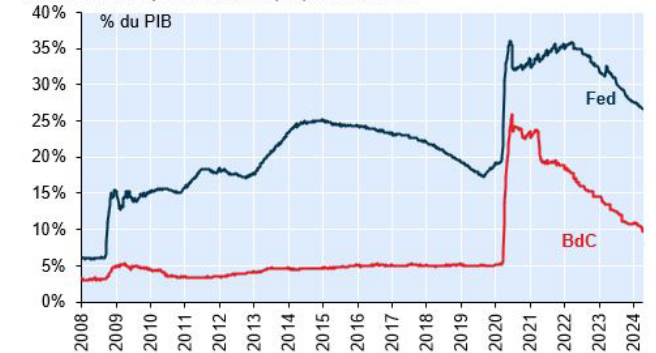
Cela fait environ deux ans que la Réserve fédérale et la Banque du Canada ont mis en place leurs programmes de resserrement quantitatif (RQ). Bien sûr, les taux ont fait preuve d'une grande volatilité depuis, mais, tout bien considéré, le processus s'est déroulé relativement sans difficulté. Depuis le départ, les deux banques centrales ont suivi deux approches très différentes pour réduire leurs bilans. La Fed a opté pour une stratégie plus mesurée en imposant un plafond aux liquidations d'actifs autorisés chaque mois, ce qui s'est traduit par une réduction lente et progressive des actifs, son bilan étant maintenant en baisse de US\$1,500 milliards, soit 17%, par rapport au pic.

Maintenant, considérons la BdC. Plutôt que de permettre une diminution harmonieuse et graduelle des actifs, la banque centrale a simplement laissé toutes les obligations arrivant à échéance expirer sans les remplacer. Cela a conduit à laisser son actif diminuer de moitié, près des deux tiers de l'augmentation survenue lors de la pandémie ayant été résorbés. On pourrait penser qu'ayant adopté tôt une stratégie de RQ plus énergique et ayant réalisé des progrès aussi importants, ce devrait être la BdC qui marquera le pas en premier. Mais c'est

tout le contraire en fait. Au lieu de cela, la Fed adoptera une approche encore plus mesurée, tandis que pour la BdC, c'est encore « en avant toute ».

## La BdC a fait plus de progrès dans l'ajustement du bilan

Actif de la banque centrale en proportion du PIB



Source : FBN, Bloomberg, BdC, FRB

Lors de la dernière décision de la Fed, Jerome Powell a consacré un peu de temps à expliquer les perspectives concernant le bilan : « *Le sentiment général du comité est qu'il sera approprié de ralentir le rythme de retrait des obligations très prochainement* ». Mais le président de la Fed n'a pas manqué de souligner que cela ne signifiait pas que le bilan finirait par se stabiliser à un niveau plus élevé. En fait, il a fait valoir qu'en réduisant le bilan plus graduellement, le FOMC pourrait l'abaisser à un niveau même plus bas. Comment? Cet approche réduit le risque de turbulences, chocs, problèmes de liquidité (comme lors de l'épisode de perturbation du marché des opérations de pension de septembre 2019) qui pourrait autrement forcer le FOMC à s'arrêter de manière précoce. Résultat, on peut s'attendre à ce que la Fed annonce une réduction du rythme de réduction de son bilan d'ici le milieu de l'année. On notera que cela tomberait à un moment où la facilité de prise en pension de la Fed se rapproche d'un solde nul. Alors qu'on pourrait naturellement penser que la réduction marginale du bilan est fonction de ce qu'il reste dans cette facilité, nous faisons remarquer que les réserves dans le système bancaire demeurent très élevées. De fait, c'est la baisse des soldes des prises en pension qui a maintenu des réserves globales élevées (et en hausse). Si le niveau de l'état stable des soldes de réserve peut se discuter, il est probablement bien en dessous des niveaux actuels qui sont

# Taux d'intérêt et marché obligataire

à plus du double de leur niveau d'avant la COVID. À moins d'autres chocs importants, il restera encore beaucoup de marge pour réduire le bilan.

## Le niveau des opérations de pension est peut-être bas, mais les réserves restent élevées

Passifs choisis de la Réserve fédérale



Source : FBN, Bloomberg, FRB

Au Canada, les pressions du marché des opérations de pension au début de l'année ont conduit beaucoup d'investisseurs à spéculer sur le fait que le RQ était terminé et que la BdC serait forcée de mettre fin à son programme (ou du moins de le réduire graduellement) de manière imminente. Bien que cela ait nécessité des injections temporaires de liquidités et la reprise des adjudications du receveur général, les pressions ont nettement baissé ces derniers mois. La Banque du Canada n'a pas manqué de souligner que le « RQ n'est pas un déterminant principal » de ces pressions. Au lieu de cela, elle considère cela comme un résultat de la prise de positions longues amplifiées sur des obligations gouvernementales par anticipation d'importantes réductions des taux en 2024. Quand les paris sur des réductions des taux ont diminué, la pression à la hausse sur le taux CORRA a aussi baissé.

Étant donné cette évaluation, les responsables de la politique monétaire ont doublé la mise sur le calendrier de RQ qu'ils avaient fixé initialement au printemps dernier. C'est-à-dire que l'état stable des soldes de règlement (analogues aux réserves) se situe entre CA\$20 milliards et CA\$60 milliards. D'après les estimations de la Banque, ce niveau ne sera pas atteint avant le début de 2025, ce qui laisse beaucoup de temps pour poursuivre le RQ. Si nous sommes d'accord avec l'estimation du calendrier pour atteindre cette fourchette, nous ne

sommes pas convaincus de sa cible ou du fait que le marché canadien des opérations de pension soit à l'abri d'une résurgence cette année de problèmes antérieurs. Soulignons qu'une enquête antérieure auprès des participants du système de paiement laissait penser que la demande des soldes de règlement se situerait entre \$55 milliards et \$85 milliards, aux estimations officielles de la BdC ou au-dessus. Pour nous par conséquent, il reste un risque que le RQ doive prendre fin plus tôt que la BdC le prévoit. Nous surveillerons le marché des opérations de pension de près pour éclairer cette prévision.

Enfin, si vous espériez qu'une stabilisation à terme du bilan conduise la BdC à revenir sur le marché des obligations du Canada (pour aider à financer un programme d'emprunt de grande ampleur), vous pourriez être déçu. Les responsables de la politique monétaire ont fait savoir qu'une fois que le RQ s'arrête, il y aura une « période de transition de plusieurs années » où elle commencera par faire le plein d'instruments du marché monétaire (c.-à-d., opérations de pension à terme et bons du Trésor). Les achats d'obligations ne suivront que bien plus tard. En attendant, les investisseurs devront financer seuls les déficits élevés du gouvernement

# Taux d'intérêt et marché obligataire

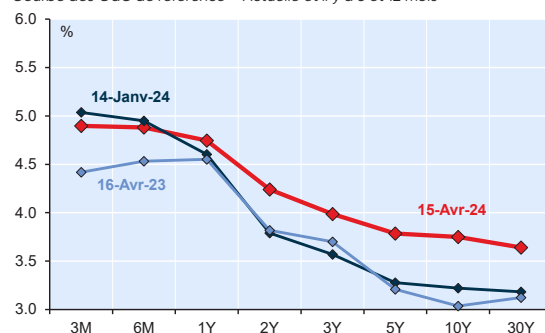
Taux d'intérêt, écarts et taux de change : Niveaux actuels par rapport à ceux d'il y a 3, 6, 9 et 12 mois

Canada							États-Unis						
Clôture :	Actuel	3 M	6 M	9M	12M	Moy 5A	Clôture :	Actuel	3 M	6 M	9M	12M	Moy 5A
<b>Taux d'intérêt (%)</b>							<b>Taux d'intérêt (%)</b>						
3M	4.90	5.02	5.15	4.97	4.41	2.04	3M	5.40	5.37	5.49	5.39	5.05	2.12
1A	4.75	4.59	5.28	5.17	4.54	2.24	1A	5.19	4.67	5.40	5.32	4.78	2.22
2A	4.25	3.79	4.85	4.64	3.82	2.09	2A	4.96	4.15	5.06	4.77	4.10	2.16
3A	3.99	3.57	4.57	4.30	3.70	2.04	3A	4.81	3.93	4.82	4.38	3.83	2.15
5A	3.79	3.28	4.20	3.77	3.21	1.99	5A	4.66	3.83	4.64	4.05	3.61	2.18
10A	3.76	3.22	3.97	3.37	3.03	2.06	10A	4.64	3.94	4.61	3.83	3.52	2.37
30A	3.64	3.18	3.70	3.23	3.12	2.27	30A	4.74	4.18	4.75	3.93	3.74	2.76
<b>Écarts (pb)</b>							<b>Écarts (pb)</b>						
3M-10A	-114	-180	-118	-161	-137	2	3M-10A	-77	-143	-88	-155	-153	24
2A-10A	-49	-57	-88	-128	-78	-3	2A-10A	-32	-20	-44	-94	-59	20
5A-10A	-4	-6	-23	-40	-17	7	5A-10A	-2	11	-3	-21	-9	18
10A-30A	-11	-4	-27	-14	9	20	10A-30A	10	24	14	9	22	39
<b>Taux de change</b>							<b>Taux de change</b>						
USD/CAD	1.38	1.34	1.37	1.32	1.34	1.32	CAD/USD	0.73	0.75	0.73	0.76	0.75	0.76
EUR/CAD	1.46	1.47	1.44	1.48	1.47	1.46	EUR/USD	1.06	1.10	1.05	1.12	1.10	1.11

Source : FBN, Bloomberg | Nota : Valeurs données à intervalles de 3 mois d'aujourd'hui à la date de négociation à 3M, 6M, 9M et 12M antérieure la plus proche

Évolution de la courbe des taux canadienne

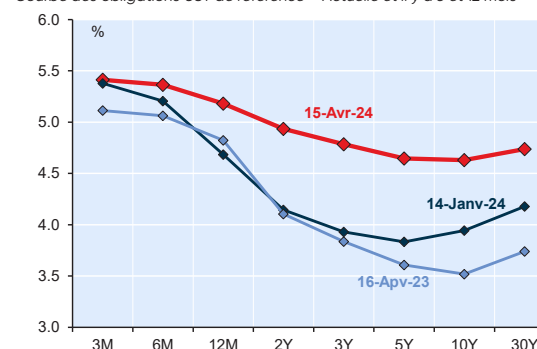
Courbe des OaC de référence – Actuelle et il y a 3 et 12 mois



Source : FBN, Bloomberg

Évolution de la courbe des taux américaine

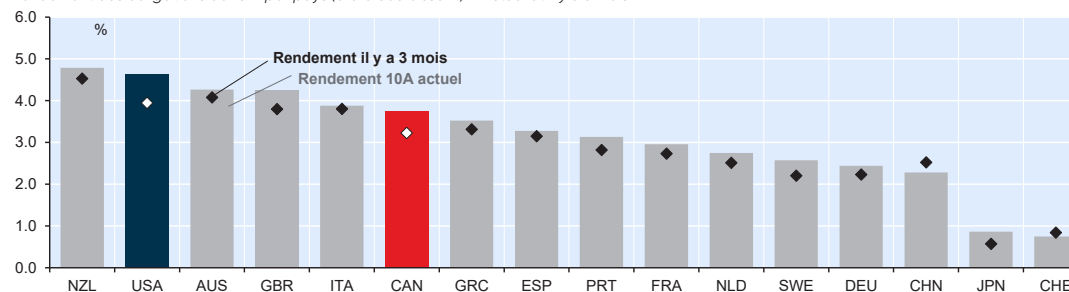
Courbe des obligations UST de référence – Actuelle et il y a 3 et 12 mois



Source : FBN, Bloomberg

Aperçu du marché obligataire mondial

Rendement des obligations de 10 A par pays (ordre décroissant) – Actuel et il y a 3 mois

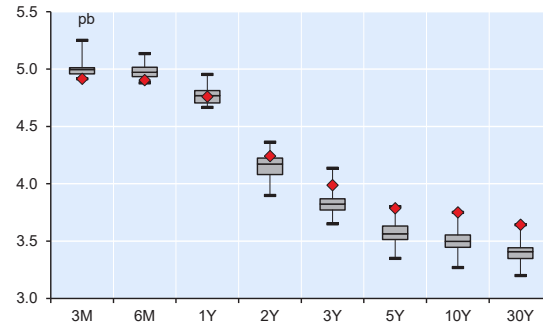


Source : FBN, Bloomberg

# Taux d'intérêt et marché obligataire

## Taux d'intérêt de référence du Canada

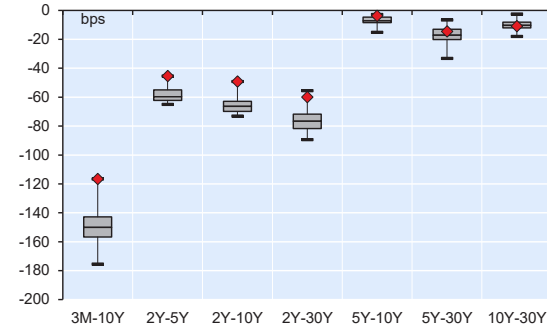
Rendements des OdC de référence : Actuels et fourchette de négociation de 3 mois



Source : FBN, Bloomberg | Nota : Les cases grisées correspondent aux fourchettes de négociation des 25<sup>e</sup> au 75<sup>e</sup> percentile

## Courbes des taux du Canada

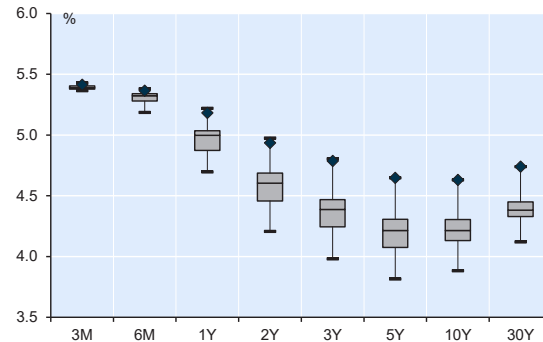
Différentiels des rendements des OdC de référence : Actuels et fourchette de négociation de 3 mois



Source : FBN, Bloomberg | Nota : Les cases grisées correspondent aux fourchettes de négociation des 25<sup>e</sup> au 75<sup>e</sup> percentile

## Taux d'intérêt de référence des États-Unis

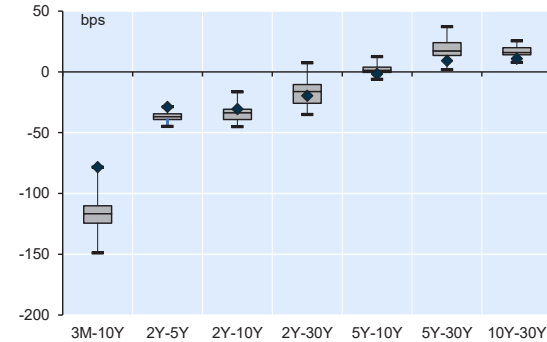
Rendements des obligations UST de référence : Actuels et fourchette de négociation de 3 mois



Source : FBN, Bloomberg | Nota : Les cases grisées correspondent aux fourchettes de négociation des 25<sup>e</sup> au 75<sup>e</sup> percentile

## Courbes des taux des États-Unis

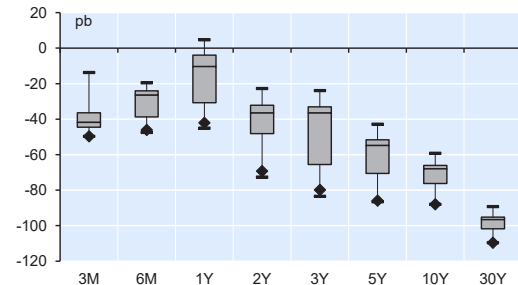
Différentiels des rendements des UST de référence : Actuels et fourchette de négociation de 3 mois



Source : FBN, Bloomberg | Nota : Les cases grisées correspondent aux fourchettes de négociation des 25<sup>e</sup> au 75<sup>e</sup> percentile

## Différentiel de taux d'intérêt Canada – États-Unis

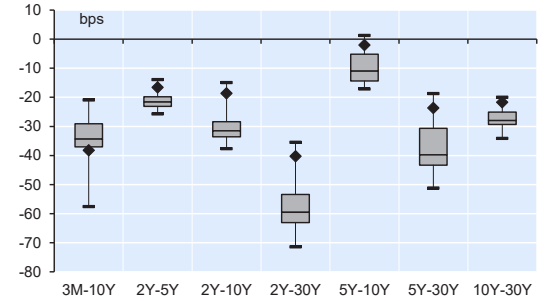
Rendements des OdC moins ceux des UST de référence : Actuels et fourchette de négociation de 3 mois



Source : FBN, Bloomberg | Nota : Les cases grisées correspondent aux fourchettes de négociation des 25<sup>e</sup> au 75<sup>e</sup> percentile

## Courbes Canada – États-Unis

Courbe des rendements des OdC moins ceux des UST : Actuels et fourchette de négociation de 3 mois



Source : FBN, Bloomberg | Nota : Les cases grisées correspondent aux fourchettes de négociation des 25<sup>e</sup> au 75<sup>e</sup> percentile

# Marché boursier et stratégie de portefeuille

---



# Marché boursier et stratégie de portefeuille



**Stéphane Marion**  
Économiste et stratège en chef  
514 879-3781



**Matthieu Arseneau**  
Chef économiste adjoint  
514 879-2252



**Alexandra Ducharme**  
Économiste  
514 412-1865

## Monde : Six mois incroyables

Les actions mondiales ont connu un bon début d'année, avec une hausse de 9% au cours du premier trimestre. Cette performance impressionnante a été possible principalement grâce au Japon et aux États-Unis, qui ont chacun inscrit des résultats à deux chiffres pendant cette période. Des augmentations remarquables ont aussi été enregistrées en Europe et au Canada, alors que l'Amérique latine accusait un repli pendant le trimestre. La plupart des places boursières marquent une pause pour reprendre leur souffle en ce début d'avril (tableau).

### Indice MSCI composé : Évolution des cours

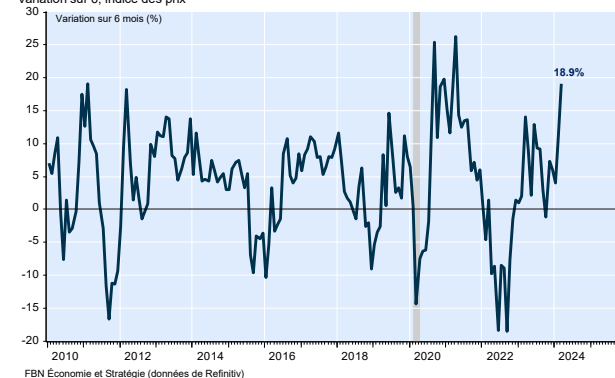
	Depuis le début		
	du mois	du trimestre	de l'année
MSCI Monde (tous pays)	-0.6	-0.6	8.4
MSCI Monde	-0.8	-0.8	8.8
MSCI États-Unis	-0.8	-0.8	9.1
MSCI Canada	0.8	0.8	6.9
MSCI Europe	-1.2	-1.2	6.3
MSCI Pacifique sans le Japon	-0.3	-0.3	0.3
MSCI Japon	-0.5	-0.5	17.7
MSCI MÉ	1.1	1.1	5.2
MSCI MÉ EMOA	1.6	1.6	3.6
MSCI MÉ Amérique latine	1.2	1.2	-1.9
MSCI MÉ Asie	1.0	1.0	6.3

4/9/2024  
FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Et pour cause. Sur une base semestrielle, les actions mondiales sont en hausse d'environ 19%, ce qui représente la meilleure performance depuis plus de dix ans, si on exclut le rebond qui a suivi la pandémie (graphique).

### MSCI TP : Meilleure performance sur 6 mois depuis le rebond qui a suivi la pandémie

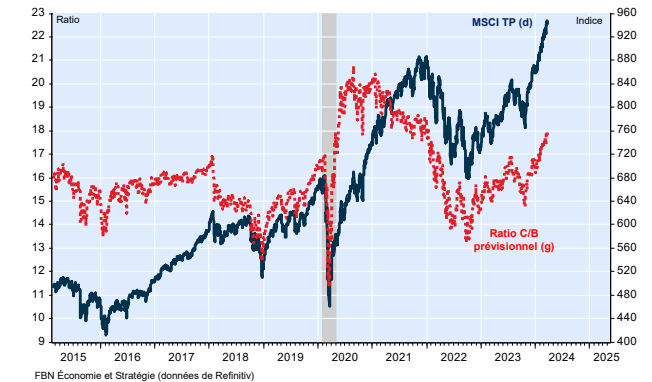
Variation sur 6, indice des prix



Sans surprise, cela a permis à l'indice MSCI Monde (tous pays) d'établir un nouveau record d'altitude. Le mois dernier, en commentant le bon élan des actions mondiales, nous nous interrogeons sur sa durabilité puisqu'il était clairement attribuable à une expansion des ratios C/B plutôt qu'à des bénéfices dépassant les prévisions. Cette évaluation persiste, car le ratio C/B prévisionnel a continué d'augmenter, grimant à 18x, un niveau historiquement élevé (graphique).

### Monde : L'expansion des ratios C/B continue

Ratio C/B prévisionnel et indice des prix de l'indice MSCI Monde (tous pays)



Nous continuons de croire que cela n'est pas compatible avec le contexte macroéconomique. Certes, on s'attend généralement à ce que les banques centrales du monde commencent à réduire les taux d'intérêt cet été. Mais, cela ne veut pas dire que l'économie mondiale rebondira. Alors que l'inflation continue de diminuer, la baisse des taux d'intérêt réels ne devrait pas être un grand secours à une économie qui donne déjà des signes d'affaiblissement. Néanmoins, les prévisions de BPA restent très optimistes, les analystes s'attendant à un rebond de 9.3% en 2024 (tableau).



# Marché boursier et stratégie de portefeuille

## Indice MSCI composé : Évolution des BPA

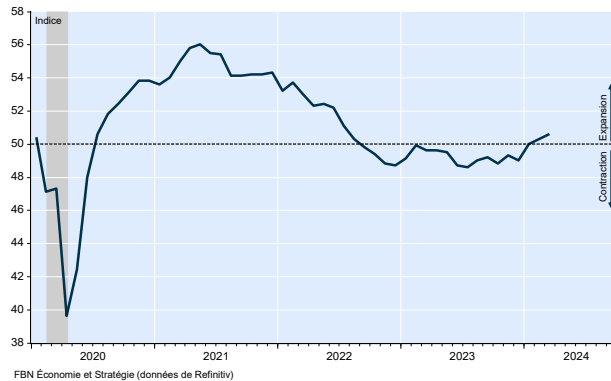
	2023	2024	2025	2026	12 prochains mois
MSCI Monde (tous pays)	-0.1	9.3	12.8	10.7	10.4
MSCI Monde	1.0	7.8	12.4	10.8	9.2
MSCI États-Unis	2.7	9.8	13.9	12.0	11.2
MSCI Canada	-8.7	2.9	13.5	8.9	5.9
MSCI Europe	-3.6	3.7	10.2	9.2	5.4
MSCI Pacifique sans le Japon	-5.7	5.1	4.6	4.6	5.0
MSCI Japon	4.5	13.6	8.6	8.8	8.3
MSCI ME	-7.0	19.5	15.6	10.5	18.6
MSCI ME EMOA	2.1	5.7	13.8	9.7	9.8
MSCI ME Amérique latine	-24.0	6.8	8.1	6.2	7.2
MSCI ME Asie	-4.7	25.0	17.1	11.3	22.6

4/9/2024  
FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Certes, il est vrai que l'activité dans le secteur manufacturier mondial a affiché une légère augmentation le mois dernier, mais nous sommes encore loin de ce qu'il faudrait pour atteindre ou dépasser les attentes de bénéfices que reflètent actuellement les valorisations boursières (graphique).

## Monde : La fabrication mondiale dénote une croissance lente

Indice PMI de la fabrication de JPMorgan/S&P Global. Dernière observation : mars 2024



FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

## S&P 500 : La série s'arrêtera-t-elle?

L'indice S&P 500 affiche une série de cinq augmentations mensuelles consécutives et est en hausse de 9.2% depuis le début de l'année, entraîné par les secteurs des télécommunications, de l'énergie, de la TI, des services financiers et des valeurs industrielles. L'immobilier est le seul grand secteur qui inscrit une baisse jusque-là en 2024 (tableau).

## Indice composé S&P500 : Évolution des cours

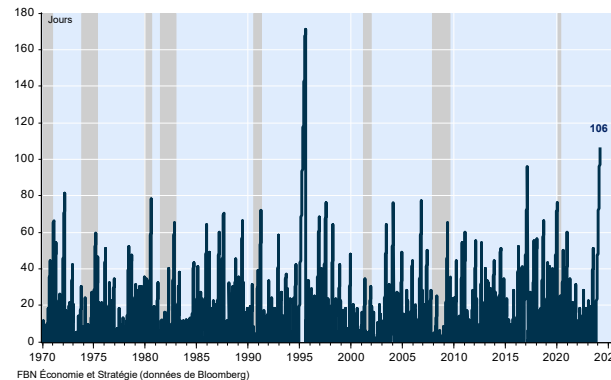
	Depuis le début		
	du mois	du trimestre	de l'année
S&P 500	-0.8	-0.8	9.2
ÉNERGIE	3.3	3.3	16.4
TÉLÉCOMS	2.4	2.4	18.4
SERVICES PUBLICS	-0.1	-0.1	3.5
MATÉRIAUX	-0.1	-0.1	8.3
VALEURS INDUSTRIELLES	-0.5	-0.5	10.1
CONSOM. DISC.	-1.1	-1.1	3.5
TI	-1.3	-1.3	11.0
SERVICES FINANCIERS	-1.5	-1.5	10.2
IMMOBILIER	-2.2	-2.2	-4.1
CONSOM. DE BASE	-2.8	-2.8	3.8
SANTÉ	-3.4	-3.4	4.7

4/9/2024  
FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Les investisseurs ont clairement adopté le scénario d'un atterrissage économique en douceur caractérisé par une désinflation immaculée avec des réductions des taux directeurs des banques centrales, un marché du travail vigoureux et une résurgence de la rentabilité des entreprises. Cette confiance se lit particulièrement dans le fait que l'indice de vigueur relative (IVR) de l'indice S&P 500 – un indicateur clé de la dynamique du marché – est resté au-dessus du niveau neutre de 50 pendant 106 jours de suite, ce qui est la meilleure performance du genre depuis 1995 (graphique).

## S&P500 : Le plus de dynamisme depuis 1995

Nombre de jours d'affilée où l'indice de vigueur relative s'est maintenu au-dessus de 50



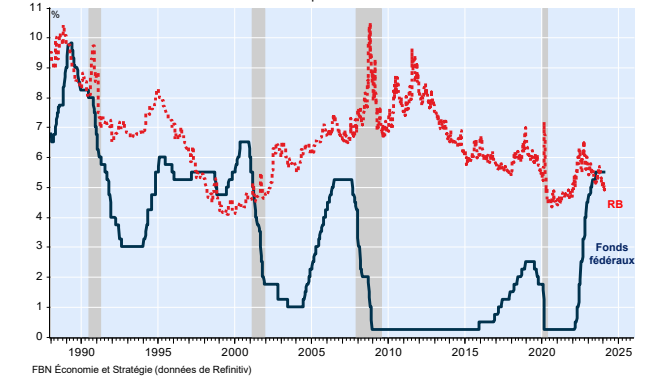
FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Cette séquence de dynamisme du marché a fait baisser le rendement du bénéfice prévisionnel de l'indice S&P 500 sur 12 mois – une mesure dérivée de l'inversion du ratio cours/bénéfice – sous le taux des fonds de la Réserve fédérale.

Ce n'est que la deuxième fois qu'un tel événement se produit en 36 ans au moins, ce qui dénote un climat financier rare dans lequel le rendement attendu des actions, mesuré par le rendement des bénéficiers, est inférieur au taux d'intérêt de référence de la banque centrale (graphique).

## É.-U. : Rendement des bénéficiers inférieur au taux des fonds fédéraux, une première depuis 1998

Rendement des bénéficiers de l'indice S&P 500 comparativement au taux des fonds fédéraux



FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

La Fed joue indubitablement un rôle dans le soutien de ces valorisations boursières élevées avec ses allusions à l'assouplissement de la politique monétaire. Mais, il reste à voir si M. Powell sera en mesure de donner suite à cette indication prospective.

## É.-U. : Les conditions financières les plus souples depuis un an

Taux des fonds fédéraux comparativement à l'indice GS des conditions financières



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

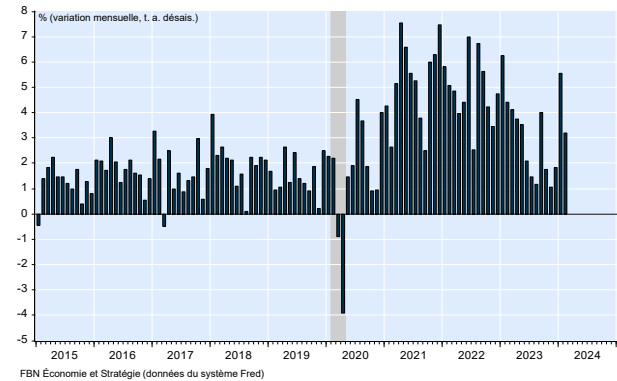
Oui, il est vrai que la Fed a pu invoquer un ralentissement de l'inflation ces derniers mois, mais selon certains indices, avec le renforcement de l'économie, la

# Marché boursier et stratégie de portefeuille

progression sur ce front pourrait maintenant être plus difficile. La variation mensuelle du déflateur de l'indice PCE de base a dépassé 3% au cours de chacun des deux derniers mois (graphique).

## É.-U. : L'inflation de base est persistante

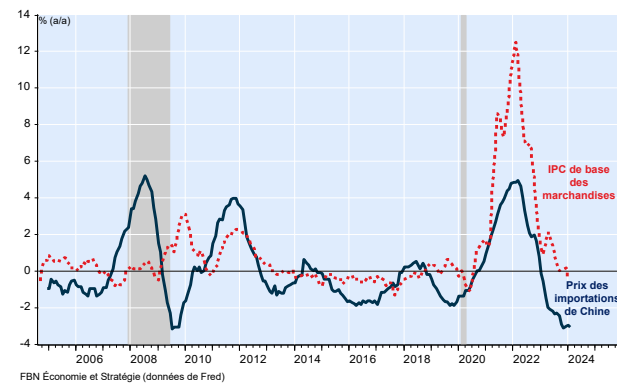
Déflateur de l'indice PCE de base



La baisse de l'inflation est plus difficile à imaginer dans un paysage géopolitique de plus en plus complexe, dans lequel les États-Unis menacent d'imposer des barrières tarifaires à la Chine alors que les prix des importations de l'Empire du Milieu baissent comme jamais depuis la grande crise financière (graphique).

## É.-U. : La déflation des importations chinoises inquiète Washington

Inflation de l'IPC des marchandises (hormis aliments et énergie) et prix des importations de Chine

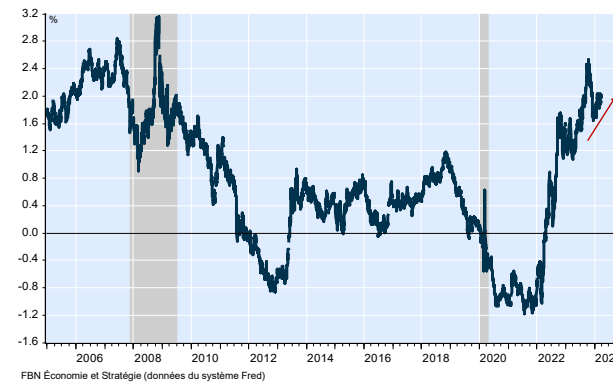


La secrétaire au Trésor, Janet Yellen, a récemment sérieusement averti Pékin que les États-Unis ne toléreraient pas une réédition du « choc chinois » du début des années 2000, où

une lame de fond d'importations de Chine a détruit la capacité manufacturière américaine. Une augmentation du protectionnisme américain limiterait la baisse de l'inflation et amputerait la capacité de la Fed de réduire les taux d'intérêt. À notre avis, la reprise de la tendance à la hausse des rendements obligataires pourrait devenir un handicap important pour les marchés boursiers (graphique).

## É.-U. : Plus de protectionnisme = hausse des taux réels

Rendement d'un TIPS de 10 ans



## S&P/TSX : Attention au budget fédéral

Se démarquant du reste du monde, l'indice S&P/TSX commence le mois d'avril positivement. Mais sa vigueur est essentiellement limitée aux secteurs des matériaux (+7.0%) et de l'énergie (+3.3%). La plupart des autres secteurs sont en berne au début du T2 (tableau).

### Indice composé S&P/TSX : Évolution des cours

	Depuis le début		
	du mois	du trimestre	de l'année
S&P TSX	0.9	0.9	6.7
MATÉRIAUX	7.0	7.0	12.7
ÉNERGIE	3.3	3.3	15.3
BANQUES	0.0	0.0	2.0
VALEURS INDUSTRIELLES	-0.2	-0.2	10.5
SERVICES FINANCIERS	-0.3	-0.3	4.1
TÉLÉCOMS	-0.3	-0.3	-10.2
CONSOM. DISC.	-0.9	-0.9	3.0
CONSOM. DE BASE	-1.4	-1.4	2.2
SERVICES PUBLICS	-1.7	-1.7	-4.0
TI	-1.8	-1.8	2.9
IMMOBILIER	-1.9	-1.9	-1.2
SANTÉ	-7.6	-7.6	8.8

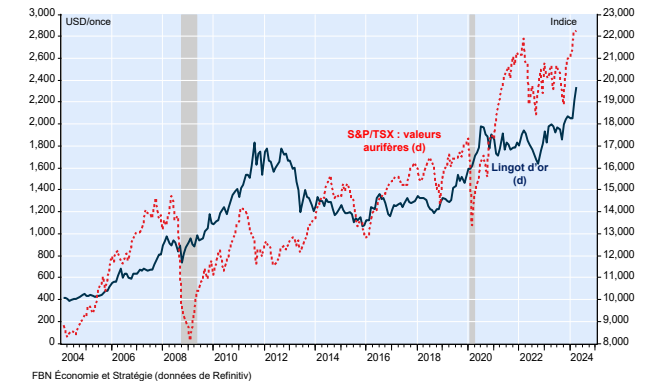
4/9/2024

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

La solide performance du secteur des matériaux reflète celle du secteur de l'or de l'indice S&P/TSX, qui a été dopé par la flambée des prix du métal jaune ces dernières semaines due aux craintes de la persistance de l'inflation, à l'endettement élevé des administrations publiques et à l'incertitude du contexte géopolitique (graphique).

## S&P/TSX : Le prix de l'or dope la sous-catégorie des valeurs aurifères

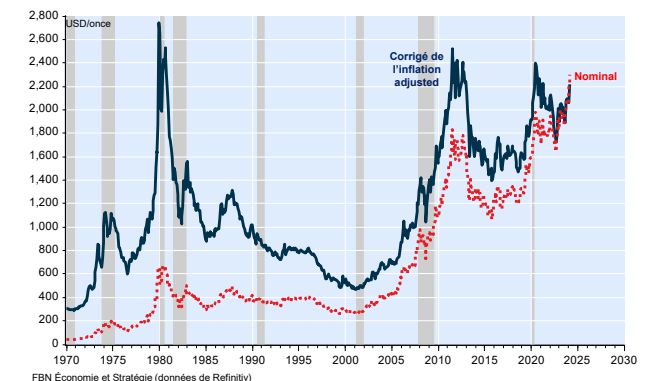
Prix nominal de l'or et catégorie des valeurs aurifères de l'indice S&P/TSX



Malgré le record en termes nominaux, il est important de mettre les prix en perspective. En termes corrigés de l'inflation, l'or se situe encore à 7% en dessous de son sommet atteint au plus fort de la pandémie, 12% sous son pic de la crise financière et 19% sous son record absolu des années 1980 (graphique).

## Lingot d'or : Une hausse moins forte en termes réels

Prix de l'or : Nominal et réel (dollars de 2024)



# Marché boursier et stratégie de portefeuille

Alors que les analystes demeurent prudents au sujet des prix de l'or (en baisse de 11.6%), les marchés à terme continuent d'entrevoir un potentiel de hausse pour les prochains trimestres. Nous partageons cette évaluation. Le contexte géopolitique actuel et les élections américaines prochaines continuent de soutenir le métal jaune.

## Prévisions de prix des produits de base

	Cuivre	Or	Pétrole brut	Gaz naturel
Prix actuels	9330	2330	87	1.79
Hypothèses des analystes				
T+2	9000	2134	80	3.00
T+4	9213	2060	77	3.50
Croissance ( $T_t/T_0$ )				
T+2	-3.5%	-8.4%	-8.0%	68.1%
T+4	-1.3%	-11.6%	-11.4%	96.1%

### Prix prévisionnels actuels

	Cuivre	Or	Pétrole brut	Gaz naturel
Prix actuels	9330	2330	87	1.79
Prix prévisionnels				
T+2	9479	2366	80	3.34
T+4	9535	2423	76	3.21
Croissance ( $T_t/T_0$ )				
T+2	1.6%	1.6%	-7.8%	87.1%
T+4	2.2%	4.0%	-12.1%	79.7%

4/07/2024

FBN Economie et Stratégie (données de Refinitiv)

Quant aux tendances plus larges de l'indice S&P/TSX, le budget fédéral attendu le 16 avril pourrait bien être déterminant. Après avoir promis de limiter le déficit à un maximum de \$40 milliards, Ottawa a annoncé pour plus de \$10 milliards de nouvelles initiatives de dépenses. Des hausses d'impôts pour les sociétés et les contribuables fortunés pourraient poindre à l'horizon pour éponger les nouvelles dépenses. Nous n'excluons même pas une augmentation du taux d'imposition des gains en capital, tout dépendant de l'ampleur et de la nature des nouvelles annonces de dépenses de programmes qui pourraient être faites la semaine prochaine.

## Répartition des actifs

Plus les banques centrales seront forcées d'attendre avant de réduire les taux d'intérêt, plus cela risque de déclencher un épisode de désendettement, comme dans chaque cycle économique depuis les années 1960 dans lequel la politique monétaire était devenue restrictive. Nous maintenons notre répartition des actifs défensive, avec une sous-pondération des actions et une sur-pondération des obligations et des liquidités (tableau).

Répartition des actifs FBN			
	Indice de référence (%)	Recommandation FBN (%)	Variation (%)
<b>Marché boursier</b>			
Actions canadiennes	20	18	
Actions américaines	20	16	
Actions étrangères (EAEO)	5	3	
Marchés émergents	5	3	
<b>Marché obligataire</b>	45	51	
<b>Liquidités</b>	5	9	
<b>Total</b>	100	100	

FBN Economie et Stratégie

## Rotation sectorielle

Notre répartition sectorielle reste inchangée ce mois-ci, avec une préférence pour les secteurs de l'or, de la consommation de base, des services de communication et des services publics.

# Marché boursier et stratégie de portefeuille

## Rotation sectorielle fondamentale FBN - Avril 2024

Nom (secteur/industrie)	Recommandation	Pondération S&P/TSX
<b>Énergie</b>	<b>Équipondérer</b>	<b>18.5%</b>
Équipements et services pour l'énergie	Équipondérer	0.2%
Pétrole, gaz et combustibles	Équipondérer	18.3%
<b>Matériaux</b>	<b>Équipondérer</b>	<b>11.5%</b>
Produits chimiques	Sous-pondérer	1.3%
Emballage et conditionnement	Équipondérer	0.4%
Métaux et minerais *	Équipondérer	9.4%
Or	Sur-pondérer	6.4%
Papier et industrie du bois	Équipondérer	0.4%
<b>Industrie</b>	<b>Sous-pondérer</b>	<b>14.2%</b>
Biens d'équipement	Équipondérer	2.9%
Services aux entreprises	Sous-pondérer	3.6%
Transports	Sous-pondérer	7.7%
<b>Consommation discrétionnaire</b>	<b>Sous-pondérer</b>	<b>3.5%</b>
Automobiles et composants automobiles	Sous-pondérer	0.7%
Biens de consommation durables et habillement	Sous-pondérer	0.4%
Services aux consommateurs	Sous-pondérer	1.0%
Distribution	Équipondérer	1.4%
<b>Biens de consommation de base</b>	<b>Sur-pondérer</b>	<b>4.0%</b>
Distribution alimentaire et pharmacie	Sur-pondérer	3.5%
Produits alimentaires, boisson et tabac	Sur-pondérer	0.5%
<b>Santé</b>	<b>Équipondérer</b>	<b>0.3%</b>
Équipements et services de santé	Équipondérer	0.1%
Produits pharmaceutiques et biotechnologie	Équipondérer	0.2%
<b>Finance</b>	<b>Équipondérer</b>	<b>30.6%</b>
Banques	Équipondérer	19.7%
Services financiers diversifiés	Équipondérer	4.0%
Assurance	Équipondérer	7.0%
<b>Technologies de l'information</b>	<b>Équipondérer</b>	<b>8.4%</b>
<b>Télécommunications</b>	<b>Sur-pondérer</b>	<b>3.1%</b>
<b>Services aux collectivités</b>	<b>Sur-pondérer</b>	<b>3.7%</b>
<b>Immobilier</b>	<b>Sous-pondérer</b>	<b>2.2%</b>

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

# Marché boursier et stratégie de portefeuille

Prévisions FBN Canada		
	Actuel	Cible
<b>Niveau de l'indice</b>	<b>4/8/2024</b>	<b>T4 2024</b>
S&P/TSX	22 260	19 000
<b>Hypothèses</b>		T4 2024
Niveau: Bénéfices	1337	1250
Dividendes	670	627
Ratio C/B passé	16.6	15.2

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

Prévisions FBN États-Unis		
	Actuel	Cible
<b>Niveau de l'indice</b>	<b>4/8/2024</b>	<b>T4 2024</b>
S&P 500	5202	4300
<b>Hypothèses</b>		T4 2024
Niveau: Bénéfices	223	200
Dividendes	71	63
Ratio C/B passé	23.3	21.5

\* Bénéfices opérationnels du S&P, approche ascendante.

Rendement des marchés boursiers internationaux								
	Rendements en monnaie locale (Indices MSCI en \$ US)				Canadian Dollar Returns (%)			Correlation avec le S&P 500*
	Mois à date	Année à date	1 an	3 ans	Année à date	1 an	3 ans	
<b>Amérique du Nord - Indice MSCI</b>	<b>-0.9</b>	<b>8.7</b>	<b>26.6</b>	<b>23.9</b>	<b>12.0</b>	<b>27.6</b>	<b>33.7</b>	<b>0.99</b>
États-Unis - S&P 500	-1.0	9.1	26.7	27.0	12.4	27.8	37.1	1.00
Canada - S&P TSX	0.4	6.2	10.2	15.8	6.2	10.2	15.8	0.73
<b>Europe - Indice MSCI</b>	<b>-0.3</b>	<b>4.3</b>	<b>9.8</b>	<b>7.5</b>	<b>7.4</b>	<b>10.7</b>	<b>16.1</b>	<b>0.77</b>
Royaume-Uni - FTSE 100	-0.1	2.7	2.6	14.4	5.0	5.2	13.8	0.26
Allemagne - DAX 30	-0.9	9.4	17.5	20.5	10.7	17.6	18.6	0.82
France - CAC 40	-1.1	7.6	10.9	31.7	8.9	11.0	29.7	0.72
Suisse - SMI	-1.6	3.7	2.8	3.0	-0.7	3.6	13.7	0.47
Italie - Milan Comit 30	-1.3	5.9	16.1	18.6	7.1	16.3	16.8	0.87
Pays-Bas - Amsterdam	0.4	12.5	16.5	24.0	13.8	16.6	22.1	0.88
<b>Zone Pacifique - Indice MSCI</b>	<b>-1.3</b>	<b>4.5</b>	<b>13.5</b>	<b>-4.2</b>	<b>7.6</b>	<b>14.5</b>	<b>3.4</b>	<b>0.65</b>
Japon - Nikkei 225	-2.5	17.6	43.0	32.4	12.5	25.1	2.9	0.78
Australie - All ordinaries	-1.3	2.8	8.5	11.0	2.4	8.3	3.5	0.79
Hong Kong - Hang Seng	1.2	-1.9	-17.7	-42.3	0.8	-16.8	-38.2	-0.10
<b>MSCI - Monde</b>	<b>-0.8</b>	<b>7.6</b>	<b>22.2</b>	<b>17.7</b>	<b>10.8</b>	<b>23.1</b>	<b>27.1</b>	<b>0.96</b>
<b>MSCI - Monde ex. É.-U.</b>	<b>-0.6</b>	<b>4.3</b>	<b>11.1</b>	<b>3.8</b>	<b>7.4</b>	<b>12.0</b>	<b>12.0</b>	<b>0.75</b>
<b>MSCI - EAEO</b>	<b>-0.6</b>	<b>4.4</b>	<b>11.1</b>	<b>3.2</b>	<b>7.6</b>	<b>12.0</b>	<b>11.4</b>	<b>0.74</b>
<b>MSCI - Marchés émergents (indice libre)</b>	<b>0.6</b>	<b>2.5</b>	<b>6.3</b>	<b>-21.9</b>	<b>5.6</b>	<b>7.2</b>	<b>-15.7</b>	<b>0.29</b>

\* Corrélation des rendements mensuels sur 3 ans

# Marché boursier et stratégie de portefeuille

## Bénéfices sectoriels du S&P 500 - Consensus\*

4/8/2024

	Pond. S&P500 (%)	Niveau	Variation (%)		Croissance - BPA			C/B			Croissance prévue sur 5 ans	Ratio PEG	Indice de révision **
			3-m	12-m	2024	2025	à 12 mois	2024	2025	à 12 mois			
<b>S&amp;P 500</b>	<b>100</b>	<b>5202.4</b>	<b>9.2</b>	<b>26.7</b>	<b>9.9</b>	<b>13.7</b>	<b>11.2</b>	<b>22.0</b>	<b>19.4</b>	<b>21.1</b>	<b>15.1</b>	<b>1.88</b>	<b>0.07</b>
Énergie	4.12	744.7	16.4	13.8	-6.0	10.8	-2.0	13.1	11.8	12.8	-0.4	nég.	-5.91
Matériaux	2.39	584.5	9.4	16.6	-2.5	15.7	2.5	22.1	19.1	21.2	9.8	8.63	-4.43
Industrie	8.83	1061.8	11.8	28.3	7.6	15.1	9.8	22.5	19.5	21.6	13.7	2.20	-1.73
Consommation discrétionnaire	10.32	1468.4	5.4	30.0	11.1	15.2	12.0	26.6	23.1	25.6	13.4	2.13	1.70
Consommation de base	5.86	791.0	3.0	0.5	4.1	8.5	5.5	20.7	19.1	20.1	8.3	3.68	-0.57
Santé	12.12	1664.6	1.7	6.9	15.1	12.6	14.5	19.6	17.4	19.0	18.1	1.32	-1.11
Finance	13.15	694.0	9.8	30.5	6.2	11.3	7.6	16.3	14.7	15.9	10.2	2.10	0.41
Technologie de l'information	29.48	3770.9	12.6	44.6	17.1	18.5	18.6	30.3	25.6	28.1	18.9	1.51	2.47
Services de télécommunications	9.26	291.2	17.7	48.6	17.5	13.5	16.4	19.6	17.3	19.0	19.6	1.16	1.82
Services publics	2.22	333.1	0.9	-6.1	12.0	7.9	10.9	16.3	15.1	16.0	7.2	1.47	0.16
Immobilier	2.10	240.6	-3.9	3.1	-2.0	8.8	0.6	37.6	34.6	36.8	0.1	57.46	0.56

\* Source I/B/E/S

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

# Analyse technique



**Dennis Mark, CFA**  
Analyste  
416 869-7427

## Les aurifères font du rattrapage

Un regain se dessine dans le secteur de l'or, victime jusque-là de désamour. Les actions aurifères qui laissaient à désirer comparativement au lingot commencent maintenant à se démarquer. Le rendement relatif, comparativement à l'indice S&P/TSX, s'améliore aussi après avoir laissé à désirer pendant plusieurs années. Une importante contraction du volume reflétait le désintérêt pour le secteur, le sentiment baissait l'emportant en bourse. Mais des signes de vie se manifestent avec la montée du lingot au-dessus de US\$2,070 vers des records inégalés. Dans l'édition de Vision d'avril, nous soulignons l'amélioration du paysage technique du secteur de l'or et certaines des occasions qu'il présente.

# Analyse technique

## Indice aurifère S&P/TSX (SPTTGD)

Le secteur de l'or commence à reprendre du poil de la bête après avoir été un des plus faibles pendant longtemps. À long et à court terme, l'indice aurifère S&P/TSX laissait à désirer. Le sentiment baissier et le désintérêt étaient omniprésents, ce qui s'est soldé par une baisse de volume et une action technique faible. Mais, la récente percée de l'or à des sommets inégalés dope le secteur. La plupart des indices du secteur ont connu une reprise au point de défier la résistance du graphique à la frange supérieure de ses fourchettes de négociation avec le potentiel d'opérer une percée et de prolonger les reprises. Le graphique de l'indice aurifère S&P/TSX ci-joint remet en question la résistance à 297.00 avec le potentiel d'une percée et d'un décollage d'une base de 10 mois. L'amélioration de l'action technique accroît les chances d'une percée qui ferait monter cet indice à 350.00.





# Analyse technique

## Indice aurifère S&P/TSX/S&P/TSX (SPTTGD/GSP/TSX)

Comme le graphique ci-joint en atteste, l'indice aurifère S&P/TSX a accusé un retard sur l'indice S&P/TSX. Un test du creux de septembre 2022 s'est révélé positif et la courbe est remontée. Jusque-là, le rebond a franchi le niveau de résistance supérieur initial et il défie la ligne de tendance descendante. La percée de la résistance initiale de la courbe a mis fin à une formation tête et épaules inversée, laissant entrevoir de nouveaux gains. L'amélioration de l'action sur ce graphique indique de meilleures performances relatives en perspective pour les actions aurifères.



# Analyse technique

## Gold Bugs/Gold (HUI/XAU=)

Les actions aurifères ont accusé un retard sur le lingot pendant de nombreuses années, comme l'indique la courbe du ratio de Gold Bugs/Gold. Récemment, ce ratio a touché un creux de plusieurs années et a rebondi. La remontée au-dessus du niveau de rupture est techniquement positive et indique un changement possible de la tendance faible. Le graphique met actuellement en question une ligne de tendance à la baisse et une percée de cette ligne signale un phénomène technique positif qui ouvre la voie à une hausse des actions aurifères.



# Analyse technique

## Eldorado Gold Corporation (ELD)

ELD continue d'être une des actions de tête du secteur de l'or. La percée à \$18.00 met fin à une formation de base de trois ans et prépare le terrain pour une montée à \$25.00. La vigueur haussière relative par rapport à l'or et à l'indice S&P/TSX soutiendra une montée du cours. De nouveaux sommets inégalés depuis six ans pour l'action reflètent une reprise forte et une performance relative vigoureuse par rapport aux autres actions aurifères.



# Analyse technique

## IAMGOLD Corporation (IMG)

Une formation tête-épaules inversée sur trois ans de l'action IMG vient de s'achever avec la montée de l'action au-dessus de \$4.60. Une percée initiale d'une formation plus limitée, à \$3.70, amorce une nouvelle tendance haussière alors que le volume a augmenté à ce niveau et continue de croître. L'amélioration de la performance relative de l'or et de l'indice S&P/TSX a aidé à propulser la remontée d'IMG vers de nouveaux sommets inégalés depuis trois ans. La cible est de \$7.00 à \$8.00.



# Analyse technique

## McEwen Mining Inc. (MUX)

Le marché baissier du graphique MUX est enfin terminé. Une ligne de tendance descendante sur plusieurs années qui avait résisté à plusieurs tentatives a finalement été franchie. Dans ce processus, une base de deux ans a été achevée quand l'action a percé au-dessus de \$12.30. Une importante augmentation depuis le début de mars reflète un regain d'intérêt pour le titre après de nombreuses années de baisse des prix. L'amélioration par rapport à l'or donne le ton d'une hausse du cours. La cible est \$20.00.



# Analyse sectorielle



Dans cette section, les tableaux et graphiques sont basés sur les informations disponibles au **2 avril 2024**.

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

Secteur	Titre	Symbole	Prix	Cours Cible	Rend. Div.	Rend. Est.	Industrie
<b>Énergie</b>							
	Cenovus Energy Inc.	CVE	\$27.76	\$29.00	2.02%	6.48%	Pétrole, gaz et combustibles
	Mattr Corp.	MATR	\$17.84	\$21.50	0.00%	20.52%	Équipements et services pour l'énergie
	Secure Energy Services Inc.	SES	\$11.47	\$13.00	3.49%	16.83%	Équipements et services pour l'énergie
	Tourmaline Oil Corp.	TOU	\$62.55	\$70.00	1.92%	13.83%	Pétrole, gaz et combustibles
<b>Matériaux</b>							
	Artemis Gold Inc.	ARTG	\$8.21	\$9.25	0.00%	12.67%	Or
	Aya Gold & Silver Inc.	AYA	\$11.57	\$14.50	0.00%	25.32%	Or
	Chemtrade Logistics Income Fund	CHE.un	\$8.50	\$12.50	7.76%	54.82%	Produits chimiques
	Capstone Copper Corp.	CS	\$8.81	\$8.75	0.00%	-0.68%	Métaux et minerais
	Filo Corp.	FIL	\$24.10	\$35.00	0.00%	45.23%	Métaux et minerais
	G Mining Ventures Corp.	GMIN	\$2.03	\$2.50	0.00%	23.15%	Métaux et minerais
	Kinross Gold Corp.	K	\$8.49	\$10.00	1.91%	19.70%	Or
	OceanaGold Corp.	OGC	\$3.02	\$3.75	0.90%	25.07%	Or
	Osisko Gold Royalties Ltd.	OR	\$22.26	\$23.00	1.08%	4.40%	Or
	Pan American Silver Corp.	PAAS	\$21.43	\$26.25	2.53%	25.02%	Métaux et minerais
	Teck Resources Ltd.	TECK.b	\$62.89	\$70.00	0.80%	12.10%	Métaux et minerais
	Transcontinental Inc.	TCL.a	\$14.15	\$18.50	6.36%	37.10%	Emballage et conditionnement
<b>Industrie</b>							
	ADENTRA Inc.	ADEN	\$40.36	\$51.50	1.39%	28.99%	Biens d'équipement
	Ag Growth International Inc.	AFN	\$62.36	\$82.00	0.96%	32.46%	Biens d'équipement
	Blackline Safety Corp.	BLN	\$4.10	\$6.00	0.00%	46.34%	Services aux entreprises
	Bombardier Inc.	BBD.b	\$55.63	\$94.00	0.00%	68.97%	Biens d'équipement
	CAE Inc.	CAE	\$26.75	\$34.00	0.00%	27.10%	Biens d'équipement
	Element Fleet Management Corp.	EFN	\$21.72	\$31.00	2.21%	44.94%	Services aux entreprises
	Exchange Income Corp.	EIF	\$48.66	\$62.00	5.43%	32.84%	Transport
	Finning International Inc.	FTT	\$40.97	\$46.00	2.44%	14.72%	Biens d'équipement
	RB Global Inc.	RBA	US\$76.12	US\$85.00	1.42%	13.08%	Services aux entreprises
<b>Consommation discrétionnaire</b>							
<b>Biens de consommation de base</b>							
	Loblaw Companies Ltd.	L	\$149.64	\$153.00	1.19%	3.44%	Distribution alimentaire et pharmacie
<b>Santé</b>							
<b>Finance</b>							
	Fairfax Financial Holdings Ltd.	FFH	\$1453.24	\$2000.00	1.39%	39.01%	Assurances
	goeasy Ltd.	GSY	\$157.19	\$195.00	2.98%	27.03%	Services financiers diversifiés
	iA Financial Corporation Inc.	IAG	\$85.96	\$102.00	3.82%	22.48%	Assurances
<b>Technologies de l'information</b>							
	Coveo Solutions Inc.	CVO	\$9.70	\$14.00	0.00%	44.33%	Logiciels et services
	Kinaxis Inc.	KXS	\$152.52	\$225.00	0.00%	47.52%	Logiciels et services
	Open Text Corp.	OTEX	US\$37.97	US\$60.00	2.63%	60.65%	Logiciels et services
	Tecsys Inc.	TCS	\$38.54	\$50.00	0.83%	30.57%	Logiciels et services
<b>Communications</b>							
	Stingray Group Inc.	RAY.a	\$7.95	\$9.00	3.77%	16.98%	Média
	VerticalScope Holdings Inc.	FORA	\$7.13	\$9.50	0.00%	33.24%	Média
<b>Services aux collectivités</b>							
	AltaGas Ltd.	ALA	\$29.27	\$33.00	4.07%	16.81%	Services aux collectivités
	Borex Inc.	BLX	\$28.56	\$39.00	2.31%	38.87%	Services aux collectivités
	Capital Power Corp.	CPX	\$37.69	\$45.00	6.53%	25.92%	Services aux collectivités
	Innervex Renewable Energy Inc.	INE	\$8.08	\$15.00	4.46%	90.10%	Services aux collectivités
	Northland Power Inc.	NPI	\$22.81	\$32.00	5.26%	45.55%	Services aux collectivités
<b>Immobilier</b>							
	BSR REIT	HOMu	US\$10.95	US\$13.25	4.75%	25.75%	Immobilier
	Canadian Apartment Properties REIT	CAR.un	\$45.06	\$60.00	3.22%	36.37%	Immobilier
	Dream Industrial REIT	DIR.un	\$12.73	\$16.50	5.50%	35.11%	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 2 avril 2024

Source: Recherche FBN, LSEG

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

RS = Rendement supérieur

RM = Rendement moyen

RI = Rendement inférieur

AO = Recommandation d'accepter l'offre

ER = Recommandation en révision

R = Restriction

 $\Delta$  = Changement de recommandation par rapport au mois précédent.

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

**Cours cible** = Cours cible à 12 mois $\Delta$  = Changement de cours cible par rapport au mois précédent.

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

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



**Gabriel Dechaine**

Analyste  
416 869-7442

**Adjoints :**

Jacob Gardiner: 437 518-2299  
Pranoy Kurian: 416 507-9568

**Sélection**

› iA Société financière

**Banques et compagnies d'assurance-vie canadiennes**

▶ **iA Société financière inc. (TSX : IAG) – A soft end to the year; capital position provides downside support**

IAG a terminé l'année sur une faible note, le T4 2023 n'ayant pas répondu aux attentes, principalement en raison des résultats inférieurs aux prévisions du segment États-Unis (en particulier des activités de garantie) et d'une croissance accrue des dépenses (à la fois dans les segments du siège social et des États-Unis). Il faut aussi relever quelques perturbations en termes actuariels (p. ex. charge actuarielle dans le compte de résultat, pression des nouvelles affaires au Canada), mais nous pensons que le résultat final sera positif pour le bénéfice futur. Nous nous attendons à ce que l'action réagisse négativement à ces résultats. Notre opinion à long terme reste toutefois positive et, grâce à la flexibilité du capital d'IAG et à son programme actif/important de rachat d'actions, nous pensons que le risque de baisse sera limité. **Cours cible de \$102. Cote Rendement supérieur.**

	Symb.	Cote du titre	Cote du titre Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 4/2	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B		VCPA			C/C		Div. %	Cours cible 12 mois	Δ
								dernier exerc.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	dernier trimest.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2			
<b>Banques</b>																				
Banque de Montréal	BMO	RS		94,974	725	130.92	10/2023	11.73	11.32	12.96	11.6	10.1	96.88	100.50	106.49	1.3	1.2	4.6%	137.00	
Banque Scotia	BNS	RM		82,689	1,222	67.66	10/2023	6.54	6.70	7.09	10.1	9.5	57.26	59.33	62.34	1.1	1.1	6.3%	67.00	
CIBC	CM	RS		63,018	932	67.63	10/2023	6.72	6.94	7.23	9.7	9.4	51.61	54.46	57.30	1.2	1.2	5.3%	73.00	
Banque Royale du Canada	RY	RS		190,442	1,409	135.17	10/2023	11.38	11.88	12.79	11.4	10.6	78.79	80.83	87.25	1.7	1.5	4.1%	148.00	
Banque Toronto-Dominion	TD	RM		142,925	1,773	80.62	10/2023	7.99	8.08	8.44	10.0	9.6	56.58	59.35	62.85	1.4	1.3	5.1%	92.00	
Banque Canadienne de l'Ouest	CWB	RS		2,663	96	27.60	10/2023	3.52	3.92	4.14	7.0	6.7	35.79	38.14	40.58	0.7	0.7	4.9%	37.00	
Banque Laurentienne	LB	RI		1,194	44	27.29	10/2023	4.52	3.96	4.22	6.9	6.5	59.87	61.32	62.82	0.4	0.4	6.9%	27.00	
EQB	EQB	RM		3,266	38	85.53	10/2023	9.40	11.53	12.68	7.4	6.7	70.33	79.32	88.05	1.1	1.0	2.0%	95.00	
<b>Assurances</b>																				
Great-West Lifeco	GWO	RM		40,359	933	43.26	12/2023	3.56	4.23	4.49	10.2	9.6	24.26	25.78	27.51	1.7	1.6	5.1%	42.00	
iA Groupe Financier	IAG	RS		8,515	99	85.96	12/2023	9.04	10.25	11.17	8.4	7.7	66.90	69.70	72.89	1.2	1.2	3.8%	102.00	
Financière Manuvie	MFC	RM		59,880	1,806	33.16	12/2023	2.90	3.56	3.86	9.3	8.6	22.36	24.25	26.45	1.4	1.3	4.8%	33.00	
Financière Sun Life	SLF	RM		42,286	584	72.44	12/2023	5.75	6.76	7.23	10.7	10.0	36.51	38.55	41.31	1.9	1.8	4.3%	72.00	
Sagicor Financial	SFC	RS		1,042	141	7.39	12/2022	N/A	0.78	0.88	9.5	8.4	4.30	7.62	8.21	1.0	0.9	4.1%	8.00	

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

Source: LSEG, Données financières des sociétés, Analyses FBN

**Vishal Shreedhar**Analyste  
416 869-7930**Adjoints :**Anshul Agarwala: 416 869-6767  
Gabriel Chiu: 416 507-9009**Sélection**› *Loblaw***Premium Brands Holdings (PBH: TSX)**▶ **Le BAIIA ajusté s'est établi à \$137 millions, alors que FBN et les analystes anticipaient \$153 millions.**

(1) Nous considérons que les résultats du T4 2023 sont faibles, car la plupart des données clés étaient inférieures aux attentes. (2) Dans l'ensemble, le taux de croissance endogène des volumes (TCEV) était de -0.5%, alors que l'objectif à long terme de PBH est de 4.0%-6.0%. Le TCEV de la division Aliments de spécialité (Specialty Foods, SF) était de 2.6% a/a, inférieur à l'estimation de FBN de 4.5%; le TCEV de l'unité Distribution de produits alimentaires de qualité (Premium Food Distribution, PFD) était de -5.9% a/a, inférieur à l'estimation de FBN de -4.5%. (3) Le chiffre d'affaires s'est établi à \$1,555 millions (est. FBN \$1,565 millions; consensus \$1,608 millions; \$1,635 millions au T4 2022). (4) Le BAIIA de SF était de \$93 millions, alors que FBN tablait sur \$114 millions; le BAIIA de PFD était de \$33 millions (est. FBN \$32 millions). (5) Le BPA ajusté après dilution, de \$0.85, se comparait à une estimation FBN de \$1.14, un consensus de \$1.19 et un résultat de \$1.19 au T4 2022. Le dividende trimestriel a été relevé de 10.4%, à \$0.85/action.

▶ **Les initiatives aux États-Unis sont essentielles pour alimenter la croissance**

La direction a indiqué que le TCEV du segment SF reposait entièrement sur les initiatives entreprises sur le marché américain (où le taux est de 9.3%). Il semble que ce segment soit le moteur de la croissance dans un avenir prévisible (95% des dépenses en immobilisations des projets en 2023 étaient liées au segment SF). Les éléments majeurs de cette contribution sont de nouvelles installations entrées récemment en service ou en passe d'entrer en service (collations à base de viande, sandwiches, protéines cuites, etc.). PBH a laissé entendre que le TCEV du segment SF pourrait dépasser 10%, avec une accélération tout au long de 2024.

▶ **Estimations 2024 largement maintenues**

(1) Malgré des résultats inférieurs aux attentes au T4 2023, nous pensons que les nouvelles installations pourraient redonner un coup de fouet à la croissance, et nous avons largement maintenu nos estimations. En 2024, PBH table sur un chiffre d'affaires (hors fusions-acquisitions) de \$6,650-\$6,850 millions et un BAIIA situé entre \$630 et \$650 millions. (2) L'endettement est élevé, représentant un ratio de la dette de premier rang au BAIIA de 3.1 (ratio cible de 2.5 à 3.0) et un ratio de la dette totale au BAIIA de 4.1 (ratio cible de 3.5 à 4.0). Nous tablons sur une amélioration du bilan, avec un ratio de la dette de premier rang au BAIIA de 2.5 et un ratio de la dette totale au BAIIA de 3.4 d'ici le T4 2024.

▶ **Maintien de la cote Rendement moyen; cours cible de \$109**

À moyen terme, nous croyons que les perspectives de PBH seront soutenues par une solide croissance endogène et une expansion de la marge de BAIIA (FBN table sur 9.4% en 2024, comparativement à 8.9% en 2023). (2) Nous valorisons PBH à 11.0 fois le BAIIA 2025. PBH se négocie actuellement à 10.3 fois le BAIIA 12PM, contre une moyenne quinquennale de 13.5.

# Distribution et produits de consommation

Symb.	Cote du titre	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 04/02	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B		BAIIA			VE/BAIIA		Valeur compt.	Ratio d'endet.	Cours cible		
						(A) Dern. Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	(A) Dern. Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2			12 mois	Δ	
<b>Grands magasins</b>																				
Canadian Tire	CTC.a	RM	7,879	55.8	133.96	12/2023	10.42	13.73	15.98	9.8	8.4	2,091	2,314	2,471	5.8	5.4	99.50	0.52	146.00	
Dollarama	DOL	RS	28,503	283.6	101.79	01/2023	2.76	3.46	3.88	29.4	26.2	1,523	1,827	1,965	18.0	16.8	1.15	0.93	112.00	↑
<b>Carburant et autres</b>																				
Couche Tard	ATD.b	RM	72,750	963.8	74.68	04/2023	3.12	2.86	3.28	19.2	16.8	5,775	5,688	6,373	11.1	9.9	13.85	0.51	83.00	↓
Parkland Fuel Corporation	PKI	RS	7,388	180.1	41.84	12/2023	3.50	3.29	3.72	12.7	11.3	1,913	1,994	2,018	6.8	6.7	17.66	0.65	49.00	
<b>Habillement</b>																				
Gildan	GIL	RS	8,512	171.8	49.62	12/2023	2.58	2.98	3.27	12.3	11.2	674	814	845	8.6	8.3	11.39	0.34	58.00	↑
<b>Épiceries</b>																				
Empire Company	EMP.a	RM	8,058	246.8	32.74	05/2023	2.80	2.78	3.15	11.8	10.4	2,322	2,333	2,461	6.5	6.1	21.56	0.57	40.00	↓
Loblaw	L	RS	46,665	314.9	149.64	12/2023	7.75	8.35	9.10	17.9	16.4	6,647	6,891	7,137	7.8	7.5	36.90	0.37	153.00	
Metro	MRU	RM	16,483	229.0	71.70	09/2023	4.30	4.28	4.75	16.7	15.1	1,249	1,271	1,303	16.5	16.1	29.90	0.30	80.00	
<b>Transformation des aliments</b>																				
Saputo	SAP	RS	11,236	423.5	26.20	03/2023	1.70	1.58	1.93	16.5	13.5	1,553	1,525	1,754	9.6	8.4	16.2	0.34	33.00	
Lassonde	LAS.a	RS	1,077	6.8	152.71	12/2023	13.18	14.93	16.55	10.2	9.2	207	234	250	5.3	4.9	146.0	0.16	174.00	↑
Premium Brands Holdings	PBH	RM	3,989	44.6	89.87	12/2023	4.02	5.09	5.74	17.6	15.6	559	634	681	10.4	9.7	39.6	0.60	109.00	
<b>Commerce de détail spécialisé</b>																				
Sleep Country Canada	ZZZ	RM	986	34.5	28.95	12/2023	2.12	2.37	2.67	12.2	10.9	197	215	223	6.7	6.5	12.45	0.51	31.00	↑
Pet Valu	PET	RS	2,249	72.3	31.42	12/2023	1.61	1.60	1.82	19.6	17.3	231	253	284	11.0	9.8	0.00	0.88	34.00	↓
<b>Restauration</b>																				
MTY Food Group	MTY	RS	1,225	24.5	49.91	11/2023	4.25	3.64	3.59	13.7	13.9	272	266	266	7.3	7.3	33.15	0.47	59.00	

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

u= dollars US

Source: LSEG, Rapports des sociétés, FBN



**Baltej Sidhu**  
Analyste  
403 290-5627

—  
**Adjointe :**  
Anh Le : 403 290-5625

## Vue d'ensemble

Jadis considérés comme un créneau spécialisé, les actifs ESG retiennent désormais l'attention des investisseurs. Le total des actifs ESG sous gestion dans le monde a atteint US\$40,000 milliards en 2022 (contre US\$35,000 milliards en 2020), soit environ US\$1 sur US\$3 investis, avec un TCAC de plus de 10% sur les quatre dernières années. Si le rythme de croissance des investissements dans les actifs ESG n'était même que de la moitié de ce taux, la valeur des actifs ESG sous gestion atteindrait US\$45,000 à US\$50,000 milliards d'ici 2025 ou US\$60,000 milliards à un TCAC historique de plus de 10%. Nous pensons que l'intégration des facteurs ESG et l'engagement ou le vote 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 la 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.

## Aperçu du marché du carbone

### ► Conformité et marchés volontaires

Les prix du carbone ont augmenté à un rythme considérable, tous systèmes et régions confondus depuis le départ. La hausse des prix était largement attribuable à une ambition plus grande des gouvernements de réduire les émissions en raison du réchauffement climatique, ce qui a entraîné des réglementations et législations plus strictes entourant la décarbonation (comme l'« Ajustement à l'objectif 55 » de l'Union européenne). Cependant, dernièrement, l'inflation et les craintes d'une récession (ampleur et durée) ainsi que les prix élevés des produits de base ont alimenté les inquiétudes quant à la destruction de la demande et nuï à ce créneau spécialisé, emboîtant le pas au sentiment général du marché. Dans ce contexte, nous avons choisi de voir au-delà des perturbations, car non seulement les gouvernements légifèrent sur des cibles de réduction à court terme, avec l'objectif de la carboneutralité d'ici 2050, mais ils réduisent aussi les plafonds d'émissions dans les divers systèmes de plafonnement et d'échange du carbone, tout en réduisant l'offre de quotas, ce qui devrait progressivement faire monter les prix.

Commençons par le marché du carbone le plus liquide. Le contrat actif du Système d'échange de quotas d'émissions de l'UE (SEQE-UE) a clôturé le mois de mars à €60 (US\$65). Dans l'ensemble, en moyenne, les SEQE-UE étaient en hausse de 4% au cours du mois dernier (m/m) et restent en situation de report, l'écart entre décembre 2025 et décembre 2024 étant de €2. Ailleurs, les contrats à terme actifs United Kingdom Emissions Allowances (UKEA), négociés depuis fin mai 2021, ont clôturé à £37 (US\$47) à la fin de mars et sont en hausse de 4% m/m en moyenne et en baisse de 23% depuis leur création.

En Amérique du Nord, les contrats à terme actifs Regional Greenhouse Gas Initiative (RGGI) ont vu leurs prix bondir en raison d'enchères fructueuses au T1 et de l'épuisement de la réserve de réduction des coûts; ils ont atteint des records historiques à US\$20, ce qui représente une hausse de 5% m/m. Enfin, les contrats à terme actifs California Carbon Allowances (CCA) ont terminé le mois à US\$38 et sont en baisse de 6% m/m. Notons également que le récent plan d'évaluation de la portée de la Californie, c'est-à-dire la feuille de route pour atteindre la carboneutralité, pourrait, selon nous, être soutenu par une forme de resserrement ou de remaniement du modèle de plafonnement et d'échange de l'État afin d'obtenir des réductions supplémentaires des émissions.

Enfin, nous mettons en évidence les contrats à terme actifs du système volontaire de compensations d'émissions mondiales (SCEM), qui ont clôturé le mois à US\$1 et sur un repli de 17% m/m, tandis que le contrat à terme actif du système de compensations d'émissions mondiales basées sur la nature (SCEMN) était en hausse de 40% m/m. Les prix peinent à monter cependant en raison d'un contexte macroéconomique difficile qui affecte la demande, et de l'attention accrue de l'opinion publique et des médias suite à des craintes entourant la qualité des projets et à des problèmes de crédibilité.

## Faits saillants du mois

### ► *Il est temps d'être attentif : L'obligation d'information financière sur le développement durable progresse au Canada*

Le Conseil canadien des normes d'information sur la durabilité (CCNID) a annoncé le 13 mars 2024 la publication de ses premières normes d'information en matière de développement durable, appelées Normes canadiennes d'information sur la durabilité (NCID) 1 et 2. En collaboration avec le Conseil des normes internationales d'information sur la durabilité (ISSB), les NCID 1 et 2 proposées ont été conçues pour être conformes, « dans toute la mesure du possible », aux normes IFRS S1 (informations sur la durabilité) et S2 (informations sur les changements climatiques), mais doivent aussi inclure les modifications nécessaires pour tenir compte des particularités de l'économie canadienne.

Parallèlement à cette annonce, le CCNID a publié trois documents visant à définir la future norme canadienne d'information sur la durabilité : 1) un exposé-sondage intitulé « Projet de Norme canadienne d'information sur la durabilité (NCID) 1, Obligations générales en matière d'informations financières liées à la durabilité »; 2) un exposé-sondage intitulé « Projet de Norme canadienne d'information sur la durabilité (NCID) 2, Informations à fournir en lien avec les changements climatiques »; et 3) un document de consultation traitant de la façon dont le CCNID se propose d'apporter des modifications aux normes IFRS de divulgation d'informations sur le développement durable en vue de leur utilisation au Canada.

Chose positive, les projets de normes d'information ont largement conservé les éléments de l'ISSB, notamment sur les émissions de scope 3, tout en introduisant quelques changements importants pour s'adapter au contexte canadien, à savoir le report de la date d'entrée en vigueur et l'extension de certaines dispositions d'allègement temporaires prévues par les IFRS, chacun de ces éléments étant destiné à réduire la fragmentation et à promouvoir l'interopérabilité à l'échelle mondiale.

Dans l'ensemble, nous pensons que les NCID 1 et 2 devraient fournir aux entreprises canadiennes les outils nécessaires pour utiliser une formulation et des paramètres cohérents et normalisés, conformément au mouvement mondial en faveur de la transparence et la responsabilisation en termes d'information sur le développement durable. À son tour, cette harmonisation devrait fournir aux investisseurs des données transparentes, fiables et comparables sur le développement durable, augmentant ainsi leur confiance et facilitant l'intégration de ces données dans leurs décisions d'investissement.

La proposition du CCNID étant volontaire, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) devront l'adopter en tant que règle des ACVM pour rendre ses exigences contraignantes en vertu de la législation canadienne sur les valeurs mobilières. Suite à la présentation des informations proposées, les ACVM ont salué la publication des NCID et ont annoncé leur projet de mettre à jour leur Règlement 51-107 (sur l'information liée aux questions climatiques) après leur achèvement, avec l'intention de n'adopter que les dispositions relatives aux informations en lien avec les changements climatiques. Bien que cette annonce puisse sembler décevante, la NCID 1 (Obligations générales en matière d'informations financières liées à la durabilité) n'ayant pas été explicitement mentionnée, les ACVM ont fait savoir qu'elles « prendra[ient] en considération la version définitive des normes du CCNID et pourrai[en]t inclure des ajustements jugés nécessaires pour les marchés des capitaux canadiens ».



**Matt Kornack**

Analyste  
416 507-8104

**Adjoints :**

Anthony Bogdan : 416 869-7935

Nicholas Telega : 416 869-8086

Giuliano Thornhill : 416 507-8108

**Sélections**

- › Dream Industrial REIT
- › CAP REIT
- › BSR REIT

**Points saillants des FPI en mars**

**Résultats du T4 2023**

Les résultats du T4 2023 étaient, tant d'un point de vue directionnel que quantitatif, largement conformes aux attentes. On a toutefois observé des disparités selon les différentes catégories d'actifs et des résultats supérieurs ou inférieurs en fonction des titres. Les FPI d'appartements canadiennes se sont clairement distinguées en fin d'année 2023, avec une occupation complète soutenue, des dépenses en immobilisations constantes et des résultats supérieurs aux prévisions en matière de croissance du BNE à portefeuille identique, de BNE total et de FPE/part. Dans d'autres catégories d'actifs, les marges au changement de locataires ont été généralement meilleures que prévu (mention notable pour les immeubles industriels et les tours de bureaux, bien que pour ces dernières, il faille souligner des dépenses en immobilisations et des coûts de locations en nette hausse).

**Minto Apartment REIT – Un programme prudent de recyclage des capitaux pour une croissance démesurée du bénéfice**

MI a enregistré des résultats meilleurs que prévu après prise en compte d'un ajustement des dépenses d'exploitation et d'une baisse des coûts des services publics, la direction réduisant aussi activement la charge d'intérêt grâce à la répartition du capital. Sur ce dernier point, MI a vendu ses deux derniers actifs à Edmonton (\$32 millions), puis des événements ultérieurs lui ont encore apporté un répit, notamment les cessions à Ottawa (\$86 millions) et le remboursement du crédit de MPI (\$30 millions) lié à Fifth + Bank. Les revenus étaient faibles par rapport à nos prévisions en raison du calendrier de cession des derniers biens de MI à Edmonton et d'une amélioration plus lente que prévu du taux d'occupation dans le segment des appartements meublés (66,8%, par rapport aux prévisions de 70%). Dans l'ensemble, ce trimestre a été meilleur que prévu compte tenu de la normalisation de certains éléments et de la poursuite du recyclage des capitaux.

**NorthWest Healthcare Properties REIT – Les résultats futurs dépendront des cessions d'actifs**

Les résultats du T4 continuent de refléter un portefeuille sain sur le plan opérationnel. NWH n'a pas fourni de nouvelles informations concernant son examen stratégique ni sa récente stratégie de cession de son portefeuille aux États-Unis et de son segment au Brésil. Des frais de transaction substantiels indiquent une activité accrue qui pourrait laisser présager des annonces imminentes. Avec une extension accordée à son crédit renouvelable arrivant à échéance en novembre, l'attention va maintenant se tourner vers l'importante vague de refinancements à entreprendre en 2025. Les échéances de la dette comprennent les débentures de série G (\$125 millions), la dette du portefeuille aux États-Unis (\$384 millions), un prêt à terme au Brésil (\$140 millions) et la dette du portefeuille au Royaume-Uni (\$448 millions de dollars). Selon nous, la solution pourrait prendre la forme de cessions d'actifs stratégiques, en tablant sur des hypothèses de taux et d'écarts plus favorables.

**Allied Properties REIT – Allied convertit des prêts en participations directes dans deux bâtiments construits par Westbank**

Les transactions annoncées, combinées à la réorganisation de TELUS Sky, reflètent un effort continu de la part d'Allied de restructurer son programme de dette mezzanine sur des actifs proches de la stabilisation. Il en résultera un changement de la structure de propriété en faveur d'Allied au moyen de la conversion des prêts en participations de propriété directe, la FPI acquérant le 400 West Georgia à décote par rapport à sa valeur contractuelle, même si on peut s'interroger, au vu de l'activité récente de transactions, sur le fait que la décote soit ou non suffisante. Au final, Allied détiendra une part plus importante de ce bien et de 19 Duncan que prévu à l'origine. Malgré la grande qualité de ces actifs, nous pensons que ces transactions auront un effet dilutif sur le bénéfice déclaré, à hauteur d'environ 0% à 5% (notons qu'elles auront un effet positif à terme sur les flux de trésorerie, car les intérêts perçus sur les prêts faisant l'objet de la conversion étaient payés en nature). Disons-le, une vente a toujours été envisagée, de

sorte que l'impact dilutif est lié au calendrier et aux taux d'intérêt. Il y aura également une augmentation de l'effet de levier d'environ 200 pb, mais la direction a indiqué qu'elle avait l'intention de le réduire grâce à des ventes d'actifs, le communiqué de presse annonçant \$200 millions de cessions attendues. À court terme, les résultats auront à en pâtir, car les propriétés acquises sont encore partiellement en construction, la location de la composante résidentielle du 19 Duncan devant débiter prochainement.

Matt Kornack		Cap.		Distributions par part				Rend. des distributions				FPE dilués				C/FPE				12 mois							
Symb.	Cote du titre	Δ	bours. (M)	Analyste	Cours 04/02	(A) 2021	(A) 2022	(A) 2023	est. 2024	2021A	2022A	2023A	2024E	courant annualisé	(A) 2021	(A) 2022	(A) 2023	est. 2024	2021A	2022A	(A) 2023A	est. 2024E	Cours VAN	Rend. Cible	Rend. total <sup>(1)</sup>	Δ	
<b>Détail</b>																											
RioCan REIT	REI.un	RS	↔	\$5,549	Komack	\$18.47	\$0.96	\$1.02	\$1.08	\$1.08	5.2%	5.5%	5.8%	5.8%	5.8%	\$1.57	\$1.65	\$1.71	\$1.70	11.8x	11.2x	10.8x	10.9x	\$21.98	\$21.00	19.2%	↔
First Capital REIT	FCR.un	RS	↔	\$3,333	Komack	\$15.71	\$0.43	\$0.54	\$0.86	\$0.86	2.7%	3.4%	5.5%	5.5%	5.5%	\$1.10	\$1.17	\$1.18	\$1.23	14.2x	13.5x	13.3x	12.8x	\$18.40	\$17.50	14.8%	↔
SmartCentres REIT	SRU.un	RM	↔	\$4,139	Komack	\$23.23	\$1.85	\$1.85	\$1.85	\$1.85	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	\$2.08	\$2.08	\$2.12	\$2.10	11.2x	11.2x	11.0x	11.0x	\$27.40	\$26.00	19.9%	↔
Crombie REIT	CRR.un	RS	↔	\$2,479	Komack	\$13.69	\$0.89	\$0.89	\$0.89	\$0.89	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	\$1.14	\$1.15	\$1.21	\$1.25	12.0x	11.9x	11.4x	11.0x	\$15.60	\$15.00	16.1%	↔
Primaris REIT	PMZ.un	RS	↔	\$1,432	Komack	\$13.95	N/A	\$0.80	\$0.82	\$0.84	N/A	5.7%	5.9%	6.0%	6.0%	N/A	\$1.57	\$1.59	\$1.65	N/A	8.9x	8.8x	8.5x	\$20.15	\$16.00	20.4%	↔
<b>Bureau &amp; Diversifié</b>																											
Allied Properties REIT	AP.un	RS	↔	\$2,470	Komack	\$17.67	\$1.70	\$1.75	\$1.80	\$1.80	9.6%	9.9%	10.2%	10.2%	10.2%	\$2.40	\$2.43	\$2.38	\$2.32	7.4x	7.3x	7.4x	7.6x	\$22.75	\$20.00	23.1%	↔
DREAM Office REIT	D.un	RM	↔	\$308	Komack	\$16.25	\$2.00	\$2.00	\$2.00	\$1.00	12.3%	12.3%	12.3%	6.2%	6.2%	\$3.09	\$2.97	\$2.83	\$3.01	5.3x	5.5x	5.7x	5.4x	\$22.00	\$19.00	29.2%	↔
True North Commercial REIT	TNT.un	RM	↔	\$144	Komack	\$9.25	\$3.42	\$3.42	\$1.85	\$0.71	36.9%	36.9%	20.0%	7.7%	7.7%	\$3.38	\$3.02	\$2.68	\$2.70	2.7x	3.1x	3.5x	3.4x	\$8.80	\$8.75	31.5%	↔
H&R REIT	HR.un	RM	↔	\$2,589	Komack	\$9.25	\$0.54	\$0.54	\$0.60	\$0.60	5.9%	5.9%	6.5%	6.5%	6.5%	\$1.53	\$1.14	\$1.17	\$1.18	6.0x	8.1x	7.9x	7.9x	\$14.45	\$10.50	19.4%	↔
BTB REIT	BTB.un	RM	↔	\$276	Komack	\$3.16	\$0.37	\$0.37	\$0.37	\$0.30	11.6%	11.6%	11.6%	9.5%	9.5%	\$0.41	\$0.45	\$0.43	\$0.44	7.8x	7.0x	7.3x	7.1x	\$3.60	\$3.15	11.3%	↔
<b>Industriel</b>																											
Granite REIT	GRT.un	RS	↔	\$4,898	Komack	\$77.31	\$3.05	\$3.12	\$3.20	\$3.30	3.9%	4.0%	4.1%	4.3%	4.3%	\$4.04	\$4.45	\$5.07	\$5.37	19.1x	17.4x	15.3x	14.4x	\$79.80	\$87.00	16.6%	↔
DREAM Industrial REIT	DIR.un	RS	↔	\$3,777	Komack	\$13.18	\$0.70	\$0.70	\$0.70	\$0.70	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	\$0.81	\$0.89	\$0.98	\$1.01	16.3x	14.8x	13.5x	13.0x	\$16.60	\$16.50	30.5%	↔
Nexus Industrial REIT	NXR.un	RM	↔	\$713	Komack	\$7.65	\$0.64	\$0.64	\$0.64	\$0.64	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%	\$0.77	\$0.81	\$0.75	\$0.77	9.9x	9.4x	10.2x	9.9x	\$9.65	\$8.50	19.5%	↑
PRO REIT	PRV.un	RM	↔	\$333	Komack	\$5.49	\$0.45	\$0.45	\$0.45	\$0.45	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	\$0.48	\$0.51	\$0.49	\$0.50	11.5x	10.8x	11.3x	10.9x	\$6.80	\$6.00	17.5%	↑
<b>Appartements</b>																											
CAP REIT	CAR.un	RS	↔	\$7,897	Komack	\$46.49	\$1.42	\$1.45	\$1.45	\$1.45	3.0%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%	\$2.33	\$2.32	\$2.40	\$2.65	20.0x	20.0x	19.4x	17.6x	\$54.70	\$60.00	32.2%	↔
Boardwalk REIT	BEI.un	RS	↔	\$4,206	Komack	\$78.08	\$1.00	\$1.06	\$1.16	\$1.44	1.3%	1.4%	1.5%	1.8%	1.8%	\$2.96	\$3.13	\$3.61	\$4.16	26.4x	25.0x	21.6x	18.8x	\$83.35	\$87.00	12.8%	↔
Killam Apartment REIT	KMP.un	RS	↔	\$2,270	Komack	\$18.58	\$0.70	\$0.70	\$0.70	\$0.70	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	\$1.07	\$1.11	\$1.15	\$1.21	17.4x	16.8x	16.2x	15.3x	\$21.55	\$22.75	26.2%	↔
InterRent REIT	IIP.un	RS	↔	\$1,994	Komack	\$13.56	\$0.32	\$0.35	\$0.36	\$0.38	2.4%	2.6%	2.7%	2.8%	2.8%	\$0.51	\$0.54	\$0.55	\$0.64	26.6x	25.1x	24.6x	21.2x	\$13.70	\$15.50	16.9%	↔
Minto Apartment REIT	MI.un	RS	↔	\$1,751	Komack	\$15.85	\$0.45	\$0.48	\$0.49	\$0.50	2.8%	3.0%	3.1%	3.2%	3.2%	\$0.81	\$0.82	\$0.85	\$0.97	19.5x	19.3x	18.7x	16.4x	\$19.05	\$20.00	29.2%	↑
BSR REIT	HOM.u	RS	↔	US\$590	Komack	US\$11.05	\$0.50	\$0.52	\$0.52	\$0.52	4.5%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	US\$0.65	US\$0.85	US\$0.92	US\$0.93	17.0x	13.0x	12.1x	11.9x	US\$13.85	US\$13.25	24.6%	↔
<b>Résidences pour personnes âgées</b>																											
NorthWest H.P. REIT	NWH.un	RM	↔	\$1,157	Komack	\$4.69	\$0.80	\$0.80	\$0.58	\$0.36	17.1%	17.1%	12.4%	7.7%	7.7%	\$0.84	\$0.64	\$0.47	\$0.41	5.6x	7.3x	9.9x	11.3x	\$8.20	\$5.25	29.0%	↔
<b>Entreposage libre-service</b>																											
StorageVault Canada	SVI	RM	↔	\$2,122	Komack	\$5.16	\$0.01	\$0.01	\$0.01	\$0.59	0.2%	0.2%	0.2%	11.4%	0.2%	\$0.16	\$0.20	\$0.22	\$0.25	31.4x	25.2x	23.3x	20.7x	\$5.50	\$6.00	16.5%	↔
<b>MHC</b>																											
Flagship Communities REIT	MHCu.TO	RS	↔	US\$364	Komack	US\$17.22	US\$0.51	US\$0.54	US\$0.56	US\$0.54	3.0%	3.1%	3.3%	3.1%	3.4%	US\$1.05	US\$1.08	US\$1.19	US\$1.34	16.4x	15.9x	14.5x	12.8x	US\$21.60	US\$19.75	17.8%	↑

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

u = dollars américains

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

# Métaux et minerais : métaux communs



**Shane Nagle, CFA**  
Analyste  
416 869-7936

—  
**Adjoints :**  
Sameer Keswani : 416 869-8029  
Adam Smiarowski : 416 869-7535



**Rabi Nizami**  
Analyste  
416 869-7925

—  
**Adjoint :**  
Roberto Rossi: 416 869-6537

## Sélections

- › Ressources Teck
- › Capstone Copper
- › Filo

## Les prix du cuivre soutenus par les attentes d'atterrissage en douceur, les perturbations de l'offre et les caractéristiques fondamentales positives à long terme

Le marché du cuivre a connu une volatilité constante dans un contexte de changement de sentiment du marché. L'inflation ralentit doucement et alimente l'optimisme en vue d'un atterrissage en douceur, avec les attentes de baisse des taux d'intérêt cette année. Les perturbations de l'offre à Cobre Panama et la baisse des prévisions à Anglo American ont soutenu les prix du cuivre, tout comme les mesures engagées par la Chine pour soutenir ses marchés immobilier et boursier. L'annonce de fermetures de capacités dans des fonderies de cuivre en Chine a poussé le cuivre à plus de US\$4.00/livre, un niveau inégalé depuis avril 2023.

Nous considérons ce regain de vigueur des prix du cuivre comme étant vulnérable compte tenu de la faiblesse persistante du marché immobilier en Chine, du fait que les investisseurs mondiaux sont très sensibles aux attentes en matière de taux d'intérêt et des prévisions d'un marché du cuivre excédentaire en 2025. Les caractéristiques fondamentales sont positives à long terme du fait de l'absence d'une réserve de projets à un stade avancé pour répondre à la demande croissante découlant des initiatives mondiales de réduction des émissions de CO2. Les projets de mise en valeur ont été ralentis par les tensions inflationnistes, par des pénuries de main-d'œuvre locales et des perturbations persistantes le long de la chaîne d'approvisionnement, ainsi que par l'augmentation des coûts d'immobilisations pour des projets d'expansion de mines. Un catalyseur pourrait émerger si les gouvernements désignaient le cuivre comme minéral stratégique ou accéléraient l'action vers leurs objectifs de carboneutralité.

Les infrastructures vertes et les véhicules électriques sont en train de devenir la principale source de demande de cuivre à long terme, les pays développés ayant besoin de faire croître considérablement leur réseau électrique et la production de véhicules électriques à batterie nécessitant trois fois plus de cuivre que celle de véhicules à moteur à combustion interne. Nous estimons que les caractéristiques fondamentales à long terme restent basées sur la transition vers l'énergie propre et l'absence d'une réserve de projets à un stade avancé, qui contribue à l'apparition d'un déficit structurel au cours des prochaines années.

### Top picks:

#### › Ressources Teck Limitée (TECK.B : TSX)

Notre cote Rendement supérieur est basée sur la solide situation financière de Teck, les perspectives robustes de croissance de ses activités de cuivre, sa valorisation attrayante et la cession à venir de ses activités de charbon sidérurgique. Nous avons également une confiance accrue dans la montée en régime de QB2, tandis que la cession des activités de charbon sidérurgique étoffera les liquidités de TECK pour lui permettre de renforcer son bilan et de rémunérer ses investisseurs.

#### › Capstone Copper Corp. (CS: TSX)

La transition du portefeuille grâce à la mise en valeur de Mantoverde progresse sans difficulté, et la production de cuivre devrait augmenter de façon significative au deuxième semestre. Nous pensons que les prévisions de la direction pourraient être dépassées, car la production de Mantoverde n'a pas été incluse malgré une montée en régime au premier semestre. Nous pensons que CS sera le titre vers lequel le marché se tournera quand le contexte macroéconomique s'améliorera compte tenu de plusieurs projets en réserve qui sont de nature à transformer la société, sous l'impulsion d'une équipe dirigeante capable d'atteindre les objectifs de croissance qu'elle s'est fixés.

#### › Filo Corp. (FIL: TSX)

La plus grande partie de la longueur prospective de découverte n'a pas encore fait l'objet de forages systématiques, et les limites de la minéralisation le long de l'axe de découverte n'ont pas encore été établies. La tension de la concurrence en termes de fusions et d'acquisitions monte, considérant que Filo se situe à côté de projets analogues de Lundin Group à Caserones et Josemaria (Lundin Mining) et à Los Helados (NGEx Minerals), et la région émerge comme un nouveau district de cuivre à l'envergure mondiale, avec potentiellement de multiples mines et des infrastructures partagées pendant de nombreuses décennies.



# Métaux et minerais : métaux communs

Symbole	Cote du Titre	Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	12 mois			Analyste	BPA			C/B		FTPA			C/FT		Valeur Actif		
					Cours 4/2	Cours Cible	Δ		(A) Dem.Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	(A) Dem.Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex.1	Ex.2	Net	C/VAN	
<b>Production</b>																					
Altius Minerals	ALS	RS	-	975	47.1	20.71	23.00	-	Nagle	0.75c	0.23c	0.44c	89.2x	47.1x	1.60c	0.71c	0.81c	29.3x	25.4x	21.63	1.0x
Capstone Copper	CS	RS	-	6,510	752.6	8.65	8.75	-	Nagle	0.14u	(0.01)u	0.22u	n/a	38.6x	0.37u	0.30u	0.67u	21.1x	9.3x	6.99	1.2x
Ero Copper	ERO	RM	-	2,684	102.7	26.12	24.00	-	Nagle	0.92u	0.89u	1.13u	21.2x	23.1x	1.78u	1.84u	2.49u	10.2x	7.6x	14.72	1.8x
First Quantum Minerals	FM	RS	-	12,128	833.5	14.55	16.50	-	Nagle	1.54u	0.38u	(0.07)u	27.8x	n/a	3.69u	1.91u	2.20u	5.5x	4.8x	16.56	0.9x
Hudbay Minerals	HBM	RM	-	3,318	350.7	9.46	8.75	-	Nagle	0.10u	0.25u	0.38u	27.1x	24.6x	1.50u	1.85u	1.98u	3.7x	3.4x	7.55	1.3x
Lundin Mining	LUN	RS	-	10,955	773.7	14.16	12.50	-	Nagle	0.63u	0.44u	0.56u	23.5x	25.3x	1.14u	1.42u	1.85u	7.2x	5.5x	11.19	1.3x
Metals Acquisition	MTAL	RS	-	902u	69.4	13.00u	15.00u	-	Nagle	(0.18)u	(1.24)u	1.14u	n/a	11.4x	(0.15)u	(0.78)u	3.15u	n/a	3.0x	12.45	1.0x
Sherritt International	S	RM	-	109	397.3	0.28	0.50	-	Nagle	0.22c	(0.09)c	(0.28)c	n/a	n/a	0.25c	0.31c	(0.26)c	0.6x	n/a	1.08	0.3x
Taseko Mines	TKO	RM	-	856	290.0	2.95	2.50	↑	Nagle	0.01c	0.15c	0.12c	19.2x	24.5x	0.30c	0.69c	0.49c	4.3x	6.0x	4.00	0.7x
Teck Resources	TECKb	RS	-	32,483	517.6	62.76	70.00	-	Nagle	9.25c	5.23c	8.47c	12.0x	7.4x	15.02c	9.80c	13.77c	6.4x	4.6x	49.91	1.3x
<b>Sociétés de mise en valeur</b>																					
Adventus Mining	ADZN	RS	-	65	188.5	0.35	0.60	-	Nizami	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.86	0.4x
Arizona Metals	AMC	RS	-	260	116.0	2.24	5.50	-	Nizami	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	7.60	0.3x
Bravo Mining	BRVO	RS	-	185	108.5	1.70	2.75	-	Nizami	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	3.15	0.5x
Filo Corp	FIL	RS	-	3,150	130.7	24.10	35.00	-	Nizami	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	47.17	0.5x
Foran Mining	FOM.TO	RS	-	1,393	332.4	4.19	5.50	-	Nizami	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	4.42	0.9x
Solaris Resources	SLS.TO	RS	-	704	150.8	4.67	8.00	-	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	10.56	0.4x
Trilogy Metals	TMQ	RM	-	115	155.6	0.74	0.75	-	Nizami	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	1.16	0.6x

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

u = dollars US; c = dollars canadiens

Source: Rapports des sociétés, Estimations FBN, LSEG

# Métaux et minerais : métaux précieux



**Don DeMarco**

Analyste  
416 869-7572

—

**Adjoints :**

Rishika Bhatia : 416 507-8185  
Amman Patel : 416 525-2168



**Shane Nagle, cFA**

Analyste  
416 869-7936

—

**Adjoints :**

Sameer Keswani : 416 869-8029  
Adam Smiarowski : 416 869-7535



**Michael Parkin**

Analyste  
416 869-6766

—

**Adjoints :**

Andrew Dusome : 416 507-8177  
Marc Ferrari : 416 869-8045



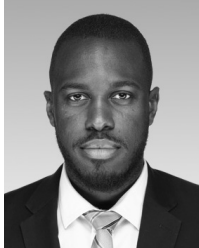
**Rabi Nizami**

Analyste  
416 869-7925

—

**Adjoint :**

Roberto Rossi : 416 869-6537



**Mohamed Sidibé**

Analyste  
416 869-6436

## Surveillez les variations du taux d'intérêt réel

### L'inflation aux États-Unis et les décisions sur les taux d'intérêt par la Fed feront fluctuer les prix de l'or au comptant.

Nous pouvons mesurer la corrélation entre l'inflation et les taux d'intérêt en surveillant les fluctuations des taux d'intérêt réels. Les répercussions économiques de la COVID-19 ont forcé les gouvernements à adopter de vastes programmes de stimulation pour protéger leurs économies. Les contraintes des chaînes d'approvisionnement ainsi que les mesures de stimulation ont entraîné une inflation supérieure à la normale, que la hausse des taux d'intérêt est censée combattre. La Fed américaine a commencé à relever les taux d'intérêt en mars 2022, procédant à plusieurs hausses démesurées tout au long de l'année. Les dernières prévisions consensuelles émanant du marché annoncent des baisses de taux de 75 pb en 2024, alors que la Fed maintient les taux inchangés depuis juillet 2023. Le prix de l'or au comptant et les actions aurifères pourraient souffrir d'un accès de volatilité à court terme au moment de la publication de données économiques clés aux États-Unis. Nous pensons que les prix de l'or au comptant et les actions aurifères pourraient tirer parti d'un risque de récession croissant aux États-Unis. Selon nous, le rythme de changement du taux d'intérêt réel importe davantage pour les prix de l'or au comptant que le taux lui-même, si bien qu'un fléchissement de la courbe haussière du taux réel pourrait entraîner une reprise des prix de l'or au comptant. Nous pensons aussi que l'évolution de l'échiquier géopolitique mondial ainsi que la poursuite des achats importants par les banques centrales pourraient soutenir les prix de l'or.

### 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 dégager 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) dont les projets sont bien financés; et (5) qui offrent un calendrier riche en événements catalyseurs.

## Sélections

### Producteurs d'or/d'argent :

- › *Aya Gold & Silver Inc.* (AYA : TSX; cours cible de CA\$14.50)
- › *Kinross Gold Corp.* (K : TSX; cours cible de CA\$10.00)
- › *OceanaGold Corp* (OGC : TSX, cours cible de CA\$3.75)
- › *Pan American Silver Corp.* (PAAS : TSX; cours cible de CA\$26.25)

### Prospecteurs :

- › *Artemis Gold Inc.* (ARTG : TSX.V, cours cible de CA\$9.25)
- › *G Mining Ventures* (GMIN : TSX.V, cours cible de CA\$2.50)

### Redevances :

- › *Redevances aurifères Osisko Ltée* (OR : TSX; cours cible de CA\$23.00)

Symbole	Cote du Titre	Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 4/2	12 mois			Analyste	BPA			C/B		FTPA			Valeur Actif Net	C/VAN		
						Cours	Cible	Δ		(A) Dern.Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	(A) Dern.Ex.	est. Ex1	est. Ex2			Ex.1	Ex.2
<b>Grands producteurs (production &gt;1 Moz)</b>																					
Agnico-Eagle Mines Ltd	AEM	RS	-	41,098	497.97	82.53	85.00	-	Nagle	2.24u	2.74u	2.67u	22.0x	22.6x	5.61u	5.80u	6.12u	10.4x	9.8x	51.56	1.60x
Barrick Gold	ABX	RM	-	40,922	1,755.57	23.31	24.00	-	Nagle	0.84u	0.88u	1.25u	19.3x	13.6x	2.38u	2.50u	2.99u	6.8x	5.7x	28.86	0.81x
Kinross Gold Corp	K	RS	-	10,424	1,227.84	8.49	10.00	-	Nagle	0.44u	0.38u	0.36u	16.5x	17.3x	1.20u	1.10u	1.10u	5.0x	5.6x	10.51	0.81x
Newmont	NGT	RS	-	57,554	1,152.00	49.96	54.00	-	Nagle	1.61u	1.79u	2.22u	20.4x	16.4x	3.90u	4.42u	5.22u	8.3x	7.0x	56.67	0.88x
<b>Sociétés de redevances</b>																					
Franco-Nevada Corp	FNV	RM	-	31,572	192.2	164.29	170.00	↓	Nagle	3.64u	3.56u	2.80u	33.3x	58.6x	5.28u	5.13u	3.88u	23.1x	30.5x	74.51	2.20x
Gold Royalty Corp.	GROY	RS	-	273u	144.4	1.89u	2.25u	-	Nagle	(0.09)u	(0.03)u	(0.07)u	n/a	n/a	(0.27)u	(0.05)u	(0.03)u	n/a	n/a	2.15	0.88x
Osisko Gold Royalties Ltd	OR	RS	-	4,167	185.3	22.48	23.00	-	Nagle	0.62c	0.65c	0.57c	34.5x	39.2x	1.03c	1.04c	1.02c	21.5x	22.0x	16.79	1.34x
Royal Gold Inc	RGLD	RS	-	8,038u	65.6	122.47u	150.00u	-	Nagle	3.45u	3.55u	3.82u	34.5x	32.0x	7.05u	6.35u	6.14u	13.9x	14.4x	60.28	2.03x
Sandstorm Gold Ltd	SSL	RS	-	2,125	297.7	7.14	8.00	-	Nagle	0.10u	0.11u	0.05u	46.8x	142.8x	0.43u	0.51u	0.50u	10.1x	10.3x	6.19	1.15x
Triple Flag Precious Metals Corp	TFPM	RS	-	4,029	201.4	20.01	22.50	-	Nagle	0.39u	0.33u	0.34u	43.2x	58.2x	0.81u	0.76u	0.78u	18.9x	18.4x	12.40	1.61x
Wheaton Precious Metals Corp	WPM	RM	-	29,386	453.1	64.86	68.00	-	Nagle	1.12u	1.18u	0.86u	39.7x	75.3x	1.90u	1.64u	1.65u	28.5x	28.3x	30.11	2.15x
<b>Producteurs intermédiaires (production &gt;250 Koz)</b>																					
Alamos Gold Inc	AGI	RS	-	7,888	396.96	19.87	22.50	-	Nagle	0.53u	0.57u	0.62u	25.7x	23.4x	1.28u	1.19u	1.39u	12.2x	10.4x	18.31	1.08x
Allied Gold Corp	AAUC	RS	-	985	250.7	3.93	7.50	-	DeMarco	0.00u	(0.03)u	0.31u	-	12.6x	0.00u	(0.14)u	0.62u	-	6.4x	10.70	0.37x
Aura Minerals	ORA	RS	-	759	72.2	10.51	12.50	-	Nizami	0.78u	1.64u	2.20u	4.7x	3.5x	1.69u	2.41u	3.03u	3.2x	2.6x	18.34	0.57x
B2Gold	BTO	RS	-	4,722	1,300.8	3.63	5.25	-	DeMarco	0.25u	0.29u	0.21u	12.7x	17.6x	0.61u	0.63u	0.86u	5.8x	4.2x	4.39	0.83x
Calibre Mining Corp	CXB	RM	-	1,271	1,700.1	1.78	2.00	-	DeMarco	0.13u	0.21u	0.17u	8.6x	12.0x	0.39u	0.25u	0.36u	4.6x	6.4x	2.47	0.72x
Centerra Gold Inc	CG	RS	-	1,746	215.50	8.10	9.50	-	Nagle	0.05u	0.15u	0.43u	40.6x	13.8x	0.93u	0.74u	0.80u	8.0x	7.4x	10.27	0.79x
Dundee Precious Metals	DPM	RS	-	1,831	181.4	10.09	12.75	-	DeMarco	0.64u	0.99u	1.08u	10.2x	9.3x	1.19u	1.48u	1.52u	6.8x	6.6x	12.72	0.79x
Eldorado Gold Corp	ELD	RS	-	4,075	203.14	20.66	19.00	-	Nagle	0.53u	0.70u	0.96u	28.8x	20.9x	2.11u	2.14u	2.40u	6.8x	6.1x	20.06	1.00x
Endeavour Mining	EDV	RS	-	6,825	247.0	27.63	37.00	-	DeMarco	1.35u	1.06u	1.39u	26.1x	19.9x	4.51u	2.96u	4.09u	9.3x	6.8x	36.25	0.76x
Equinox Gold Corp	EQX	RM	-	2,764	323.6	8.54	7.00	-	DeMarco	0.07u	0.05u	0.59u	169.2x	14.5x	1.46u	0.74u	1.21u	11.5x	7.1x	8.60	0.99x
IAMGOLD Corp	IMG	RM	-	2,363	481.30	4.91	4.00	-	DeMarco	0.09u	0.14u	0.36u	24.7x	10.1x	0.28u	0.33u	1.13u	10.8x	3.2x	6.44	0.76x
Lundin Gold Inc.	LUG	RM	-	4,541	238.1	19.07	20.00	-	DeMarco	0.62u	0.88u	1.37u	21.6x	13.9x	1.88u	1.93u	2.24u	9.9x	8.5x	17.91	1.06x
New Gold Inc	NGD	RM	-	1,584	685.60	2.31	2.00	-	DeMarco	0.07u	0.09u	0.19u	27.0x	12.4x	0.39u	0.34u	0.51u	4.9x	3.3x	2.48	0.93x
OceanaGold Corp	OGC	RS	-	2,136	707.38	3.02	3.75	-	Nagle	0.16u	0.22u	0.34u	13.6x	8.9x	0.56u	0.67u	0.72u	3.3x	3.1x	3.93	0.77x
SSR Mining Inc	SSRM	RM	-	1,309	202.95	6.45	11.00	-	DeMarco	1.36u	0.32u	0.28u	14.7x	16.8x	2.73u	0.41u	0.97u	11.4x	4.9x	16.96	0.38x
Torex Gold Resources Inc	TXG	RM	-	1,681	85.88	19.57	18.50	-	DeMarco	1.95u	1.68u	0.46u	11.7x	42.7x	4.47u	3.97u	4.00u	4.9x	4.9x	23.32	0.84x
<b>Producteurs d'argent</b>																					
Aya Gold and Silver	AYA	RS	-	1,368	118.3	11.57	14.50	-	DeMarco	0.04u	0.03u	0.07u	395.5x	165.5x	0.11u	0.10u	0.24u	111.4x	48.2x	9.68	1.20x
Coeur Mining Inc.	CDE	RS	-	1,611u	386.28	4.17u	3.50u	-	DeMarco	(0.23)u	0.10u	0.10u	30.0x	30.3x	0.17u	0.47u	0.59u	6.5x	5.1x	4.41	0.94x
First Majestic Silver Corp	FR	RM	-	2,508	286.9	8.74	7.75	-	DeMarco	(0.21)u	(0.01)u	(0.26)u	-	-	0.18u	0.22u	0.28u	40.5x	50.4x	2.54	3.44x
Fortuna Silver Mines Inc	FVI	RM	-	1,605	295.1	5.44	5.00	↓	DeMarco	0.15u	0.08u	(0.12)u	70.6x	-	0.73u	0.89u	0.76u	6.1x	7.2x	3.59	1.51x
Hecia Mining Company	HL	RS	-	3,142u	624.65	5.03u	6.00u	-	DeMarco	(0.05)u	(0.04)u	0.08u	-98.1x	45.9x	0.19u	0.21u	0.31u	17.8x	12.0x	2.82	1.78x
Pan American Silver	PAAS	RS	-	7,815	364.7	21.43	26.25	-	DeMarco	0.09u	0.10u	0.66u	204.6x	32.7x	1.10u	1.13u	1.85u	18.9x	11.6x	17.94	1.19x
<b>Petits producteurs (production &lt;250 Koz)</b>																					
Aris Mining Corp.	ARIS	RS	-	674	137.3	4.91	5.85	↓	DeMarco	0.25u	0.38u	0.40u	12.9x	12.1x	0.65u	0.82u	2.30u	6.0x	2.1x	7.31	0.67x
I-80 Gold Corp	IAU	RS	-	530	279.1	1.90	4.15	-	DeMarco	(0.26)u	(0.15)u	0.18u	-	10.6x	(0.22)u	0.00u	0.24u	4506.8x	7.8x	5.16	0.37x
K92 Mining Inc.	KNT	RS	-	1,579	234.3	6.74	8.50	-	DeMarco	0.19u	0.15u	0.28u	44.3x	24.4x	0.30u	0.42u	22.3x	16.1x	9.87	0.68x	
Minera Alamos Inc.	MAI	RS	-	143	462.2	0.31	0.70	-	Nizami	-	-	-	n/a	n/a	-	-	-	n/a	n/a	0.91	0.34x
Wesdome Corp.	WDO	RS	-	1,564	149.0	10.50	11.70	-	DeMarco	(0.04)u	(0.01)u	0.50u	-	21.2x	0.32u	0.77u	1.16u	13.7x	9.1x	9.68	1.08x
<b>Sociétés de mise en valeur</b>																					
AbraSilver Resource Corp	ABRA	RS	-	200	564.4	0.36	0.65	-	DeMarco	(0.02)u	(0.01)u	0.00u	-	144.5x	(0.05)u	(0.05)u	(0.01)u	-	-	0.67	0.67x
Amex Exploration Inc	AMX	RS	-	197	103.2	1.91	3.00	-	Nizami	-	-	-	n/a	n/a	-	-	-	n/a	n/a	3.28	0.58x
Artemis Gold Inc.	ARTG	RS	-	1,625	197.9	8.21	9.25	-	DeMarco	(0.14)u	(0.05)u	0.16u	-	50.0x	(0.05)u	(0.05)u	0.25u	-	32.6x	10.76	10.76x
G Mining Ventures	GMIN	RS	-	908	447.5	2.03	2.50	-	Nizami	(0.01)u	0.08u	0.22u	18.7x	1.5x	0.55u	0.14u	0.30u	10.7x	5.0x	2.40	0.85x
Integra Resources Corp.	ITR	RS	-	68	68.8	0.99	1.90	-	Nizami	-	-	-	n/a	n/a	-	-	-	n/a	n/a	2.28	0.43x
Liberty Gold Corp	LGD	RS	-	113	342.6	0.33	0.70	-	Nizami	-	-	-	n/a	n/a	-	-	-	n/a	n/a	0.88	0.37x
MAG Silver Corp	MAG	RS	-	1,597	102.9	15.51	21.00	-	DeMarco	0.74u	0.00u	0.00u	-	-	(0.05)u	0.19u	1.50u	83.7x	10.4x	16.72	0.93x
STLLR Gold Inc	STLR	RS	-	79	61.0	1.30	4.50	-	Nizami	-	-	-	n/a	n/a	-	-	-	n/a	n/a	2.18	0.60x
New Found Gold Corp	NFG	RS	-	878	179.1	4.90	8.25	-	Nizami	-	-	-	n/a	n/a	-	-	-	n/a	n/a	8.16	0.60x
NOVAGOLD Resources Inc.	NG	RS	-	1,457	334.2	4.36	7.50	-	DeMarco	(0.14)u	(0.11)u	(0.10)u	n/a	n/a	(0.02)u	(0.03)u	(0.03)u	-	-	13.07	0.33x
O3 Mining Inc.	OIII	RS	-	107	74.7	1.43	2.25	-	DeMarco	(0.04)u	(0.04)u	(0.05)u	-	-	(0.08)u	(0.06)u	(0.05)u	-	-	3.10	0.46x
Osisko Development	ODV	RS	-	238	82.6	2.88	6.00	-	DeMarco	(1.83)u	(0.71)u	(0.71)u	-	-	(0.17)u	(0.75)u	(0.61)u	-	-	8.54	0.34x
Osisko Mining	OSK	RS	-	1,086	381.2	2.85	4.35	-	DeMarco	0.03u	0.12u	0.06u	23.9x	45.7x	(0.11)u	0.08u	0.10u	35.7x	29.1x	5.39	0.53x
Snowline Gold	SGD	RS	-	863	144.6	5.97	9.00	-	Nizami	-	-	-	n/a	n/a	-	-	-	n/a	n/a	9.08	0.66x

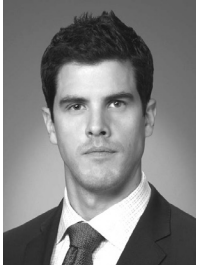
Système de notation: RS = Rendement supérieur; RM = Rendement moyen; RI = Rendement inférieur; R = Restriction; AO = Accepter offre; ER = En révision

Remarque : Carbon Streaming Corp. négocié des redevances et des accords de streaming sur des crédits ou des compensations de carbone.

Source: Rapports des sociétés, Estimations FBN, LSEGE

u = dollar US; c = dollars canadiens

## Moyennes sociétés et services pétroliers

**Dan Payne**Analyste  
403 290-5441**Adjoints :**Trevor Martensson : 403 290-5624  
Nick Stevenson : 403 441-0928

## Grandes capitalisations

**Travis Wood**Analyste  
403 290-5102**Adjoints :****Associates:**Jacob Swan: 403 290-5445  
José Bitencourt Zimmermann:  
403 441-0933

## Sélections

- › [Cenovus](#)
- › [Tourmaline](#)

## Perspectives dans le secteur du pétrole brut

L'activité dans le secteur du pétrole et du gaz naturel est restée relativement inchangée au premier trimestre de 2024, selon la récente enquête de la Fed de Dallas; toutefois, le mois s'annonce encore positif pour les prix du pétrole brut, qui ont augmenté un troisième mois de suite au début de 2024, soutenus par les tensions géopolitiques persistantes et des marchés boursiers chauffés à blanc. À l'heure où nous écrivons ces lignes, le WTI se négocie à environ US\$81.30, en hausse d'environ 4% m/m et 13% depuis le début de l'année. En début de mois, l'OPEP+ a décidé de maintenir ses réductions volontaires de production de 2.2 Mb/j jusqu'à la mi-2024 afin de soutenir les prix face à l'augmentation de la production en dehors du groupe et aux craintes qui entourent la croissance mondiale. En outre, le gouvernement russe a ordonné aux entreprises de réduire leur production de 471 Mb/j au T2 afin d'atteindre un objectif de production conforme à ses engagements envers l'OPEP+. Ces réductions sont intervenues après l'annonce de l'attaque d'au moins sept raffineries russes par des drones ukrainiens; les dernières estimations des effets des interruptions de service liées à ces attaques s'élèvent à 900,000 b/j (soit 14% des capacités). Par ailleurs, les Houthis poursuivent leurs attaques contre le trafic maritime en mer Rouge, avec une moyenne d'environ deux par jour. Le différentiel du WCS a diminué depuis la mi-février, après avoir été en moyenne de près de US\$(19.33)/b au T1 2024; le contrat d'avril s'est resserré et s'est établi à environ US\$(15.74)/b, principalement parce que le projet TMX doit entrer en service en avril. Notre hypothèse de prix pour 2024e est actuellement de US\$75.00/b (comparativement à près de US\$78.00/b pour les prix à terme), tandis que notre hypothèse de prix pour 2025e se situe également à US\$75.00/b (comparativement à environ US\$73.00/b pour les prix à terme).

## Perspectives dans le secteur du gaz naturel

Encore un mois décevant pour les prix du gaz. Après avoir entamé le mois à US\$1.84, le Henry Hub a reculé de 14% pour s'établir à environ US\$1.58 au moment d'écrire ces lignes. Le gaz naturel s'est négocié à la baisse une fois de plus en raison des prévisions d'un hiver plus chaud, mais nous gardons l'espoir que les prix pourraient rebondir des niveaux où ils sont tombés, car la perspective d'un été potentiellement plus chaud pourrait faire monter les prix. Les niveaux de stocks aux États-Unis ont diminué de 138 Gpi<sup>3</sup> m/m, pour s'établir à 2,332 Gpi<sup>3</sup>; cela dit, ces niveaux dépassent toujours de 41% la moyenne quinquennale et de 21% le niveau d'un an auparavant, selon l'EIA. Avec des niveaux de stocks aussi élevés, il n'est pas étonnant que le nombre d'appareils de forage en service aux États-Unis ait de nouveau diminué au cours du mois de mars, et qu'il se situe aujourd'hui 17% en dessous de la moyenne sur cinq ans. En prenant un peu de hauteur, les prix à terme actuels du NYMEX restent bien soutenus, les contrats de l'hiver 2024/2025 et de l'été 2025 se situant à \$3.35/MMBtu et \$3.27/MMBtu, respectivement, ce qui est conforme aux moyennes historiques d'environ \$3.30 à \$3.40/MMBtu. Nous pensons que les prix du gaz naturel continueront d'être affectés par les prévisions météorologiques à court terme, mais qu'à long terme, les principaux facteurs de fluctuation des prix seront la mise en service de plusieurs installations de GNL dès le T1 2024. Nos hypothèses de prix NYMEX et AECO reflètent une augmentation de la demande en 2024, avec des hypothèses pour 2024e de US\$2.50/kpi<sup>3</sup> et CA\$2.25/kpi<sup>3</sup>, respectivement. Nos hypothèses actuelles de prix NYMEX et AECO pour 2025 se situent à US\$3.50/kpi<sup>3</sup> (contre environ US\$3.50/kpi<sup>3</sup> pour les prix à terme) et à CA\$3.40/kpi<sup>3</sup> (contre environ CA\$3.30/kpi<sup>3</sup> pour les prix à 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 en cas de hausse des prix du pétrole brut. Cenovus jouit d'une base d'actifs de grande qualité – notamment Foster Creek et Christina Lake – et affiche des coûts de soutien et un seuil de rentabilité parmi les plus bas du secteur. Après le succès des acquisitions clés à Sunrise et Toledo, nous pensons que la société se concentrera sur des occasions de croissance endogène et sur la libération d'une valeur supplémentaire de ses actifs phares à court terme. En outre, l'intégration en aval et les capacités de transport accrues réduiront l'exposition de la société au différentiel du WCS, tout en apportant une exposition accrue aux solides marges de craquage des raffineries, de sorte que nous considérons Cenovus comme un titre de prédilection. Notre recommandation est renforcée par le cadre clair de rémunération des investisseurs, qui garantit aux actionnaires la distribution de 100% des flux de trésorerie disponibles dès lors que la société aura atteint son objectif de dette nette de \$4 milliards, soit d'ici le premier semestre de 2024 d'après nos estimations.

▣ ***Tourmaline Oil Corp. (TOU: TSX)***

Étant l'un des plus importants producteurs de gaz naturel au Canada, Tourmaline demeure parmi nos titres favoris pour les investisseurs recherchant une exposition au gaz naturel en raison de sa capitalisation et de ses activités endogènes robustes, avec des caractéristiques fondamentales positives (coûts, gains d'efficacité des investissements et revenus nets) qui contribuent à la solide proposition de valeur du titre. La société présente par ailleurs un bilan sain, des stocks abondants, une structure de coûts de premier ordre, et dégage des FTD élevés. Dans le contexte macroéconomique actuel, Tourmaline est l'un des titres les plus intéressants pour l'investisseur, car la société présente des liquidités positives et bien entretenues, et est exposée à un certain nombre de thèmes productifs de valeur (Topaz), qui, en somme, soutiennent ce qui est déjà une valorisation attrayante. En outre, la société reste fermement engagée à rémunérer ses actionnaires, comme en témoignent les annonces récentes de plusieurs dividendes spéciaux.

Symb.	Cote du titre	Δ	Analyste	Actions e.c. (M)	Cours 4/2/2024	Cap. bours. (M)	Rend. (%)	VE/FTCD			Dette nette/FT		FTPÀ dilués			C/FTPÀ		12 mois Cours		Δ
								2022A	est. 2023E	est. 2024E	2023E	2024E	2022A	est. 2023E	est. 2024E	2023E	2024E	Cible	Rend.	
<b>Grandes sociétés/Intégrées</b>																				
Canadian Natural Resources	CNQ	RM	Wood	1082.6	\$106.11	\$114,877	4%	6.3x	7.8x	8.0x	0.7x	0.7x	\$17.22	\$13.84	\$13.77	7.5x	7.7x	\$94.00	-7%	↑
Genovus Energy	CVE	RD	Wood	1877.9	\$27.76	\$52,130	2%	5.1x	6.4x	5.7x	0.6x	0.4x	\$5.48	\$4.57	\$5.20	5.9x	5.3x	\$29.00	6%	
Imperial Oil	IMO	RM	Wood	536.9	\$96.43	\$51,777	2%	6.5x	8.3x	7.1x	0.4x	0.3x	\$14.02	\$11.17	\$14.13	8.0x	6.8x	\$90.00	-4%	
Suncor Energy	SU	RS	Wood	1304.4	\$51.54	\$67,229	4%	4.0x	5.5x	5.4x	1.0x	0.8x	\$13.02	\$9.51	\$11.15	5.0x	4.6x	\$57.00	15%	
<b>Grandes cap./Cap. Moyennes</b>																				
Advantage Oil & Gas	AAV	RS	Payne	161.9	\$9.94	\$1,610	0%	3.5x	5.6x	6.0x	0.7x	0.8x	\$2.67	\$1.82	\$1.79	5.4x	5.6x	\$12.00	21%	
ARC Resources Ltd.	ARX	RS	Wood	597.5	\$24.37	\$14,560	3%	4.4x	5.9x	5.9x	0.5x	0.5x	\$5.60	\$4.31	\$4.43	5.5x	5.5x	\$25.00	5%	
Baytex Energy	BTE	RS	Payne	851.0	\$5.30	\$4,510	2%	3.1x	3.9x	3.0x	1.6x	1.0x	\$2.07	\$2.26	\$2.30	2.3x	2.3x	\$7.25	38%	
Birchcliff Energy	BIR	RM	Payne	267.2	\$5.32	\$1,421	8%	1.7x	5.6x	5.9x	1.2x	1.5x	\$3.47	\$1.13	\$1.07	4.7x	5.0x	\$6.50	30%	
Crescent Point Energy Corp.	CPG	RS	Wood	621.6	\$11.52	\$7,161	4%	3.3x	4.4x	3.9x	1.6x	1.3x	\$3.91	\$4.26	\$3.94	3.1x	2.9x	\$14.00	26%	
Enerplus Corporation (SUS)	ERF	AO	Wood	208.7	\$19.84	\$4,141	1%	3.6x	4.5x	4.8x	0.2x	0.1x	\$5.10	\$4.37	\$4.15	4.4x	4.8x	\$18.85	-4%	
Freehold Royalties	FRU	RS	Wood	150.7	\$14.71	\$2,217	7%	7.3x	9.2x	9.0x	0.4x	0.5x	\$2.09	\$1.59	\$1.63	9.2x	9.0x	\$17.00	23%	
Headwater Exploration	HWX	RS	Payne	239.7	\$7.95	\$1,906	5%	6.5x	6.5x	5.9x	-0.2x	-0.2x	\$1.21	\$1.21	\$1.29	6.6x	6.2x	\$9.50	25%	
Kelt Exploration	KEL	RS	Payne	200.6	\$6.08	\$1,219	0%	3.7x	4.4x	4.5x	0.0x	0.2x	\$1.67	\$1.40	\$1.41	4.3x	4.3x	\$7.50	23%	
MEG Energy	MEG	RM	Wood	277.6	\$32.10	\$8,912	0%	5.1x	6.6x	6.3x	0.7x	0.6x	\$6.26	\$4.87	\$5.49	6.3x	5.9x	\$32.00	0%	↑
NuVista Energy	NVA	RM	Payne	211.7	\$12.08	\$2,557	0%	3.1x	3.4x	5.0x	0.2x	0.3x	\$3.78	\$3.40	\$2.49	3.5x	4.9x	\$14.00	16%	
OVintiv Inc (US\$)	OVV	RS	Payne	271.7	\$52.51	\$14,268	2%	3.9x	5.0x	4.5x	1.7x	1.5x	\$16.02	\$14.77	\$15.32	3.7x	3.4x	\$59.00	15%	
Paramour Resources	POU	RS	Payne	149.7	\$28.15	\$4,213	5%	3.7x	4.4x	4.5x	0.1x	0.2x	\$7.97	\$6.51	\$6.52	4.3x	4.3x	\$37.50	39%	↓
Peyto Exploration & Development	PEY	RS	Wood	194.6	\$15.04	\$2,926	9%	4.0x	5.9x	4.6x	2.0x	1.6x	\$4.73	\$3.72	\$4.24	4.3x	3.5x	\$15.00	9%	
PrarieSky Royalty	PSK	RM	Wood	239.0	\$27.18	\$6,496	4%	12.9x	16.8x	16.4x	0.6x	0.2x	\$2.12	\$1.60	\$1.65	17.0x	16.5x	\$25.00	-4%	
Spartan Delta	SDE	RS	Payne	174.5	\$3.87	\$675	0%	1.0x	1.7x	3.9x	0.2x	0.2x	\$4.71	\$2.45	\$0.99	0.0x	0.0x	\$4.50	16%	
Tamarack Valley Energy	TVE	RS	Payne	565.5	\$3.98	\$2,251	4%	4.7x	3.7x	3.6x	1.3x	1.0x	\$1.57	\$1.37	\$1.33	2.9x	3.0x	\$6.50	67%	
Topaz Energy	TPZ	RS	Payne	145.4	\$22.40	\$3,258	6%	10.5x	11.4x	11.1x	1.2x	0.8x	\$2.33	\$1.97	\$2.15	11.4x	10.4x	\$27.50	28%	
Tourmaline Oil	TOU	RS	Payne	354.8	\$62.55	\$22,193	5%	4.5x	6.4x	6.6x	0.5x	0.3x	\$14.26	\$10.73	\$9.88	5.8x	6.3x	\$70.00	17%	
Vermilion Energy Inc.	VET	RS	Wood	162.3	\$17.02	\$2,762	3%	2.4x	3.1x	2.5x	1.0x	0.6x	\$9.71	\$6.98	\$8.13	2.4x	2.1x	\$21.00	26%	↑
Whitecap Resources	WCP	RS	Wood	598.0	\$10.55	\$6,309	7%	3.4x	4.2x	4.4x	0.8x	0.8x	\$3.73	\$2.94	\$2.79	3.5x	3.8x	\$15.00	49%	
<b>Petites capitalisations</b>																				
Crew Energy	CR	RM	Payne	162.6	\$4.75	\$772	0%	2.6x	3.5x	4.6x	0.5x	0.6x	\$2.08	\$1.52	\$1.14	3.1x	4.2x	\$5.00	5%	
Kiwitinoik	KEC	RS	Payne	43.7	\$12.45	\$544	0%	2.5x	2.8x	2.3x	0.8x	0.6x	\$5.92	\$5.43	\$6.94	2.3x	1.8x	\$20.00	61%	
Logan	LGN	RS	Payne	506.2	\$0.90	\$456	0%	2.4x	15.1x	9.0x	-1.4x	0.4x	\$0.37	\$0.09	\$0.11	10.4x	8.4x	\$1.50	67%	
Lucero	LOU	RM	Payne	651.1	\$0.65	\$423	0%	3.3x	2.4x	2.7x	-0.6x	-1.0x	\$0.22	\$0.21	\$0.19	3.2x	3.5x	\$0.80	23%	
Lycos	LCX	RS	Payne	54.7	\$3.50	\$191	0%	19.0x	6.5	3.3	0.5	0.3	\$0.05	\$0.72	\$1.13	4.9	3.1	\$9.00	157%	
Surge Energy	SGY	RS	Payne	104.2	\$7.99	\$833	6%	3.6	3.4	3.2	1.0	0.8	\$3.37	\$2.89	\$2.88	2.8	2.8	\$11.00	44%	
Yangarra Resources	YGR	RM	Payne	97.9	\$1.17	\$115	0%	1.3x	2.1x	2.3x	1.2x	1.2x	\$1.92	\$1.01	\$0.88	1.2x	1.3x	\$1.50	28%	↓

\*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, LSEG

Symb.	Cote du titre	Δ	Analyste	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Prix de l'action 4/2/2024	BAIIA (M)			VE/BAIIA			Dette nette / BAIIA			12 mois cours		Δ
							2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	Cible	Rend.	
<b>Services pétroliers</b>																		
CES Energy Solutions	CEU	RM	Payne	\$1,269.69	241.4	\$5.26	\$257.0	\$315.8	\$317.6	6.7x	5.5x	4.9x	2.1x	1.5x	0.9x	\$4.75	-10%	
Enerflex	EFX	RS	Payne	\$986.70	124.0	\$7.96	\$222.3	\$512.7	\$511.8	9.5x	4.2x	3.7x	2.6x	2.3x	1.8x	\$10.00	26%	
Pason Systems	PSI	RM	Payne	\$1,314.01	79.7	\$16.49	\$159.5	\$171.5	\$193.4	6.5x	5.2x	6.3x	-0.8x	-1.0x	-0.5x	\$20.00	21%	
Precision Drilling Corp.	PD	RM	Payne	\$1,301.75	13.6	\$96.01	\$445.3	\$645.7	\$622.1	4.9x	3.5x	3.2x	2.4x	1.3x	0.9x	\$135.00	41%	
Trican Well Services	TCW	RM	Payne	\$965.06	229.8	\$4.20	\$188.5	\$235.6	\$258.3	4.3x	3.4x	2.8x	-0.2x	-0.4x	-0.5x	\$6.75	61%	

\*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, LSEG

Symb.	Cote du titre	Δ	Analyste	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Prix de l'action 4/2/2024	BAIIA (M)			VE/BAIIA		Dette nette / BAIIA			12 mois cours		Δ	
							2021	2022	2023e	2022	2023e	2022A	2023E	2024E	Cible	Rend.		
<b>Carburants de transition</b>																		
Green Impact Partners	GIP	RS	Payne	\$58.49	20.8	\$2.81	\$3.6	\$0.9	\$1.3	163.8x	89.0x	72.8x	25.0x	4.5x	\$15.00	434%		
Tidewater Renewables	LCFS	RM	Payne	\$259.68	34.8	\$7.47	\$15.3	\$59.2	\$31.3	10.0x	4.7x	4.9x	0.0x	0.0x	\$12.00	61%		

\*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, LSEG



**Patrick Kenny, CFA**

Analyste  
403 290-5451

**Adjoints :**

William Duforest: 403 441-0952  
Johnathan Pescod: 403 355-6643

## Sélections

- › AltaGas
- › Capital Power
- › Gibson Energy
- › Secure Energy
- › TC Énergie

## Aperçu

Les titres des sociétés que nous couvrons ont annoncé ou clôturé près de \$40 milliards de transactions tout au long de 2023, élargissant leurs chaînes de valeur et leurs carnets de commandes de croissance endogène côté acheteurs, tout en renforçant leurs situations de trésorerie et en améliorant leurs ratios de crédit côté vendeurs. Nous soulignons que le marché a pénalisé les « acheteurs nets » et récompensé les « vendeurs nets », une tendance qui devrait se poursuivre, car les investisseurs se tournent vers les sociétés qui accumulent des liquidités pour les rachats d'actions et la croissance endogène.

## Mise à jour sur les produits de base

Malgré un accès de faiblesse en début d'année, le pétrole brut a terminé le mois et le trimestre en force grâce à la persistance des risques géopolitiques, à deux extensions de réductions de production par l'OPEP et à l'échec des négociations de trêve, ainsi qu'à une propension générale au risque sur les marchés plus globalement. Dans l'ensemble, le WTI s'est établi en moyenne à environ US\$80.54/b en mars, en hausse de près de 5% par rapport au niveau moyen de US\$76.73/b environ en février, et de près de 16% par rapport à environ US\$71.65 à la fin de 2023. Du côté du gaz naturel, le prix du NYMEX s'est établi en moyenne à US\$1.75/kpi<sup>3</sup> environ en mars, ce qui était largement conforme à la moyenne de février de près de US\$1.79/kpi<sup>3</sup>, le prix du gaz AECO s'établissant en moyenne à près de US\$1.78/kpi<sup>3</sup> pour le mois (-2% m/m). Concernant les perspectives de marketing, le différentiel du pétrole lourd WCS s'est établi en moyenne à US\$15.8/b en mars, se contractant par rapport à la moyenne de février d'environ US\$20.7/b, tandis que le remplissage des conduits du TMX doit commencer au cours des deux prochains mois.

## Mise à jour sur les sociétés pipelinières et le secteur intermédiaire

TC Énergie a annoncé la conclusion d'un accord avec Blackrock et Morgan Stanley ayant pour objet la vente du réseau de transmission de gaz naturel de Portland (Portland Natural Gas Transmission System, PNGTS) pour un produit brut total de US\$1.14 milliard (\$1.55 milliard), incluant US\$250 millions de billets de premier rang en circulation (actuellement consolidés dans le bilan de TRP), ce qui implique un ratio de transaction VE/BAIIA 2023 de 11.0. Le produit de la vente sera réparti conformément au schéma de propriété actuel de PNGTS (61.7% revenant à TRP, 38.3%, à Énergir), TRP s'attendant à un produit en capitaux propres avant impôt d'environ US\$545 millions (près de \$740 millions) et représentant environ 25% de son programme de vente d'actifs de \$3.0 milliards pour 2024, afin d'atteindre son objectif de ratio D/BAIIA de 4.75 d'ici la fin de l'année. La transaction devrait être clôturée à la mi-2024.

Par la suite, TRP a annoncé la conclusion d'une lettre d'accord contraignante avec la Première Nation Nisga'a et Western LNG pour la vente de toutes les actions en circulation de Prince Rupert Gas Transmission Holdings Ltd. et de la participation dans la société en commandite Prince Rupert Gas Transmission Limited Partnership, une filiale détenue à 100% par TRP en charge d'un projet de gazoduc en Colombie-Britannique. La transaction devrait être conclue au T2 2024; le produit initial de l'opération ne devrait pas être très important pour TRP, mais la contrepartie pourrait augmenter quand le projet atteindra le stade de la décision finale d'investissement et de l'entrée en exploitation commerciale.

Enbridge a annoncé la conclusion d'un accord définitif pour former une coentreprise avec WhiteWater/I Squared Capital (participation de 50.6%) et MPLX LP (30.4%) ayant pour objet le développement, la construction, la détention et l'exploitation d'un gazoduc et d'actifs de stockage reliant le Bassin permien à la demande d'exportation de GNL dans le golfe du Mexique aux États-Unis. La clôture est attendue au T2 2024. ENB contribuera avec son projet de gazoduc Rio Bravo, qu'elle détient en propriété exclusive, et financera la première tranche de US\$150 millions des dépenses en immobilisations après la clôture; elle paiera aussi US\$350 millions au comptant pour une participation de 19% dans la coentreprise et un intérêt économique de 25% dans le gazoduc Rio Bravo, ainsi que d'autres actifs de la coentreprise, notamment une participation de 70% dans le gazoduc ADCC, une participation de 50% dans le projet de stockage de gaz Waha et une participation de 100% dans le gazoduc Whistler, dont la capacité fait l'objet, à près de 98% de contrats d'enlèvement ferme à long terme d'une durée moyenne de plus de 10 ans.

## Mise à jour – Électricité et services publics

Nathan Neudorf, ministre de l'Abordabilité et des Services publics de l'Alberta, a approuvé deux nouvelles réglementations dans le cadre de la restructuration du marché de l'énergie afin d'atteindre ses objectifs, notamment la fiabilité, l'abordabilité et la décarbonation d'ici 2050 ainsi qu'une mise en œuvre raisonnable, tout en maintenant une structure concurrentielle basée sur le marché. 1) La Réglementation sur l'atténuation de l'emprise sur le marché fixe un plafond de prix de \$125/MWh (ou 25 fois le prix du gaz naturel de l'Alberta à un jour) sur une base mensuelle pour les unités de production d'énergie non renouvelable contrôlées par les participants au marché détenant plus de 5% de la capacité totale de l'Alberta, une fois qu'il est établi que le revenu net cumulé par mois d'une unité de production de référence à cycle combiné dépasse un sixième de ses coûts inévitables annualisés (dépenses en immobilisations et coûts d'exploitation fixes). Par comparaison, le prix maximum de l'offre est depuis longtemps de \$999/MWh. 2) La Réglementation de l'offre permet au gestionnaire de réseau indépendant d'émettre des directives aux participants du marché pour synchroniser et exploiter des actifs à long délai d'approvisionnement (plus d'une heure de montée en puissance) pour un prix garanti équivalent aux coûts d'exploitation variables de l'unité de production. Le coussin d'approvisionnement cible de 932 MW (environ 7.5% de la demande de pointe actuelle) pour tout intervalle de règlement sera déterminé sur la base de diverses estimations, notamment la disponibilité de la capacité de base, la production des unités éoliennes et solaires, les importations/exportations nettes totales sur toutes les interconnexions et la charge interne de l'Alberta.

Les nouvelles réglementations entrent en vigueur le 1er juillet 2024, avec une échéance au 30 novembre 2027. Rappelons que notre hypothèse actuelle de prix de l'électricité à long terme en Alberta de \$75/MWh est fonction d'une offre de production d'énergie renouvelable sur le marché pendant les périodes de forte utilisation de l'énergie éolienne/solaire à environ \$40-\$45/MWh (environ un tiers du temps) et d'une offre de production des centrales au gaz à près de \$90-\$95/MWh pendant les périodes de faible contribution de l'énergie éolienne et solaire au réseau (environ deux tiers du temps).

## Titres favoris

Dans l'ensemble, compte tenu de nos estimations pour 2025, nous prévoyons une croissance des FPER par action de près de 6% en 2024e, les dividendes devant croître de près de 4% en moyenne. Nous sélectionnons nos titres de prédilection en fonction d'une approche à plusieurs volets, soit : 1) un rendement à deux chiffres des flux de trésorerie disponibles (FPER); 2) un bilan sain; 3) une croissance par action attrayante; et 4) un fort potentiel d'éléments catalyseurs.

Symb.	Cote du titre	Part e.c. (M)	Cours 4/02	Cap. bours. (M)	Distributions par part			Rendement		FTP A distr. Dilués			C/FT distr.		Dette/ Enc. distr. 25e	12 mois		Rendement Δ combiné	
					est.	est.	est.	des distr.		est.	est.	est.	2024e	2025e		Cible	Rend.		
					2023	2024e	2025e	2024e	2025e	2023	2024e	2025e	2024e	2025e					
<b>Pipelines et divers</b>																			
AltaGas	ALA	RS	294.0	\$29.92	\$8,796	\$1.12	\$1.19	\$1.26	4.0%	4.2%	\$2.62	\$3.18	\$3.46	9.4x	8.7x	5.1x	33.00	10.3%	14.3%
Enbridge Inc.	ENB	RM	2125.0	\$48.95	\$104,019	\$3.55	\$3.66	\$3.77	7.5%	7.7%	\$5.47	\$5.40	\$5.41	9.1x	9.0x	5.1x	52.00	6.2%	↑ 13.7%
Gibson Energy	GEI	RS	163.1	\$23.06	\$3,761	\$1.56	\$1.64	\$1.72	7.1%	7.5%	\$2.54	\$2.62	\$2.71	8.8x	8.5x	3.4x	25.00	8.4%	15.5%
Keyera	KEY	RM	229.2	\$34.89	\$7,995	\$1.96	\$2.04	\$2.08	5.8%	6.0%	\$3.74	\$3.02	\$3.45	11.5x	10.1x	2.7x	34.00	-2.6%	3.3%
Pembina Pipelines	PPL	RM	578.9	\$47.81	\$27,677	\$2.66	\$2.67	\$2.78	5.6%	5.8%	\$4.49	\$4.84	\$4.99	9.9x	9.6x	3.4x	50.00	4.6%	10.2%
Secure Energy	SES	RS	217.4	\$11.15	\$2,424	\$0.40	\$0.40	\$0.42	3.6%	3.8%	\$1.12	\$1.17	\$1.70	9.6x	6.6x	0.4x	13.00	16.6%	20.2%
Superior Plus	SPB	RS	248.6	\$10.09	\$2,508	\$0.72	\$0.72	\$0.72	7.1%	7.1%	\$1.54	\$1.43	\$1.60	7.1x	6.3x	3.6x	12.00	18.9%	26.1%
Tidewater Midstream	TWM	RM	427.8	\$0.85	\$364	\$0.04	\$0.00	\$0.00	0.0%	0.0%	-\$0.14	\$0.19	\$0.26	4.4x	3.3x	1.3x	1.00	17.6%	↓ 17.6%
TC Energy Corp.	TRP	RS	1037.0	\$54.44	\$56,454	\$3.72	\$3.84	\$3.96	7.1%	7.3%	\$4.65	\$4.93	\$5.50	11.0x	9.9x	4.9x	58.00	6.5%	13.6%
<b>Producteurs d'électricité et services publics</b>																			
ATCO Ltd.	ACO	RM	114.7	\$37.71	\$4,324	\$1.90	\$1.96	\$1.98	5.2%	5.2%	\$3.53	\$3.84	\$4.02	9.8x	9.4x	4.8x	38.00	0.8%	6.0%
Brookfield Infrastructure (1)	BIP	RM	792.4	\$31.21	\$24,731	\$1.53	\$1.62	\$1.72	5.2%	5.5%	\$2.02	\$2.52	\$2.66	12.4x	11.7x	6.3x	33.00	5.7%	10.9%
Canadian Utilities	CU	RM	276.9	\$30.85	\$8,544	\$1.79	\$1.81	\$1.83	5.9%	5.9%	\$3.51	\$3.58	\$3.64	8.6x	8.5x	5.5x	33.00	7.0%	12.8%
Capital Power	CPX	RS	128.2	\$38.21	\$4,900	\$2.39	\$2.53	\$2.69	6.6%	7.0%	\$6.99	\$6.47	\$6.49	5.9x	5.9x	3.6x	45.00	17.8%	24.4%
Emera Inc.	EMA	RM	293.8	\$47.67	\$14,004	\$2.79	\$2.90	\$3.01	6.1%	6.3%	\$4.46	\$5.97	\$4.99	8.0x	9.6x	6.1x	49.00	2.8%	8.9%
Fortis Inc.	FTS	RM	500.2	\$53.52	\$26,770	\$2.29	\$2.39	\$2.51	4.5%	4.7%	\$4.72	\$5.23	\$5.46	10.2x	9.8x	6.0x	55.00	2.8%	7.2%
Hydro One Ltd.	H	RM	596.9	\$39.50	\$23,579	\$1.17	\$1.24	\$1.31	3.1%	3.3%	\$2.05	\$1.92	\$1.99	20.5x	19.9x	5.6x	38.00	-3.8%	-0.7%
TransAlta	TA	RS	309.8	\$8.69	\$2,693	\$0.22	\$0.24	\$0.26	2.8%	3.0%	\$3.23	\$1.84	\$2.14	4.7x	4.1x	3.1x	13.00	49.6%	52.4%

Source: Rapports des sociétés, Estimations FBN, LSEG

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

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



**Maxim Sytchev**Analyste  
416 869-6517Adjoints :  
Kazim Naqvi  
416 869-6754Roman Pshenychnyi  
416 869-7937**Sélections**

- › *Finning International*
- › *Ag Growth International*
- › *RB Global*

## Que faut-il faire pour maintenir les ratios actuels dans le secteur de l'ingénierie? Réponse « C ».

**À l'exception de quelques absurdités passagères en 2021 (rappelons l'expansion magique du ratio VE/BAIIA de Tetra Tech à 30), nous nous trouvons dans une période de forte expansion des ratios pour les sociétés de conseil en ingénierie, en particulier au Canada.**

Cela s'explique par des facteurs fondamentaux, des flux de fonds relatifs et la visibilité. Fondamentalement, le thème de l'amélioration des marges fait partie intégrante des présentations de n'importe quelle équipe de direction; la dynamique alimente la dynamique, et les sociétés de conseil prennent de plus en plus d'expansion grâce aux fusions-acquisitions, à la croissance endogène et à l'appréciation des cours des actions – les investisseurs doivent donc miser sur ce secteur; la visibilité est alimentée par les financements publics, attribués en particulier dans le cadre des lois IJJA, IRA et CHIPS, et généralement par des contextes corrects au Royaume-Uni, en Australie et au Canada. Il ressort de nos échanges avec la plupart des équipes de direction que le pic des dépenses gouvernementales devrait être atteint vers 2027-2028. Cela signifie qu'il y a encore 16 à 20 trimestres de résultats pendant lesquels nous n'aurons pas besoin de nous poser trop de questions sur la provenance de l'argent. C'est là qu'on parle d'investissement « à long terme ». Il y a bien sûr quelques réserves concernant la suite des événements (il semble par exemple que les dépenses en infrastructures au Québec culmineront l'année prochaine), mais au moins pour les deux prochaines années, notre visibilité pourrait être bonne; le contexte des dépenses dans le secteur privé dépend vraiment des clients dans les secteurs des centres de données, des services publics, des télécommunications et des produits de base, et certains de ces marchés sont extrêmement robustes actuellement. Même le cuivre et le pétrole se tiennent bien aujourd'hui.

### **Dans l'ensemble, bien que les valorisations soient élevées, il semble qu'il y ait peu d'autre choix.**

Nous avons voulu présenter un raccourci mental numérique autour des hypothèses implicites de croissance perpétuelle intégrées dans les valorisations des sociétés de génie-conseil; réponse 5-6%. Un taux de 6% est en réalité probablement trop élevé lorsqu'il s'agit d'une véritable perpétuité (les taux de croissance endogène dans le secteur avant 2019 étaient de l'ordre de 2-3% pendant des décennies), on CROIT tous implicitement qu'un taux de 6% est possible. Que doivent faire les investisseurs? Il faut s'en tenir aux sociétés qui dégagent une croissance durable à long terme, car il est fort mal avisé en termes de coûts d'aller voir ailleurs depuis 2006 (notons que le TCAC moyen des sociétés que nous couvrons est de 16% depuis 2006, contre 22% pour WSP et 15% pour STN, 6% pour le TSX et 10% pour le S&P 500). Les spéculations sur les fusions-acquisitions continueront d'occuper le devant de la scène (nous prévoyons explicitement une transaction pour WSP, qui pourrait entraîner une augmentation de 7% du BPA), car les entités privées peinent avec la planification de la relève et les sociétés de capital-investissement, avec des difficultés dans d'autres pans de leurs portefeuilles, tandis que les sociétés comparables canadiennes cherchent à tirer parti de la réticence de leurs concurrentes américaines et européennes à s'engager dans des fusions-acquisitions en exploitant leurs ratios à prime (les rendements comprimés des FTD par rapport aux sociétés comparables révèlent la même chose pour WSP et STN).

Symb.	Cote du titre	Δ	12 mois		Cours 4/2	Cap. bours. (M)	Dernier exerc. déclaré	BPA dilué			C/B		BAIIA (M)			VE/BAIIA		Div. %	Dette nette/ BAIIA Ex1
			Cours cible	Δ				(A) Dern. Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	(A) Dern. Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2		
Aecon Group	ARE	RM	\$15.00	↑	\$17.17	\$1,129	12 / 2023	-\$0.12	\$0.39	\$0.48	26.2x	22.8x	\$139	\$160	\$171	6.8x	6.3x	4.4%	0.2x
Bird Construction Inc.	BDT	RM	\$18.00	↑	\$18.71	\$1,008	12 / 2023	\$1.38	\$1.77	\$2.02	10.6x	9.3x	\$118	\$150	\$167	6.7x	6.0x	3.0%	trésorerie nette; n.s.
Finning International Inc.	FTT	RS	\$46.00		\$40.97	\$5,989	12 / 2023	\$3.91	\$3.85	\$3.59	10.6x	11.4x	\$1,324	\$1,287	\$1,166	6.4x	7.1x	2.4%	1.7x
North American Construction Group Ltd.	NOA	RS	\$46.00	↑	\$31.25	\$870	12 / 2023	\$2.83	\$4.49	\$4.90	7.0x	6.4x	\$297	\$439	\$454	3.3x	3.2x	1.3%	1.4x
RB Global Inc.	RBA	RS	<b>US\$85.00</b>		US\$76.12	US\$14,481	12 / 2023	US\$2.79	US\$3.11	US\$3.45	24.5x	22.1x	US\$988	US\$1,184	US\$1,239	14.5x	13.9x	1.4%	2.3x
Russel Metals Inc.	RUS	RS	\$48.00		\$43.73	\$2,641	12 / 2023	\$4.33	\$3.94	\$4.00	11.1x	10.9x	\$426	\$398	\$407	5.8x	5.7x	3.7%	trésorerie nette; n.s.
AtkinsRéalis Inc.	ATRL	RS	\$57.00	↑	\$55.34	\$9,715	12 / 2023	\$1.98	\$2.46	\$2.80	21.5x	18.4x	\$691	\$877	\$968	12.4x	11.1x	0.1%	2.1x
Stantec Inc.	STN	RS	\$126.00		\$110.04	\$12,570	12 / 2023	\$3.68	\$4.24	\$5.07	26.0x	21.7x	\$703	\$818	\$937	17.0x	14.8x	0.8%	1.5x
Toromont Industries Ltd.	TIH	RS	\$137.00		\$129.30	\$10,643	12 / 2023	\$6.15	\$6.15	\$6.34	21.0x	20.4x	\$868	\$871	\$895	11.9x	11.5x	1.5%	trésorerie nette; n.s.
WSP Global	WSP	RS	\$234.00		\$220.44	\$27,477	12 / 2023	\$6.90	\$7.83	\$8.44	28.1x	26.1x	\$1,564	\$1,775	\$1,919	17.1x	15.9x	0.7%	1.6x
AutoCanada	ACQ	RM	\$22.00	↓	\$25.77	\$630	12 / 2023	\$3.20	\$3.12	\$3.17	8.2x	8.1x	\$186	\$181	\$184	6.2x	6.1x	0.0%	2.5x
Ag Growth International	AFN	RS	\$82.00	↑	\$62.36	\$1,185	12 / 2023	\$5.91	\$5.70	\$6.38	10.9x	9.8x	\$294	\$317	\$336	6.4x	6.1x	1.0%	2.6x
Stelco	STLC	RS	\$55.00		\$44.03	\$2,427	12 / 2023	\$3.95	\$4.83	\$4.37	9.1x	10.1x	\$484	\$595	\$562	3.1x	3.3x	4.5%	trésorerie nette; n.s.
ATS Corporation	ATS	RS	\$65.00		\$45.65	\$4,515	03 / 2023	\$2.39	\$2.52	\$2.54	18.1x	18.0x	\$375	\$429	\$430	12.8x	12.8x	0.0%	2.2x
Colliers International	CIGI	RM	<b>US\$125.00</b>		US\$118.81	US\$5,948	12 / 2023	US\$5.35	US\$6.03	US\$6.80	19.7x	17.5x	US\$595	US\$652	US\$728	12.4x	11.1x	0.3%	1.7x
Stella-Jones	SJ	RS	\$89.00		\$79.13	\$4,500	12 / 2023	\$5.63	\$5.40	\$5.87	14.6x	13.5x	\$555	\$525	\$542	11.1x	10.7x	1.4%	2.5x
<b>Médiane</b>											<b>16.4x</b>	<b>15.5x</b>				<b>8.9x</b>	<b>8.9x</b>	<b>1.3%</b>	

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

\*Multiplicateurs rajustés en fonction des investissements en concessions

LSEG, Rapports des sociétés, FBN



**Jaeme Gloyn, CFA**  
Analyste  
416 869-8042

Adjoint :  
Jack Cohen : 416 869-7505

## Sélections

- › [Element Fleet Management](#)
- › [Fairfax Financial](#)
- › [goeasy](#)

## Points saillants

### ▶ goeasy : Un autre trimestre solide, avec révision à la hausse des prévisions internes

Toutes les composantes de l'entreprise ont dégagé des résultats supérieurs au T4, et les perspectives restent solides (révision à la hausse des prévisions internes et des stratégies). La hausse de 22% du dividende reflète également la confiance de la direction. Des revenus et des radiations nettes meilleurs que prévu ont permis au bénéfice d'exploitation de dépasser le pronostic consensuel au T4. GSY a connu une croissance solide, un rendement stable du crédit et un financement accru au cours du trimestre, avec 1) des règlements sur prêts à la consommation bruts en hausse de 30% a/a, 2) de nouvelles initiatives de croissance qui continuent de porter leurs fruits : les nouveaux clients ont augmenté de 15% a/a avec une hausse de 29% a/a des demandes de prêts; les nouveaux prêts automobiles ont crû de 48% a/a; les nouveaux prêts aux particuliers/sur la valeur domiciliaire/dans la santé ont augmenté de 50% a/a, 3) des paramètres du crédit qui donnent des résultats supérieurs aux attentes : radiations nettes de 8.8% au T4 2023, en baisse par rapport à 9.0% au T4 2022 et vers la borne inférieure de la fourchette prévisionnelle interne précédente de 8.5%-9.5%, et 4) une augmentation de la facilité d'entrepôt dédiée à la titrisation automobile de GSY de \$375 millions à \$500 millions. La capacité de financement totale s'élève à \$900 millions, ce qui est suffisant pour financer les prévisions de croissance endogène sur trois ans de la société. La direction a également mis à jour ses prévisions sur trois ans, qui incluent une croissance plus rapide des prêts, en partie contrebalancée par une baisse du rendement des revenus financiers (car la direction continue de cibler la croissance des prêts de meilleure qualité de crédit à des rendements légèrement inférieurs). Les initiatives stratégiques de 2024 prévoient l'introduction d'un produit de carte de crédit (environ \$40 milliards du marché canadien du crédit à la consommation à risque) et la pénétration de l'application mobile pour améliorer les perspectives de croissance.

### ▶ Résultats du T4 de Fairfax Financial Holdings : le titre reste l'un de nos favoris suite à la publication des résultats financiers complets pour le T4 2023

Nous pensons que la combinaison des éléments suivants : 1) une augmentation de 7% t/t de la VCPA sur la base d'un RCP de 25%; 2) un bénéfice d'exploitation substantiel provenant des résultats supérieurs aux attentes de l'assurance IARD sur la base d'un ratio combiné solide d'environ 90%; et 3) un revenu d'intérêts et de dividendes moyen de \$2.0 milliards pour les quatre prochaines années favorisera la hausse de l'action à court terme. Voici quelques points à relever dans la lettre annuelle du chef de la direction, Prem Watsa : 1) le nombre de points d'exclamation – un signe d'engouement – s'élève à 57 cette année (!), comparativement à 34 l'année dernière et 27 en 2021. 2) La direction de Fairfax a réaffirmé qu'elle tablait sur un bénéfice net d'exploitation durable de \$4 milliards (en hausse par rapport à \$3 milliards), dont \$2 milliards de revenus d'intérêts et de dividendes, \$1.2 milliard de bénéfices de souscriptions et \$750 millions provenant des entités associées et des activités autres que l'assurance. 3) Les investissements dans Poseidon (qui devrait dégager un bénéfice net de \$400 millions en 2024 et \$500 millions en 2025) et Eurobank (bénéfice récurrent d'environ \$1.2 milliard en 2023 et institution d'un dividende en 2024) ont montré leur fiabilité en termes de revenus non liés à l'assurance. 4) Les valeurs marchandes des entités associées et des participations consolidées dépassent les valeurs comptables d'environ \$1.0 milliard (soit environ \$43 dollars par action), ce qui signifie que plusieurs sociétés sont comptabilisées à des ratios de FTD à un chiffre et/ou en dessous de la valeur comptable.

### ▶ T4 d'Element Fleet : Nous réaffirmons nos estimations suite aux résultats solides

EFN a réalisé un trimestre conforme aux attentes, dans un contexte d'activités de négociation intenses avant la publication des résultats (les actions ont bondi de 15% depuis la publication des résultats du T3). Les investisseurs auront peut-être été déçus par le dépassement des estimations et la révision des prévisions internes, susceptibles de ne pas avoir comblé leurs attentes, mais ces résultats solides nous confortent dans notre opinion qu'EFN est un titre incontournable. Lors de la conférence téléphonique, 1) le ton de la direction reflétait sa

confiance dans sa capacité à atteindre ses objectifs pour 2024, initialement présentés avec les résultats du T3. En outre, EFN s'attend à ce que les dépenses en immobilisations en 2024 soient similaires à celles de 2023, en insistant davantage sur la croissance. La direction a également indiqué qu'elle s'attendait à ce que le taux d'imposition, de 12.7% en 2023, soit relevé à 15%, correspondant au taux d'imposition minimum de l'OCDE. 2) Avec 45% de nouveaux clients classés comme flottes de véhicules autogérées, la direction a souligné ses perspectives de succès constant avec cette initiative. L'augmentation de la clientèle, des cycles plus courts et l'accroissement de la confiance des clients par l'ajout régulier de services alimenteront la croissance en 2024. 3) Avec la normalisation des chaînes d'approvisionnement, EFN ne publiera plus de données trimestrielles sur son carnet de commandes. Cela dit, la direction s'attend à ce que la demande des clients entretienne le carnet de commandes à un niveau élevé jusqu'en 2025, date à laquelle il devrait en grande partie être résorbé. 4) Pour développer les points 2 et 3 ci-dessus, les flottes des clients d'EFN restent âgées et la société s'attend à ce que la reprise de la production des équipementiers entraîne une croissance à deux chiffres des revenus de services, grâce à une meilleure pénétration et une utilisation accrue. 5) La direction prévoit une compression de la MNI en 2024 en raison de la modération attendue des gains sur les ventes et de l'augmentation des coûts associés au rachat d'actions privilégiées avec de la dette à terme.

	Symb.	Cote du titre	Cap. bours. (Md)	Actions e.c. (M)	Cours 4/2	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B 2024	C/B 2025	VCPA			C/V/C 2024	C/V/C 2025	Div. %	Cours cible 12 mois	Δ
							est. 2023	est. 2024	est. 2025			dernier Quarter	est. 2024	est. 2025					
<b>Financement immobilier</b>																			
First National Financial	FN	RM	2.26	60.0	37.61	12/2023	3.88	3.84	4.51	9.9	8.5	10.68	12.04	13.95	3.2	2.7	6.5%	41.00	
Timbercreek Financial	TF	RM	0.64	83.2	7.71	12/2023	0.79	0.74	0.74	10.3	10.4	8.45	8.50	8.55	0.9	0.9	8.9%	7.50	
Tricon Residential	TCN	AO	4.65	306.9	15.15	12/2023	0.56	0.60	N/A	24.7	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%	15.17	
<b>Financement spécialisé</b>																			
ECN Capital	ECN	RM	0.56	279.9	2.00	12/2023	-US 0.04	US 0.15	US 0.18	9.7	8.0	US 0.31	US 0.38	US 0.47	3.9	3.1	2.0%	2.00	↓
Element Fleet Management	EFN	RS	8.45	389.1	21.72	12/2023	1.32	1.43	1.60	15.5	13.9	9.37	10.25	10.87	2.2	2.0	2.2%	31.00	
goeasy	GSY	RS	2.61	16.6	157.19	12/2023	14.20	17.44	19.36	9.8	8.8	63.40	75.87	91.07	2.2	1.9	3.0%	195.00	
Brookfield Business Partners	BBU	RS	US 3.12	US 144.0	US 21.65	12/2023	US 6.57	-US 5.77	-US 5.10	N/A	N/A	US 25.70	US 29.67	US 34.27	0.7	0.6	1.2%	US 34.00	
Power Corporation of Canada	POW	RM	24.72	658.9	37.52	12/2023	4.55	4.54	N/A	8.3	N/A	32.40	34.71	N/A	1.1	N/A	6.0%	41.00	↑
<b>Bourses des valeurs</b>																			
TMX Group	X	RM	9.89	276.6	35.76	12/2023	1.47	1.7	1.83	21.9	19.8	14.85	15.60	16.46	2.3	2.2	2.0%	37.00	
<b>Assurance</b>																			
Definity Financial Corp.	DFY	RS	5.0	115.9	42.92	12/2023	2.11	2.7	2.93	15.8	14.8	24.78	27.84	32.25	1.6	1.3	1.5%	59.00	
Intact Financial Corp.	IFC	RS	38.82	178.3	217.70	12/2023	11.68	14.3	15.20	15.4	14.5	81.71	88.63	96.23	2.5	2.3	2.2%	245.00	
Trisura Group Ltd.	TSU	RS	1.98	47.4	41.70	12/2023	2.33	2.8	3.29	15.1	12.6	13.02	15.89	19.20	2.6	2.2		65.00	
Fairfax Financial Holdings	FFH	RS	33.59	23.1	1453.24	12/2023	US\$173.24	US\$166.62	US\$154.47	6.5	7.0	US 875.94	US 1105.16	US 1256.85	1.0	0.9	1.4%	2000.00	
<b>Gestion d'actifs</b>																			
Fiera Capital Corp.	FSZ	RM	0.85	105.1	8.05	12/2023	1.00	0.8	0.86	9.5	9.2	3.11	2.94	2.77	2.7	2.8	10.7%	7.50	
IGM Financial Inc.	IGM	RS	8.14	238.1	34.19	12/2023	3.44	3.9	4.16	8.9	8.3	27.97	29.61	31.55	1.2	1.1	6.6%	46.00	

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

Source: LSEG, Rapports des sociétés, FBN

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

**Zachary Evershed, CFA**Analyste  
514 412-0021**Adjoints :**

Thomas Bolland : 514 871-5013

Nathan Po : 416 660-1740

**Sélections**

- › Chemtrade
- › ADENTRA
- › Matrr

## Nouveau financement pour la production de petites puces, une bonne nouvelle pour la demande d'acide

### Un financement de taille pour Intel

Intel (INTC : NASDAQ; non coté) a annoncé qu'elle devrait recevoir un financement direct de \$8,5 milliards en vertu du CHIPS and Science Act, jusqu'à \$11 milliards en prêts fédéraux et potentiellement plus de \$25 millions en allègements fiscaux, le tout pour encourager des investissements de plus de \$100 milliards dans les capacités de production de puces aux États-Unis sur les sites d'Intel en Arizona, au Nouveau-Mexique, dans l'Ohio et dans l'Oregon.

Intel est la quatrième société à recevoir une subvention fédérale en vertu du nouveau programme, portant le total des subventions annoncées à plus de \$10 milliards. Les trois premières attribuées à GlobalFoundries, Microchip Technology et BAE Systems étaient destinées à des fabricants de puces traditionnelles, créées à partir de processus de production plus anciens, mais qui sont toujours utilisées dans des produits tels que des voitures et des lave-vaisselle; cependant, cette annonce tant attendue attribue un financement à des fonderies pour la production de petites puces à la pointe de la technologie. C'est une bonne nouvelle pour le segment des Produits chimiques pour le soufre et l'eau de Chemtrade, car la société produit de l'acide sulfurique ultrapur, nécessaire à la fabrication des plus petites puces en raison des exigences de faible teneur en contaminants.

La nouvelle usine d'Intel dans l'Ohio et l'expansion en Arizona (juste à côté de l'usine de TSMC en construction) sont particulièrement pertinentes pour Chemtrade compte tenu de l'expansion actuelle des capacités de la société à Cairo, OH, ainsi que de la nouvelle usine à l'étude à Casa Grande, AZ. Nous pensons que la confirmation du financement d'Intel augmente considérablement la probabilité que CHE obtienne de meilleurs prix (et poursuive le projet) en raison de la hausse de la demande de production nationale d'UPSA. Nous estimons que, si Casa Grande obtenait le feu vert, le TRI cible de 20% dégagé par le projet ferait croître notre cours cible de \$2 à \$3.

### Silicon Heartland et Silicon Desert

À New Albany, OH, Intel prévoit d'investir plus de \$28 milliards pour construire deux nouvelles usines de fabrication de processeurs à la pointe de la technologie, les plus avancés aux États-Unis. Le nouveau projet dans l'Ohio devrait entrer en service en 2027 ou 2028, et il faut souligner que New Albany ne se trouve qu'à environ 100 milles de Cairo.

À Chandler, AZ, Intel compte investir plus de \$32 milliards pour construire deux nouvelles usines (Fab 52 et Fab 62), là encore pour la fabrication de processeurs à la pointe de la technologie, ainsi que pour moderniser une usine (Fab 42) sur le campus Ocotillo à Chandler afin d'augmenter la production d'Intel 18A. Le site de Chandler, situé à seulement 30 milles de Casa Grande, produira les puces logiques les plus avancées au monde.

### Cote Rendement supérieur, cours cible de \$12.50

Notre cours cible de \$12.50 repose sur un ratio VE/BAIIA 2025e de 6, correspondant à un rendement des FTD de 8.2%. Compte tenu des perspectives positives de l'offre et de la demande pour une grande partie des sources de revenus de CHE, de la position de chef de file de la société sur le marché et de sa faible valorisation entraînant un rendement attrayant par rapport au cours cible, nous attribuons à Chemtrade la cote Rendement supérieur.

	Symb.	Cote du titre	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 4/2	Dernier exerc. déclaré	BPA dilué			C/B		BAIIA (M)			VE/BAIIA		Div. %	Dette nette/ BAIIA Ex2	12 mois Cours cible	
							(A)	est.	est.	Ex1	Ex2	(A)	est.	est.	Ex1	Ex2				
							Dern. Ex.	Ex1	Ex2											
ADENTRA Inc.	ADEN	RS	907.7	22.5	40.36	12/2023	5.68	2.40	2.39	13.5	13.5	267.9	185.2	189.9	0.0	0.0	1.4%	0.0	51.50	↑
Alaris Equity Partners Income Trust	AD	RS	757.2	45.5	16.66	12/2023	2.79	2.90	1.69	5.7	9.9	165.3	142.3	143.4	0.8	0.7	8.2%	388.2	24.50	
Boyd Group Services Inc.	BYD	RM	6,207.7	21.5	289.00	12/2023	1.97	4.18	4.71	55.3	49.1	273.5	368.3	420.9	16.3	14.7	0.2%	2.0	310.00	
Cascades	CAS	RM	977.9	101.1	9.67	12/2023	1.08	0.80	1.30	12.1	7.4	558.0	504.1	563.4	5.1	5.6	5.0%	3.7	13.50	
Chemtrade Logistics	CHE	RS	992.9	116.8	8.50	12/2023	2.44	1.38	1.38	6.2	6.2	502.6	412.4	404.3	3.6	4.3	7.8%	2.2	12.50	
Doman Building Materials	DBM	RS	706.7	87.0	8.12	12/2023	0.91	0.87	0.78	9.3	10.4	203.2	196.1	206.5	6.1	5.8	6.9%	2.4	10.00	↑↓
Dexterra Group Inc.	DXT	RS	373.5	65.0	5.75	12/2023	0.06	0.41	0.39	14.0	14.7	64.7	100.6	91.2	4.9	5.8	6.1%	1.3	9.00	↓
DRI Healthcare Trust	DHTu	RS	659.4	56.4	11.70	12/2023	2.52	1.72	1.72	6.8	6.8	113.2	157.4	129.3	5.2	7.6	0.0%	0.3	23.50	
GDI Integrated Facility Services	GDI	RM	911.9	23.4	38.97	12/2023	0.80	0.95	1.30	41.0	30.0	143.0	148.4	151.6	9.3	8.3	0.0%	2.8	40.50	
Jamieson Wellness	JWEL	RS	1,120.1	42.8	26.19	12/2023	1.54	1.54	1.64	17.0	16.0	123.8	138.1	140.1	10.8	10.6	2.9%	2.7	36.00	↓
KP Tissue	KPT	RM	84.5	10.0	8.48	12/2023	(0.82)	(0.09)	0.36	nmf	23.6	116.0	238.6	249.9	6.7	7.0	8.5%	3.8	9.00	↓
Matr Infratech	MATR	RS	1,251.8	70.2	17.84	12/2023	1.33	3.43	1.15	5.2	15.5	141.8	165.1	164.8	7.0	7.4	0.0%	-0.6	21.50	↑
Park Lawn Corporation	PLC	RS	575.0	35.3	16.29	12/2023	0.98	0.87	0.81	15.0	16.1	75.0	78.7	72.7	8.6	9.0	2.8%	3.0	21.00	↓
Richelieu Hardware	RCH	RM	2,361.1	56.4	41.90	11/2023	1.98	2.03	2.22	20.6	18.9	287.4	230.4	234.5	2.0	2.0	1.4%	0.8	45.50	
Rogers Sugar Inc.	RSI	R	832.0	158.2	5.26	09/2023	0.43	0.43	0.41	12.2	12.8	110.9	128.7	135.9	8.1	8.5	6.8%	3.2	6.00	↑
Savaria Corporation	SIS	RS	1,173.4	71.0	16.52	12/2023	0.61	0.63	0.76	26.2	21.7	120.2	130.1	142.4	10.5	10.1	3.1%	1.9	20.50	↑

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

Note: Données sur BYD, ADEN, DHT et PLC en USD sauf cours et cours cible. KP Tissue: données de Kruger Products L.P. (KP Tissue détient une participation de 13.1% dans Kruger Products L.P.).

Source: Rapports des sociétés, FBN, LSEG



**Richard Tse**  
Analyste  
416 869-6690

Adjoint:  
James Burns: 416 869-8808



**John Shao**  
Analyste  
416 869-7938

### Sélections

- › *Blackline Safety (BLN)*
- › *Constellation Software (CSU)*
- › *Coveo (CVO)*
- › *CGI (GIB.a)*
- › *Docebo (DCBO)*
- › *Kinaxis (KXS)*
- › *OpenText (OTEX)*
- › *Shopify (SHOP)*
- › *Tecsys (TCS)*

### Rendements en pause + fusions-acquisitions

À l'issue du T1, le secteur de la technologie semble avoir marqué une pause en termes de rendement relatif. Si cela ne signifie pas que l'engouement pour le secteur s'est tari, cela permet de prendre le temps de réajuster les attentes (de bénéfices) en vue de la prochaine phase. Dans l'attente de la publication des résultats du T1 (selon le calendrier civil), nous nous attendons à ce que les investisseurs continuent de favoriser les sociétés qui présentent des perspectives crédibles d'amélioration des rendements du capital. Nous considérons toujours qu'il existe une occasion croissante pour les sociétés à petite et moyenne capitalisation cette année compte tenu des écarts importants de valorisations (relatives). Nous pensons qu'un certain nombre de ces sociétés ont évolué pour améliorer leurs rendements du capital, mais que ces mesures ne se reflètent pas encore pleinement dans leurs valorisations. En parallèle, nous pensons que le marché des fusions-acquisitions est de plus en plus dynamique, avec des transactions en cours comme celles de mdm commerce et de Nuvei. Du côté des titres que nous suivons, nous préférons toujours Coveo, Docebo et Kinaxis parmi les titres à petite et moyenne capitalisation ainsi que CGI, Constellation Software et OpenText parmi nos sociétés à plus grande capitalisation.

- › **Blackline Safety** continue d'exécuter sa stratégie en 2024 après son réalignement stratégique et son plan de réduction des coûts. L'action est en hausse de plus de 19% depuis le début de l'année, mais, compte tenu de l'amélioration de l'exécution, de la contribution supplémentaire au chiffre d'affaires de G6 et des nouveaux facteurs de croissance décelés (hausse régulière des prix, occasions de monétisation des services et nouveaux produits), nous pensons qu'il y a encore un potentiel de hausse à libérer. Selon nous, le profil risque/rendement s'est amélioré avant l'atteinte du seuil de rentabilité dans le courant de l'année. D'ici là, Blackline pourrait connaître une croissance de plus de 30%, avec un modèle d'affaires durable.
- › **Docebo** s'est différenciée de la concurrence (sur le marché des LMS d'entreprise) grâce à l'étendue de sa plateforme et à ses multiples usages, la formation externe occupant une grande partie de son MET, soit deux tiers du marché exploitable total des LMS de \$8 milliards en Amérique du Nord. Au-delà de ce vaste marché exploitable, nous pensons que la conjugaison d'une croissance démesurée et d'un levier d'exploitation grandissant grâce aux gains d'efficacité opérationnelle devrait permettre à la société de faire croître ses marges (de BAIIA) à environ 15% tout au long de 2024. En outre, nous entrevoyons une valeur en option du côté du secteur public quand la société aura reçu la certification FedRAMP. Nous considérons également Docebo comme une cible potentielle d'acquisition compte tenu de ses attributs techniques exceptionnels et des perspectives d'augmentation de sa rentabilité.
- › **OpenText** poursuit sa stratégie de croissance par acquisitions avec sa dernière transaction, Micro Focus. Selon nous, la valorisation d'OTEX prend excessivement en compte le risque d'intégration. Peut-être plus important encore, la société a annoncé la conclusion d'un accord définitif pour vendre sa division AMC (Modernisation et connectivité des applications) pour \$2.275 milliards, le produit de l'opération devant être affecté en grande partie au remboursement de la dette. La direction s'attend à ce que le ratio d'endettement baisse à moins de 3 dans un délai de 90 jours suite à la clôture de la transaction (attendue autour du 30 juin 2024). Au-delà du désendettement, l'opération fera croître la proportion de revenus récurrents dans le chiffre d'affaires total, tout en conférant à la société une certaine flexibilité financière lui permettant de reprendre les fusions-acquisitions, relever son dividende ou reprendre son programme de rachat d'actions.
- › **Tecsys** est un chef de file sur le marché de l'exécution de la chaîne d'approvisionnement. Nous pensons même que le temps a permis à Tecsys de gagner en envergure et de développer sa plateforme pour devenir une puissante entreprise de logistique en pleine croissance. Selon nous, Tecsys est sur le point de devenir une plus grande entreprise – cette croissance supplémentaire est principalement due à sa transition progressive vers le secteur des logiciels-services, qui non seulement améliore la visibilité du chiffre d'affaires, mais transforme aussi fondamentalement ses solutions pour en assurer une mise en œuvre facile qui favorisera la fidélisation des clients.

	Symb.	Cote du titre	Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 4/2	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B		BAIIA (M)			VE/BAIIA		Valeur compt.	Ratio d'endet.	Cours cible			
								(A)	est.	est.	Ex1	Ex2	(A)	est.	est.	Ex1	Ex2			Ex1	Ex2	12 mois	Δ
								Dern. Ex.	Ex1	Ex2													
Alithya Group Inc.*	ALYA	RM		206	95.6	2.15	2023	(0.01)	0.07	0.11	29.2	19.7	36.1	35.6	43.8	8.9	7.3	1.8u	42%	2.00			
Altus Group Limited	AIF	RM		2,356	45.9	51.37	2023	1.90	2.07	2.77	24.8	18.6	135.0	172.3	202.6	15.4	13.1	13.1	34%	50.00			
Blackline Safety Corp.*	BLN	RS		305	72.7	4.20	2023	(0.33)	(0.21)	(0.05)	NMF	NMF	(16.3)	(7.4)	4.1	NMF	59.6	0.4	0%	6.00			
CGI Inc.	GIB.A	RS		35,426	233.9	151.46	2023	7.06	7.71	8.27	19.6	18.3	2832.4	3008.9	3184.9	12.2	11.5	36.8	22%	175.00			
Computer Modelling Group Ltd.*	CMG	RS		819	83.4	10.28	2023	0.29	0.29	0.36	34.3	28.2	36.9	44.0	46.6	17.6	16.6	0.8	0%	12.50			
Constellation Software Inc.	CSU	RS		79,529	21.2	3,752.85	2023	62.81u	80.08u	95.71u	34.4	28.8	2,206.0u	2,845.5u	3,395.2u	21.3	17.8	92.5u	63%	4300.00			
Converge Technology Solutions*	CTS	RS		1,156	204.3	5.66	2023	0.52	0.61	0.69	9.3	8.2	170.5	190.4	209.1	7.7	7.0	3.00	38%	6.00			
Copperleaf Technologies*	CPLF	RM		549	72.7	7.55	2023	(0.36)	(0.46)	(0.33)	NMF	NMF	(24.9)	(34.6)	(24.0)	NMF	NMF	1.50	0%	7.00			
Coveo Solutions Inc.	CVO	RS		1,047	102.5	10.22	2023	(0.15u)	(0.03u)	0.01u	NMF	NMF	(11.7u)	3.6u	6.4u	168.1	95.5	1.8u	0%	14.00			
Docebo Inc.	DCBO	RS		1,654	32.9	50.35u	2023	0.59u	0.88u	1.37u	NMF	36.7	16.3u	33.3u	47.7u	47.6	33.2	1.6u	0%	65.00u			
D2L Inc.*	DTOL	RS		593	53.7	11.05	2023	(0.12u)	0.11u	0.33u	NMF	24.3	(2.9u)	7.1u	23.0u	32.4	10.0	1.1u	0%	12.00			
Kinaxis Inc.	KXS	RS		4,345	28.9	150.52	2023	1.61u	1.75u	2.88u	NMF	NMF	74.9u	83.6u	123.9u	34.7	23.4	15.8u	0%	225.00			
Lightspeed Commerce Inc.	LSPD	RM		2,043u	153.5	13.31u	2023	(0.17u)	0.14u	0.27u	NMF	49.0	(33.9u)	0.8u	33.9u	NMF	38.2	15.9u	0%	20.00u			
mdf commerce inc.	MDF	AO	↓	251	44.0	5.71	2023	(0.54)	(0.21)	(0.11)	NMF	NMF	3.4	11.5	12.3	22.2	20.6	5.42	1%	5.80	↑		
Nuvei Corporation	NVEI	AO	↓	4,135u	142.0	29.13u	2023	1.70u	2.04u	2.64u	14.3	11.0	437.3u	497.3u	616.0u	10.6	8.5	14.4u	38%	34.00u	↑		
Open Text Corporation	OTEX	RS		10,649u	272.1	39.13u	2023	3.29u	4.62u	5.08u	8.5	7.7	1,472.9u	2,148.7u	2,337.0u	8.5	7.8	14.8u	68%	60.00u			
Pivotree Inc.*	PVT	RS		43	28.3	1.53	2023	(0.24)	(0.17)	(0.11)	NMF	NMF	1.0	2.1	3.5	15.4	9.4	2.1	0%	3.00	↓		
Real Matters Inc.	REAL	RM		455	73.0	6.24	2023	(0.03u)	0.03u	0.17u	NMF	36.1	(2.4u)	3.5u	18.5u	82.4	15.7	1.5u	0%	6.50			
Shopify Inc.	SHOP	RS		102,123u	1297.3	78.72u	2023	0.73u	0.98u	1.23u	NMF	NMF	773.0u	1,225.4u	1,880.1u	80.0	52.1	7.0u	9%	100.00u			
Softchoice Corp*	SFTC	RS		1,023	60.2	16.98	2023	0.88u	1.04u	1.11u	12.0	11.3	90.6u	96.2u	99.8u	8.0	7.7	1.0u	40%	25.00	↑		
Tecsys Inc*	TCS	RS		607	14.9	40.80	2023	0.14	0.08	0.61	NMF	NMF	9.5	9.8	16.1	60.1	36.7	4.84	0%	50.00			
TELUS International	TIXT	RM		2,307u	277.0	8.33u	2023	0.91u	0.97u	1.08u	8.6	7.7	583.0u	631.6u	704.8u	6.2	5.6	7.4u	46%	10.00u			
Thinkific Labs Inc.	THNC	RS		323	84.6	3.82	2023	(0.01)u	0.02u	0.04u	NMF	NMF	(3.01)u	2.68u	4.27u	57.1	35.8	0.97u	0.00	4.50	↑		

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

u = dollars US

Source: Rapports des sociétés, FBN, LSEG ; \* Couvert par John Shao



# Technologies propres et développement durable

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


**Rupert Merer, P. ENG, CFA**  
Analyste  
416 869-8008

Adjoints :  
Eli Rodney: 416 507-8076  
Buddy Wiseman-Barker:  
416 507-8026

## Sélections

- › [Innergex](#)
- › [Northland Power](#)
- › [Boralex](#)

## Les actions des sociétés d'infrastructures d'énergies renouvelables, des valeurs refuges destinées à croître

Les titres des sociétés d'infrastructures d'énergies renouvelables que nous couvrons ont dégagé des rendements médiocres ces deux dernières années en raison de la hausse des rendements obligataires, de l'augmentation des coûts de construction et de conditions météorologiques défavorables. Toutefois, le secteur reste bien soutenu par les flux de trésorerie sous contrats à long terme des actifs existants, l'inflation des coûts de l'électricité, les coûts concurrentiels de l'électricité produite à partir d'énergies renouvelables et les politiques gouvernementales qui soutiennent la croissance. Dans ces conditions, nous pensons que les producteurs d'électricité indépendants (PÉI) pourraient redevenir des valeurs refuges en période d'incertitude. Nos titres de prédilection sont INE, BLX et NPI.

### › Innergex énergie renouvelable inc. (INE : TSX; Rendement supérieur; cours cible de \$15) :

INE compte parmi les plus importants PÉI d'énergie renouvelable du Canada, avec une capacité installée d'environ 4.2 GW. La société a fait des progrès dans ses activités de développement dernièrement, ayant remporté deux projets (400 MW au total) lors d'un récent appel d'offres au Québec. INE est bien positionnée pour répondre aux appels à soumissions qui se présentent partout au Canada. Pour financer ses initiatives de croissance endogène, la société a récemment réduit son dividende de 50%, ce qui a nui au cours de l'action. Nous pensons que cette mesure était opportune, mais la société aurait aussi pu maintenir son dividende au détriment du financement de sa croissance future. Récemment, INE a également vendu 30% de son portefeuille éolien en France à Crédit Agricole Assurances pour CA\$188.4 millions, soit plus de 14 fois le BAIIA d'après nos calculs. Elle pourrait procéder à d'autres cessions à l'avenir, si nécessaire. Le bilan a également été assaini par le refinancement de trois actifs hydroélectriques. Les projets en réserve d'INE ont crû d'environ 6.7 GW à près de 10.9 GW depuis l'année dernière, dont 2.4 GW environ à un stade avancé. La société a connu plusieurs trimestres de conditions météorologiques défavorables, qui ont fait pression sur les résultats récemment. Celles-ci pourraient toutefois contribuer à restaurer la confiance des investisseurs. Notre cours cible est fondé sur des FTA à long terme établis par l'application d'un taux d'actualisation de 8.25%; l'action se négocie actuellement à une forte décote par rapport aux sociétés comparables malgré ses actifs sous contrats à long terme et la visibilité sur ses flux de trésorerie futurs.

### › Northland Power Inc. (NPI : TSX; Rendement supérieur; cours cible de \$32) :

NPI, chef de file mondial dans le développement de parcs éoliens en mer, est propriétaire de centrales électriques aux énergies renouvelables et de centrales thermiques d'une capacité nette d'environ 3 GW. L'action a été sous pression récemment sous l'effet des craintes liées aux hausses de coûts et à la baisse des rendements de deux projets éoliens en mer. L'année dernière, NPI a clôturé le financement de son projet éolien extracôtier Baltic Power de 1.2 GW (participation de 49%) et de son projet Hai Long de 1.0 GW (participation de 30%). Ces étapes devraient minimiser les risques des projets et assurer une meilleure visibilité sur la croissance de la société. Nous nous attendons à des TRI de plus de 15% et 9% pour ces projets respectivement, et il est possible d'améliorer les rendements après l'entrée en service commerciale par des refinancements. Les projets devraient officiellement être mis en service durant les exercices 2026-2027E, bien qu'ils puissent commencer à produire des revenus supplémentaires dès 2025E. NPI se concentre sur l'exécution de ses projets de construction pour les deux prochaines années, mais elle devrait aussi rester active au niveau des nouveaux développements, et notamment des projets sur terre au Canada. Des cessions d'actifs sont envisagées pour financer la croissance future. Avec des retombées positives potentielles de l'exécution de ses projets de croissance au cours des prochains mois, nous considérons que notre cours cible, fondé sur des FTA à long terme établis par l'application d'un coût des capitaux propres de 9%, pourrait être dépassé.

# Technologies propres et développement durable

## ▣ Boralex Inc. (BLX : TSX; Rendement supérieur; cours cible de \$39) :

BLX est un producteur d'énergie renouvelable qui possède des actifs éoliens, solaires et hydroélectriques aux États-Unis, en France et au Canada. Sa capacité nette installée totalise plus de 3 GW, couverte en grande partie par des contrats de vente d'énergie indexés sur l'inflation, à prix fixe ou en obligation d'achat, d'une échéance moyenne de 12 ans. Comme le reste du secteur, BLX a récemment été sous pression suite à la hausse des rendements obligataires et aux craintes liées à l'inflation. Mais la société poursuit son exécution. Récemment, elle a remporté 365 MW de contrats éoliens (deux projets) pour Hydro-Québec, et elle reste active sur de nombreux marchés au Canada, aux États-Unis et en Europe (ses projets en réserve totalisent environ 6 GW). BLX a clôturé le T4 avec \$550 millions de liquidités disponibles, ce qui la place en bonne posture pour financer sa croissance endogène pour l'année prochaine sans dilution. Elle pourrait chercher à augmenter l'effet de levier à l'échelle de l'entreprise ou des projets, ou s'engager dans du recyclage d'actifs, en plus de ses capitaux propres générés à l'interne. BLX adopte une approche disciplinée des fusions et acquisitions sur ce qu'elle considère comme étant un marché favorable aux acheteurs. BLX, titre le plus performant du secteur, devrait continuer de se distinguer. Notre cours cible est fondé sur des FTA à long terme établis par l'application d'un coût des capitaux propres de 8.25%.

	Symb.	Cote du titre	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 4/2	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B		Ventes par action			C/N		Valeur compt.	Ratio d'endet.	Cours cible	
							(A)	est.	est.	Ex1	Ex2	(A)	est.	est.	Ex1	Ex2			12 mois	Δ
							Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2				
<b>Technologie énergétique</b>																				
5N Plus	VNP	RS	439.0	89	4.93	12/2023	0.12u	0.20u	0.24u	0.2	0.1	2.74u	3.21u	3.62u	1.5	1.4	0.99u	0.34	6.00	↑
Algonquin Power	AQN	RM	4,297.5	690	6.23u	12/2023	0.69u	0.49u	0.53u	12.7	11.7	4.17u	3.98u	3.93u	1.6	1.6	9.48u	0.56	6.75u	↓
Altius Renewable Royalties Corp	ARR	RS	295.4	33	9.04	12/2023	(0.03)u	0.04u	0.13u	1.8	0.5	0.08u	0.11u	0.10u	0.6	0.6	1.20u	nmf	11.00	↓
Atlantica Sustainable Infrastructure	AY	RM	2,214.7	120	18.50u	12/2023	0.36u	0.39u	0.38u	0.3	0.4	9.19u	9.23u	10.00u	0.0	0.0	13.27u	0.76	20.00u	↓
Ballard Power Systems	BLDP	RM	932.7	299	3.12u	12/2023	(0.59)u	(0.48)u	(0.48)u	nmf	nmf	0.34u	0.39u	0.40u	8.1	7.8	3.88u	0.02	4.50u	↓
Boralex	BLX	RS	2,935.0	103	28.56	12/2023	0.76	0.94	0.78	30.4	36.7	9.91	9.91	9.91	2.9	2.9	19.70	17.42	39.00	↓
Brookfield Renewable	BEP	RS	15,345.0	667	23.02u	12/2023	0.00u	0.00u	0.00u	nmf	nmf	4.08u	4.37u	5.14u	5.3	4.5	24.27u	0.35	28.00u	↓
Exro Technologies	EXRO	R	R	R	0.83	12/2023	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R
GFL Environmental Inc.	GFL	RS	18,914.1	415	45.62	12/2023	0.08	(0.12)	0.28	nmf	nmf	18.40	19.47	20.99	2.3	2.2	19.34	0.52	56.00	↓
Innergex	INE	RS	1,651.0	204	8.08	12/2023	(0.52)	0.11	0.59	nmf	13.6	5.10	5.28	6.03	1.5	1.3	5.90	0.84	15.00	↓
The Lion Electric Company	LEV	RM	312.1	226	1.38u	12/2023	(0.46)u	(0.26)u	(0.16)u	nmf	nmf	1.12u	1.37u	2.27u	1.0	0.6	1.59u	0.27	1.75u	↓
NanoXplore	GRA	RS	433.3	169	2.56	06/2023	(0.05)	0.01	0.16	nmf	16.2	0.77	0.95	1.37	2.7	1.9	0.69	0.17	4.00	↓
Northland Power	NPI	RS	5,802.1	254	22.81	12/2023	(0.70)	1.29	1.66	17.7	13.7	8.84	9.26	9.38	2.5	2.4	17.79	0.60	32.00	↓
Polaris Renewable	PIF	RS	244.5	21	11.61	12/2023	0.56	0.43	0.68	27.1	17.0	3.73	3.69	3.97	3.1	2.9	12.82	0.33	19.00	↓

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

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

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

u = dollars US

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

—

**Adjoints :**

Ahmed Abdullah, CFA: 514 879-2564

Abdul Shunbuli: 514 879-5358

Luc Troiani, CFA: 416 869-6585

**Sélections**

- › *Stingray*
- › *Transcontinental*
- › *VerticalScope*

**Transcontinental****Programme d'amélioration du bilan et de la rentabilité en cours :**

Par le biais d'une promotion interne, la société a un nouveau chef de la direction depuis juin 2023. Depuis lors, elle a porté son objectif d'économies de coûts en 2023 à plus de \$40 millions à la fin du T3 (dont plus de 50% attribuables à la division Imprimeries) et annoncé en décembre un programme d'amélioration de son bilan et de la rentabilité pour réaliser entre \$20 et \$40 millions d'économies récurrentes en 2025 (l'impact initial sera observé au deuxième semestre de 2024). Cet effort est en bonne voie : 1) les coûts fixes commencent à diminuer (réduction des effectifs de 6% d'ici le T2), 2) un examen vise les activités et les installations de production les moins rentables (clôture de l'imprimerie de Saint-Hyacinthe en avril, et de l'usine d'emballage de Tomah, Wisconsin, en février), 3) les prix des biens vendus sont dans le viseur, la direction cherchant à déterminer si elle pourrait réaliser davantage d'économies (améliorations en termes d'approvisionnement et de processus), et 4) l'objectif de ventes d'actifs immobiliers initialement fixé à \$100 millions évolue (bâtiment de Québec vendu pour \$12 millions au T4 2023, quatre autres biens actuellement en vente). Au T2 de cette année, l'unité Emballages fera face à des données comparatives plus difficiles à soutenir qu'au T1, mais nous tablons sur la cadence trimestrielle de 2024, où notre estimation de BAIIA ajusté, à croissance nulle, pourrait être dépassée (la direction table, « au mieux », sur un résultat nul). Nous entrevoyons un ratio d'endettement de 1.6 en 2024 et de 1.2 en 2025 (estimations incluant maintenant toutes deux une baisse de 12 pb en cas de vente des quatre autres biens immobiliers). Les FTD ont totalisé \$263 millions en 2020, ont reculé à \$119 millions en 2021, puis à \$26 millions en 2022 en raison de problèmes de stocks liés à la résine, avant de remonter à \$229 millions en 2023 (nous anticipons une poursuite de la croissance) grâce à l'amélioration du fonds de roulement et à la baisse des dépenses en immobilisations. Alors que la direction continue d'étudier ses perspectives de fusions-acquisitions, nous verrons si la baisse du ratio d'endettement vers 1.6 entraîne des rachats d'actions et une reprise des hausses de dividendes. La nouvelle gamme de BOPE (polypropylène à orientation biaxiale) de la société sera testée à l'été avant une commercialisation à l'automne, tandis que les investissements pour faire croître les capacités sont réalisés en totalité à Clinton, Missouri, et à 60% à Tulsa, Oklahoma. Raddar, qui remplace Publisac, sera déployé à 100% au Québec en avril, avec des occasions de croissance à l'étude en Ontario ainsi que dans l'Ouest canadien, car les activités de circulaires ont franchi les obstacles réglementaires antérieurs. Notre cours cible est basé sur notre estimation de la VAN 2024E, et correspond à un ratio VE/BAIIA de 5.2 et 4.8 d'après nos estimations pour 2024E et 2025E. Transcontinental continue de se négocier à une importante décote par rapport aux sociétés comparables, avec la perspective d'une réévaluation si l'unité Emballages renoue avec la croissance et que ses marges prennent de l'expansion, si les gains d'efficacité de la division Imprimeries soutiennent les marges et si raddar crée de nouvelles perspectives pour les activités de circulaires.

Symb.	Cote du titre	Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 4/2	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B		BAIIA (M\$)			VE/BAIIA		Valeur compt.	Ratio d'endet.	Cours cible			
							(A)	est.	est.	Ex1	Ex2	(A)	est.	est.	Ex1	Ex2			Ex1	Ex2	12 mois	Δ
							Dernier Ex	Ex1	Ex2													
<b>Radiodiffusion et divertissement</b>																						
Cineplex Inc.	CGX	RS	462	63.7	7.25	12/2023	1.80	0.40	0.93	18.3	7.8	157.4	160.0	210.3	6.7	4.8	-0.62	1.05	12.50			
Corus Entertainment Inc.	CJR.b	RS	140	199.4	0.70	08/2023	0.14	0.18	0.28	3.8	2.5	334.0	314.1	345.7	4.3	3.4	1.73	0.77	1.30			
WildBrain Ltd.	WILD	RM	231	205.9	1.12	06/2023	(0.14)	(0.01)	0.13	-211.1	8.7	97.9	90.6	103.6	7.6	6.3	0.38	0.85	1.40			
Spin Master Corp.	TOY	RS	3,560	103.7	34.33	12/2023	2.13	2.92	3.09	8.7	8.2	418.8	495.6	507.6	5.7	5.2	13.68	-0.99	40.00			
Stingray Group Inc.	RAY.a	RS	547	68.8	7.95	03/2023	0.79	0.88	1.14	9.0	7.0	114.1	126.9	137.8	7.4	6.4	4.44	0.59	9.00			
TVA Group Inc.	TVA.b	RM	64	43.2	1.48	12/2023	(0.62)	0.08	0.31	17.9	4.7	-5.4	37.2	49.7	4.0	2.6	8.04	0.21	1.60			
<b>Emballage, impression et édition</b>																						
AirBoss of America Corp.*	BOS	RM	142	27.1	5.23	12/2023	(0.24)	0.01	0.13	NM	29.9	26.8	30.5	34.1	6.6	5.8	5.49	0.41	6.00			
CCL Industries Inc.*	CCL.b	RS	12,265	177.8	68.98	12/2023	3.76	4.01	4.23	17.2	16.3	1332.1	1413.8	1471.3	9.4	8.7	26.00	0.25	81.00			
good natured Products Inc.*	GDNP.V	RM	18	279.0	0.07	12/2022	(0.05)	(0.05)	(0.04)	NM	NM	3.0	1.9	4.0	37.7	18.6	0.05	0.77	0.15			
Thomson Reuters Corp.	TRI	RI	93,737	452.4	207.20	12/2023	3.51	3.52	4.06	43.4	37.6	2678.0	2768.0	3028.2	25.5	23.0	24.46	0.17	210.00			
Transcontinental Inc.	TCL.a	RS	1,226	86.6	14.15	10/2023	2.03	2.02	2.17	7.0	6.5	446.5	446.4	449.4	4.4	3.9	21.61	0.33	18.50			
<b>Publicité et marketing</b>																						
VerticalScope Holdings Inc.	FORA	RS	↑	154	21.6	7.13	12/2023	(0.23)	(0.15)	(0.12)	NM	NM	23.5	25.6	26.9	5.9	4.9	3.73	0.41	9.50		
Yellow Pages Ltd.	Y	RM		185	18.7	9.89	12/2023	2.79	2.62	2.41	3.8	4.1	76.9	60.7	49.8	1.6	1.6	5.15	-0.14	12.00		
<b>Télécommunications</b>																						
BCE Inc.	BCE	RS	40,798	912.3	44.72	12/2023	3.21	3.04	3.11	14.7	14.4	10417.0	10692.9	10984.8	7.5	7.3	18.15	0.45	53.00			
Cogeco Communications Inc.	CCA	RM	2,551	44.5	57.34	08/2023	9.32	8.24	7.75	7.0	7.4	1421.1	1428.2	1421.6	5.3	5.2	78.50	0.58	64.00			
Quebecor Inc.	QBR.b	RS	6,625	230.9	28.69	12/2023	2.95	3.38	3.75	8.5	7.6	2352.0	2446.7	2543.7	5.8	5.2	7.48	0.82	40.00			
Rogers Communications Inc.	RCL.b	RS	28,626	530.0	54.01	12/2023	5.11	4.61	4.86	11.7	11.1	9093.0	9640.1	10082.6	7.4	6.8	19.72	0.62	78.00			
Telus Corp.	T	RS	31,768	1468.0	21.64	12/2023	0.95	1.07	1.19	20.3	18.3	7149.0	7581.8	7978.9	7.7	7.2	11.79	0.62	26.00			

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

Source: Bloomberg, LSEG et Estimations FBN

BOS, FORA, TRI et TOY estimations en dollars US\$, autres données en CA\$.

\*AirBoss of America Corp., CCL Industries Inc. et good natured Products Inc. sont couverts par Ahmed Abdullah.

**Cameron Doerksen, CFA**Analyste  
514 879-2579—  
Adjoint :  
Andrew Pikul  
416 869-6579**Sélections**

- › **Bombardier**
- › **CAE**
- › **Héroux-Devtek**
- › **Exchange Income**

## Attentes de révisions des prévisions internes pour 2025 – La valorisation basée sur de faibles bénéfices reste attrayante

Nous attribuons à BRP la cote Rendement supérieur, avec un cours cible de \$112.00. Bien que nous nous attendions à ce que le ralentissement du secteur des sports motorisés persiste pendant une bonne partie de 2025, nous continuons d'entrevoir des gains de parts de marché par BRP ainsi que des introductions de nouveaux produits, ce qui devrait la positionner favorablement en cas de rebond du marché final, qui finira par se produire. Les investisseurs pourraient rester réticents à court terme à l'égard du secteur des sports motorisés, mais nous considérons BRP comme un titre de valeur incontournable pour ceux qui ont un horizon de placement à long terme.

### ► Prévisions internes 2025 inférieures aux attentes, très affectées par la faiblesse du marché des motoneiges

Les prévisions internes de chiffre d'affaires s'établissent entre \$9.1 et \$9.5 milliards (en baisse de 10% à 11% au point médian), le repli (attendu entre 18% et 22%) étant essentiellement attribuable aux produits saisonniers. La direction situe le BPA 2025 entre \$7.25 et \$8.25, en dessous de notre estimation précédente de \$8.74 et du consensus précédent de \$9.06. BRP indique qu'elle réduira sa production de motoneiges de 30% suite à une saison médiocre qui a lourdement pâti de faibles chutes de neige. À lui seul, cet élément coûte \$1.25 au BPA sur douze mois. Pour maintenir les stocks des distributeurs à un niveau sain, BRP cherche à réduire leurs stocks de 10% à 15%, ce qui entraînera une baisse de la production unitaire, avec un impact de \$2.50 sur le BPA 2025 attribuable aux volumes et à l'assortiment de produits. Si nous considérons ces deux derniers éléments comme des impacts exceptionnels, la borne inférieure de la fourchette prévisionnelle de BRP serait d'environ \$11.00/action, à peu près stable donc par rapport à 2024.

### ► Tendances des ventes au détail négatives au T4, comme prévu, mais pas mauvaises hors motoneiges à ce stade du T1 2025

Les ventes au détail de BRP dans la catégorie des sports motorisés en Amérique du Nord affichaient une contraction de 10% a/a au T4 (comparativement à environ 5% pour le secteur globalement), mais, en excluant les motoneiges, les ventes au détail de BRP sont en repli de 2%, contre 0% à -5% environ pour la moyenne du secteur. Récemment, les ventes au détail en Amérique du Nord (hors motoneiges) au début de 2025 affichent une progression de près de 5% et de 50% par rapport à avant la pandémie. Pour 2025, DOO table sur une baisse des ventes au détail de 0% à 5% environ. À l'échelle mondiale, la direction note que les ventes au détail restent inférieures à celles d'Amérique du Nord.

### ► Les gains de parts de marché se poursuivent

BRP estime que, sur les 12 derniers mois, elle a gagné deux points de parts de marché dans le secteur des sports motorisés en Amérique du Nord. La société a prévu d'introduire sur le marché de nombreux nouveaux produits au cours des prochaines années, si bien que les gains de parts de marché devraient se poursuivre (notamment dans de nouvelles catégories de produits), ce qui contrebalancerait la faiblesse actuelle dans le secteur des ventes au détail. Les dépenses en développement de nouveaux produits ralentiront légèrement en 2025 (avec une augmentation toutefois des investissements dans l'électrique), mais BRP continue d'investir fortement dans les nouveaux produits dans un contexte de ralentissement du marché. Nous ne pensons pas que les entreprises du marché de plus petite envergure (en particulier les fabricants de véhicules récréatifs hors route) s'investiront autant pour développer de nouveaux produits en cas de ralentissement du secteur, ce qui devrait se solder par d'autres gains de parts de marché, voire l'élimination de certains concurrents.

# Transport et produits industriels

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

## La valorisation reste attrayante, même à la borne inférieure de la fourchette des prévisions internes

Sur la base de nos estimations mises à jour pour 2025 (celles du BAIIA et du BPA se situant vers la borne inférieure des fourchettes cibles de la direction), avec ce que nous considérons comme étant un creux du bénéfice, BRP se négocie à un ratio VE/BAIIA de 7,4, comparativement à une moyenne prospective historique (cinq ans) de 7,4. Du côté du ratio C/B, DOO se négocie à 13,7 fois le bénéfice, comparativement à un ratio moyen historique (cinq ans) de 13,1. Avec un ratio d'endettement confortable, à 1,4, nous nous attendons à ce que la société reste active au titre de son offre publique de rachat d'actions dans le cours normal des activités, environ 2,3 millions d'actions restant visées par l'autorisation actuelle. BRP a également annoncé une hausse de 17% de son dividende avec la publication de ses résultats du T4.

	Symb.	Cote du titre	Actions e.c. (M)	Cours 4/2	Cap. bours. (M)	Dernier exercice déclaré	BPA			C/B		BAIIA			VE/BAIIA		Ratio d'endet.	Cours cible	
							(A)	est.	est.	Ex1	Ex2	(A)	est.	est.	Ex1	Ex2		12 mois	Δ
							Dernier Ex	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	Denier Ex	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2			
Air Canada	AC	RS	358	19.68	7,045	12/2023	4.56	2.95	3.35	6.7x	5.9x	3,982	3,695	3,921	3.3x	3.2x	95%	31.00	
Andlauer Healthcare Group Inc.	AND	RM	42	42.88	1,807	12/2023	1.55	1.74	1.95	24.6x	22.0x	164	173	186	10.8x	10.1x	13%	47.00	↑
Bombardier Inc.	BBD.b	RS	98	55.63	5,474	12/2023	u3.94	u4.35	u6.69	9.4x	6.1x	u1,227	u1,317	u1,545	6.4x	5.4x	na	94.00	
BRP Inc.	DOO	RS	77	101.36	7,771	01/2024	11.11	7.42	10.28	13.7x	9.9x	1,700	1,380	1,688	7.4x	6.1x	75%	112.00	↑
CAE Inc.	CAE	RS	319	26.75	8,535	03/2023	0.88	1.18	1.31	22.6x	20.4x	890	1,032	1,110	11.3x	10.5x	39%	34.00	
Canadian National Rail	CNR	RM	648	176.84	114,522	12/2023	7.29	8.01	9.07	22.1x	19.5x	8,414	9,131	9,889	14.5x	13.4x	48%	172.00	
Canadian Pacific Kansas City Ltd.	CP	RM	934	118.08	110,263	12/2023	3.84	4.43	5.31	26.7x	22.2x	6,475	7,328	8,343	18.1x	15.9x	35%	112.00	
Cargojet Inc.	CJT	RM	17	113.27	1,942	12/2023	2.06	3.51	4.36	32.3x	25.9x	301	319	333	8.5x	8.1x	49%	129.00	
Chorus Aviation Inc.	CHR	RS	194	2.05	398	12/2023	0.30	0.15	0.22	13.6x	9.4x	470	389	358	5.1x	5.5x	55%	3.25	
Exchange Income Corporation	EIF	RS	48	48.66	2,337	12/2023	3.07	3.63	4.17	13.4x	11.7x	556	619	660	7.0x	6.6x	60%	62.00	
Héroux-Devtek Inc.	HRX	RS	34	18.43	624	03/2023	0.37	0.82	1.16	22.5x	15.9x	63	84	101	10.0x	8.3x	35%	23.00	
Mullen Group Ltd.	MTL	RS	88	14.51	1,278	12/2023	1.49	1.43	1.57	10.2x	9.2x	328	345	375	5.9x	5.4x	44%	19.50	
NFI Group Inc.	NFI	RS	119	12.54	1,492	12/2023	-u1.27	u0.24	u0.86	38.7x	10.7x	u69	u259	u359	8.5x	6.1x	55%	18.00	
Taiga Motors Corp.	TAIG	RM	32	0.64	20	12/2022	-1.88	-2.15	-1.64	na	na	-55	-57	-49	na	na	na	1.40	
Transat A.T. Inc.	TRZ	RI	39	3.72	144	10/2023	-0.30	-1.85	-0.11	na	na	276	246	318	7.1x	5.5x	na	3.00	↓
TFI International Inc.	TFII	RM	85	214.67	18,265	12/2023	u6.18	u7.52	u9.52	21.0x	16.6x	u1,171	u1,461	u1,713	10.6x	9.0x	44%	222.00	↑

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

u = dollars US

Source: Rapports des sociétés, LSEG, FBN

# Liste alphabétique des sociétés

SN Plus	VNP	66	Cascades	CAS	62	Gold Royalty Corp.	GROY	51	Park Lawn Corporation	PLC	62	Transcontinental Inc.	TCLa	68
AbraSilver Resource Corp	ABRA	51	CCL Industries Inc.	CCLb	68	good natured Products Inc.	GDNPV	68	Parkland Fuel Corporation	PKI	43	Trican Well Services	TCW	54
ADENTRA Inc.	ADEN	62	Cenovus Energy	CVE	54	Granite REIT	GRT.un	47	Pason Systems	PSI	54	Tricon Residential	TCN	60
Advantage Oil & Gas	AAV	54	Centerra Gold Inc	CG	51	Great-West Lifeco	GW0	41	Pembina Pipelines	PPL	56	Trilogy Metals	TMQ	49
Adventus Mining	ADZN	49	CES Energy Solutions	CEU	54	Green Impact Partners	GIP	54	Pet Valu	PET	43	Triple Flag Precious Metals Corp	TFPM	51
Aecon Group	ARE	58	CGI Inc.	GIB.A	64	H&R REIT	HR.un	47	Peyto Exploration & Development	PEY	54	Trisura Group Ltd.	TSU	60
Ag Growth International	AFN	58	Chemtrade Logistics	CHE	62	Headwater Exploration	HWX	54	Pivotree Inc.	PVT	64	True North Commercial REIT	TNT.un	47
Agnico-Eagle Mines Ltd	AEM	51	Chorus Aviation Inc.	CHR	70	Hecla Mining Company	HL	51	Polaris Renewable	PIF	66	TVA Group Inc.	TVA.b	68
Air Canada	AC	70	CIBC	CM	41	Héroux-Devtek Inc.	HRX	70	Power Corporation of Canada	POW	60	Vermilion Energy Inc.	VET	54
AirBoss of America Corp.	BOS	68	Cineplex Inc.	CGX	68	Hudbay Minerals	HBM	49	PrarieSky Royalty	PSK	54	VerticalScope Holdings Inc.	FORA	68
Alamos Gold Inc	AGI	51	Coeur Mining Inc.	CDE	51	Hydro One Ltd.	H	56	Precision Drilling Corp.	PD	54	Wesdome Corp.	WDO	51
Alaris Equity Partners Income Trust	AD	62	Cogeco Communications Inc.	CCA	68	I-80 Gold Corp	IAU	51	Premium Brands Holdings	PBH	43	Wheaton Precious Metals Corp	WPM	51
Algonquin Power	AGN	66	Colliers International	CIGI	58	iA Groupe Financier	IAG	41	Primaris REIT	PMZ.un	47	Whitecap Resources	WCP	54
Alithya Group Inc.	ALYA	64	Computer Modelling Group Ltd.	CMG	64	IAMGOLD Corp	IMG	51	PRO REIT	PRV.un	47	WildBrain Ltd.	WILD	68
Allied Gold Corp	AAUC	51	Constellation Software Inc.	CSU	64	IGM Financial Inc.	IGM	60	Quebecor Inc.	QBR.b	68	WSP Global	WSP	58
Allied Properties REIT	AP.un	47	Converge Technology Solutions	CTS	64	Imperial Oil	IMO	54	RB Global Inc.	RBA	58	Yangarra Resources	YGR	54
AltaGas	ALA	56	Copperleaf Technologies	CPLF	64	Innervex	INE	66	Real Matters Inc.	REAL	64	Yellow Pages Ltd.	Y	68
Altus Minerals	ALS	49	Corus Entertainment Inc.	CJR.b	68	Intact Financial Corp.	IFC	60	Richelleu Hardware	RCH	62			
Altus Renewable Royalties Corp	ARR	66	Couche Tard	ATD.b	43	Integra Resources Corp.	ITR	51	RioCan REIT	REI.un	47			
Altus Group Limited	AIF	64	Coveo Solutions Inc.	CVO	64	InterRent REIT	IIP.un	47	Rogers Communications Inc.	RCL.b	68			
Amex Exploration Inc	AMX	51	Crescent Point Energy Corp.	CPG	54	Jamieson Wellness	JWEL	62	Rogers Sugar Inc.	RSI	62			
Andlauer Healthcare Group Inc.	AND	70	Crew Energy	CR	54	K92 Mining Inc.	KNT	51	Royal Gold Inc	RGLD	51			
ARC Resources Ltd.	ARX	54	Crombie REIT	CRR.un	47	Keit Exploration	KEL	54	Russel Metals Inc.	RUS	58			
Aris Mining Corp.	ARIS	51	D2L Inc.	DTOL	64	Keyera	KEY	56	Sagico Financial	SFC	41			
Arizona Metals	AMC	49	Definity Financial Corp.	DFY	60	Killam Apartment REIT	KMP.un	47	Sandstorm Gold Ltd	SSL	51			
Artemis Gold Inc.	ARTG	51	Dexterra Group Inc.	DXT	62	Kinaxis Inc.	KXS	64	Saputo	SAP	43			
ATCO Ltd.	ACO	56	Docebo Inc.	DCBO	64	Kinross Gold Corp	K	51	Savaria Corporation	SIS	62			
AtkinsRéalis Inc.	ATRL	58	Dollarama	DOL	43	Kiwetinohk	KEC	54	Secure Energy	SES	56			
Atlantica Sustainable Infrastructure	AY	66	Doman Building Materials	DBM	62	KP Tissue	KPT	62	Sheritt International	S	49			
ATS Corporation	ATS	58	DREAM Industrial REIT	DIR.un	47	Lassonde	LAS.a	43	Shopify Inc.	SHOP	64			
Aura Minerals	ORA	51	DREAM Office REIT	Dun	47	Liberty Gold Corp	LGD	51	Sleep Country Canada	ZZZ	43			
AutoCanada	ACQ	58	DRI Healthcare Trust	DHTu	62	Lightspeed Commerce Inc.	LSPD	64	SmartCentres REIT	SRU.un	47			
Aya Gold and Silver	AYA	51	Dundee Precious Metals	DPM	51	Loblaw	L	43	Snowline Gold	SGD	51			
B2Gold	BTO	51	ECN Capital	ECN	60	Logan	LGN	54	Softchoice Corp	SFTC	64			
Ballard Power Systems	BLDP	66	Eldorado Gold Corp	ELD	51	Lucero	LOU	54	Solaris Resources	SLS.TO	49			
Banque Canadienne de l'Ouest	CWB	41	Element Fleet Management	EFN	60	Lundin Gold Inc.	LUG	51	Spartan Delta	SDE	54			
Banque de Montréal	BMO	41	Emera Inc.	EMA	56	Lundin Mining	LUN	49	Spin Master Corp.	TOY	68			
Banque Laurentienne	LB	41	Empire Company	EMPa	43	Lycos	LCX	54	SSR Mining Inc	SSRM	51			
Banque Royale du Canada	RY	41	Enbridge Inc.	ENB	56	MAG Silver Corp	MAG	51	Stantec Inc.	STN	58			
Banque Scotia	BNS	41	Endeavour Mining	EDV	51	Matt'r Infratech	MATR	62	Stelco	STLC	58			
Banque Toronto-Dominion	TD	41	Enerflex	EFX	54	mdf commerce inc.	MDF	64	Stella-Jones	SJ	58			
Barrick Gold	ABX	51	Enerplus Corporation (\$US)	ERF	54	MEG Energy	MEG	54	Stingray Group Inc.	RAY.a	68			
Baytex Energy	BTE	54	EQB	EQB	41	Metals Acquisition	MTAL	49	STLLR Gold Inc	STLR	51			
BCE Inc.	BCE	68	Equinox Gold Corp	EQX	51	Metro	MRU	43	StorageVault Canada	SVI	47			
Birchcliff Energy	BIR	54	Ero Copper	ERO	49	Minera Alamos Inc.	MAI	51	Suncor Energy	SU	54			
Bird Construction Inc.	BDT	58	Exchange Income Corporation	EIF	70	Minto Apartment REIT	MLun	47	Superior Plus	SPB	56			
Blackline Safety Corp.	BLN	64	Exro Technologies	EXRO	66	MTY Food Group	MTY	43	Surge Energy	SGY	54			
Boardwalk REIT	BEL.un	47	Fairfax Financial Holdings	FFH	60	Mullen Group Ltd.	MTL	70	Taiga Motors Corp.	TAIG	70			
Bombardier Inc.	BBD.b	70	Fiera Capital Corp.	FSZ	60	NanoXplore	GRA	66	Tamarack Valley Energy	TVE	54			
Borealex	BLX	66	Filo Corp	FIL	49	New Found Gold Corp	NFG	51	Taseko Mines	TKO	49			
Boyd Group Services Inc.	BYD	62	Financière Manuvie	MFC	41	New Gold Inc	NGD	51	TC Energy Corp.	TRP	56			
Bravo Mining	BRVO	49	Financière Sun Life	SLF	41	Newmont	NGT	51	Teck Resources	TECKb	49			
Brookfield Business Partners	BBU	60	Finning International Inc.	FTT	58	Nexus Industrial REIT	NXR.un	47	Tecsys Inc	TCS	64			
Brookfield Infrastructure	BIP	56	First Capital REIT	FCR.un	47	NFI Group Inc.	NFI	70	Telus Corp.	T	68			
Brookfield Renewable	BEP	66	First Majestic Silver Corp	FR	51	North American Construction Group Ltd.	NOA	58	TELUS International	TIXT	64			
BRP Inc.	DOO	70	First National Financial	FN	60	Northland Power	NPI	66	TFI International Inc.	TFII	70			
BSR REIT	HOM.u	47	First Quantum Minerals	FM	49	NorthWest H.P. REIT	NW.Hun	47	The Lion Electric Company	LEV	66			
BTB REIT	BTB.un	47	Flagship Communities REIT	MHCu.TO	47	NOVAGOLD Resources Inc.	NG	51	Thinkific Labs Inc.	THNC	64			
CAE Inc.	CAE	70	Foran Mining	FOM.TO	49	Nuvei Corporation	NVEI	64	Thomson Reuters Corp.	TRI	68			
Calibre Mining Corp	CXB	51	Fortis Inc.	FIS	56	NuVista Energy	NVA	54	Tidewater Midstream	TWM	56			
Canadian National Rail	CNR	70	Fortuna Silver Mines Inc	FVI	51	O3 Mining Inc.	OIII	51	Tidewater Renewables	LCFS	54			
Canadian Natural Resources	CNQ	54	Franco-Nevada Corp	FNV	51	OceanaGold Corp	OGC	51	Timbercreek Financial	TF	60			
Canadian Pacific Kansas City Ltd.	CP	70	Freehold Royalties	FRU	54	Open Text Corporation	OTEX	64	TMX Group	X	60			
Canadian Tire	CTC.a	43	G Mining Ventures	GMIN	51	Osisko Development	ODV	51	Topaz Energy	TPZ	54			
Canadian Utilities	CU	56	GDI Integrated Facility Services	GDI	62	Osisko Gold Royalties Ltd	OSR	51	Torex Gold Resources Inc	TXG	51			
CAP REIT	CAR.un	47	GFL Environmental Inc.	GFL	66	Osisko Mining	OSK	51	Toromont Industries Ltd.	TIH	58			
Capital Power	CPX	56	Gibson Energy	GEI	56	Ovintiv Inc (US\$)	OVV	54	Tourmaline Oil	TOU	54			
Capstone Copper	CS	49	Gildan	GIL	43	Pan American Silver	PAAS	51	TransAlta	TA	56			
Cargojet Inc.	CJT	70	goeasy	GSY	60	Paramount Resources	POU	54	Transat A.T. Inc.	TRZ	70			

**Ancaster** • 911, Golf Links Road, Suite 201, Ancaster, ON, L9K 1H9 • 905-648-3813  
**Baie-Comeau** • 600, Boul. Lafèche, bureau 340-B, Baie-Comeau, QC, G5C 2X8 • 418-296-8838  
**Barrie** • 126 Collier Street, Barrie, ON, L4M 1H4 • 705-719-1190  
**Beauce** • 11333, 1<sup>re</sup> Avenue, bureau 200, Saint-Georges, QC, G5Y 2C6 • 418-227-0121  
**Bellevue West Van** • Suite #209, 1455 Bellevue Avenue, West Vancouver, BC, V7T 1C3 • 604-925-3734  
**Berthierville** • 779, rue Notre-Dame, Berthierville, QC, J0K 1A0 • 450-836-2727  
**Bin-Scarth** • 24 Binscorth Rd, Toronto, ON, M4W 1Y1 • 416-929-6432  
**Brampton** • 10520 Torbram Road (at Sandalwood Parkway), Brampton, ON, L6R 2S3 • 905-456-1515  
**Brandon** • 633-C, 18<sup>th</sup> Street, Brandon, MB, R7A 5B3 • 204-571-3200  
**Calgary** • 239 8<sup>th</sup> Ave., SW, Suite 100, Calgary, AB, T2P 1B9 • 403-476-0398  
**Calgary - Southport** • 1100-10655, Southport Road SW, Southland Tower, Calgary, AB, T2W 4Y1 • 403-301-4859  
**Calgary - West** • 3810-855, 2<sup>nd</sup> Street SW, Calgary, AB, T2P 4J8 • 403-410-9814  
**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** • rue Hurontario, Collington, ON, L9Y 2L8 • 705-445-2402  
**DIX30** • 9160, boulevard Leduc, Bureau 710, Brossard, QC, J4Y 0E3 • 450-462-2552  
**Drumheller** • 356 Centre Street, PO Box 2176, Drumheller, AB, T0J 0Y0 • (403) 823-6859  
**Drummondville** • 595, boulevard Saint-Joseph, Bureau 200, Drummondville, QC, J2C 2B6 • 819-477-5024  
**Duncan** • 2763 Beverly Street, Suite 206, Duncan, BC, V9L 6X2 • 250-715-3050  
**Edmonton** • 10175 – 101 Street NW, Suite 1800, Edmonton, AB, T5J 0H3 • 780-412-6600  
**Edmonton-North** • TD Tower, 10088 – 102 Avenue, Suite No. 1701, Edmonton, AB, T5J 2Z1 • 780-421-4455  
**FrederictonNB** • 551 King Street, Fredericton, NB, E3B 4Z9 • 506-450-1740  
**Gatineau** • 920, St-Joseph, Bureau 100, Hull-Gatineau, QC, J8Z 1S9 • 819-770-5337  
**Granby** • 201-975 rue Principale, Granby, QC, J2G 2Z5 • 450-378-0442  
**Halifax** • Purdy's Wharf Tower II, 1969 Upper Water Street, Suite 1601, Halifax, NS, B3J 3R7 • 902-496-7700  
**Halifax-Spring Garden** • 400-5657 Spring Garden Road, Parklane Terraces, Halifax, NS, B3J 3R4 • 902-425-1283  
**Îles-de-la-Madeleine** • 425, chemin Principal, Cap-aux-Meules, QC, G4T 1E3 • 418-649-2532  
**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, 6<sup>th</sup> 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  
**Magog** • 916, rue Principale Ouest, Magog, QC, J1X 2B7 • 819-868-0227  
**Metcalfe** • 1155, rue Metcalfe, Suite 1450, Montréal, QC, H3B 2V6 • 514-879-4825  
**Mississauga** • 350, Burnhamthorpe road West, Suite 603, Mississauga, ON, L5B 3J1 • 905-272-2799  
**Moncton** • 735 Main Street, Suite 300, Moncton, NB, E1C 1E5 • 506-857-9926  
**Mont Saint-Hilaire** • 450 boul. Sir-Wilfrid-Laurier local 208, Mont-St-Hilaire, Qc. J3H 3N9 • 450-467-4770  
**Mont-Tremblant** • 1104, rue de Saint-Jovite, 2<sup>e</sup> étage, Mont-Tremblant, QC, J8E 3J9 • 450-569-3440  
**Montréal International** • 1, Place Ville-Marie, Bureau 1700, Montréal, QC, H3B 2C1 • 514-879-5576  
**Montréal L'Acadie** • 9001, boulevard de l'Acadie, Bureau 802, Montréal, QC, H4N 3H5 • 514-389-5506  
**North Bay** • 680 Cassells Street, Suite 101, North Bay, ON, P1B 4A2 • 705-476-6360  
**Oakville** • 305 Church Street, Oakville, ON, L6J 7T2 • 905-849-3558  
**Oshawa** • 575 Thornton Road North, Oshawa, ON, L1J 8L5 • 905-433-0210  
**Ottawa** • 50 O'Connor Street, Suite 1602, Ottawa, ON, K1P 6L2 • 613-236-0103  
**Outremont** • 1160, boulevard Laurier Ouest, App. 1, Outremont, QC, H2V 2L5 • 514-276-3532  
**Owen Sound** • 1717 2<sup>nd</sup> Ave. E., Suite 202, Owen Sound, ON, N4K 6V4 • 519-372-1277  
**Peterborough** • 201 George Street North, suite 401, Peterborough, ON, K9J 3G7 • 705-740-1110  
**Plessisville** • 1719, rue St-Colixte, Plessisville, QC, G6L 1R2 • 819-362-6000  
**Kirkland** • 16,766 Route Transcanadienne, bureau 503, Kirkland, QC, H9H 4M7 • 514-426-2522  
**PVM Montréal** • 1, Place Ville-Marie, Bureau 1700, Montréal, QC, H3B 2C1 • 514-879-5200  
**Québec** • 500, Grande-Allée Est, Bureau 400, Québec, Qc, G1R 2J7 • 418-649-2525

**Québec - Sainte-Foy** • Place de la Cité, 2600, boulevard Laurier, Bureau 700, Québec, QC, G1V 4W2 • 418-654-2323  
**Red Deer** • 4719 48<sup>th</sup> Avenue, Suite 200, Red Deer, AB, T4N 3T1 • 403-348-2600  
**Regina** • 2075, Prince Of Wales Drive, Suite 305, Regina, SK, S4V 3A3 • 306-781-0500  
**Repentigny** • 534, rue Notre-Dame, Bureau 201, Repentigny, QC, J6A 2T8 • 450-582-7001  
**Richmond** • 135-8010 Saba Road, Richmond, BC, V6Y 4B2 • 604-658-8050  
**Richmond Hill** • 9130 Leslie Street, Suite 200, Richmond Hill, ON, L4B 0B9 • 416-753-4016  
**Rimouski** • 127, boulevard René-Lepage Est, Bureau 100, Rimouski, QC, G5L 1P1 • 418-721-6767  
**Rivière-du-Loup** • 10, rue Beaubien, Rivière-du-Loup, QC, G5R 1H7 • 418-867-7900  
**Rouyn-Noranda** • 104, 8<sup>e</sup> rue, Rouyn-Noranda, QC, J9X 2A6 • 819-762-4347  
**Saint John** • 69 King Street, 2<sup>nd</sup> floor, St-John, NB, E2L 2B1 • 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  
**Saint-Lambert** • 564, avenue Victoria, Saint-Lambert, QC, J4P 2J5 • 450-671-5698  
**Saskatoon - 8<sup>th</sup> St.** • 1220 8<sup>th</sup> 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** • 58, rue Du Roi, Bureau 201, Sorel, Québec, J3P 4M7 • 450-743-8474  
**St. Catharines** • 40 King Street, St. Catharines, ON, L2R 3H4 • 905-641-1221  
**Sudbury** • 10 Elm Street, Suite 501, Sudbury, ON, P3C 1S8 • 705-671-1160  
**Theford Mines** • 222, boulevard Frontenac Ouest, bureau 107, Theford Mines, QC, G6G 6N7 • 418-338-6183  
**Thunder Bay** • 979, Alloy Dr, Suite 104, Thunder Bay, ON, P7B 5Z8 • 807-683-1777  
**Toronto 1** • Exchange Tower, 130 King Street West, Suite 3200, Toronto, ON, M5X 1J9 • 416-869-3707  
**Trois-Rivières** • 7200, rue Marion, Trois-Rivières, QC, G9A 0A5 • 819-379-0000  
**Val d'Or** • 840, 3<sup>e</sup> avenue, Val d'Or, QC, J9P 1T1 • 819-824-3687  
**Valleyfield** • 1356, boulevard Monseigneur-Langlois, Valleyfield, QC, J6S 1E3 • 450-370-6656  
**Vancouver - PB1859** • 1076 Alberni Street, Suite 201, Vancouver, BC, V6A 1A3 • 778-783-6420  
**Vancouver 1** • 475 Howe Street, Suite 3000, Vancouver, BC, V6C 2B3 • 604-623-6777  
**Victoria** • 700-737 Yates Street, Victoria, BC, V8W 1L6 • 250-953-8400  
**Victoriaville** • 650, boulevard Jutras Est, Bureau 150, Victoriaville, QC, G6S 1E1 • 819-758-3191  
**Waterloo** • 851 Fisher Hallman North, Kitchener, ON, N2M 5N8 • 519-742-9991  
**White Rock** • 2121 160<sup>th</sup> Street, Surrey, BC, V3Z 9N6 • 604-541-4925  
**Windsor** • 1 Riverside Drive West, Suite 600, Windsor, ON, N9A 5K3 • 519-258-5810  
**Winnipeg** • 1000-400 St. Mary Avenue, Winnipeg, Manitoba, R3C 4K5 • 204-925-2250  
**Yorkton** • 89 Broadway Street West, Yorkton, SK, S3N 0L9 • 306-782-6450

## International

### NBF Securities UK

(Regulated by  
The Financial Services Authority)  
70 St. Mary Axe  
London, England EC3A 8BE  
Tél.: 44-207-680-9370  
Tél.: 44-207-488-9379

### New York

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

## National Bank of Canada Financial Inc.

### New York

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

## Membre de

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



# Bureaux corporatifs

## Montréal Financière Banque Nationale

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

## Toronto National Bank Financial

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

## Canada (Sans frais)

1 800 361-8838  
1 800 361-9522

## United States (Sans frais)

1 800 678-7155

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

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

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

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

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

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

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

FBN est membre du Fonds canadien de protection des épargnants.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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