

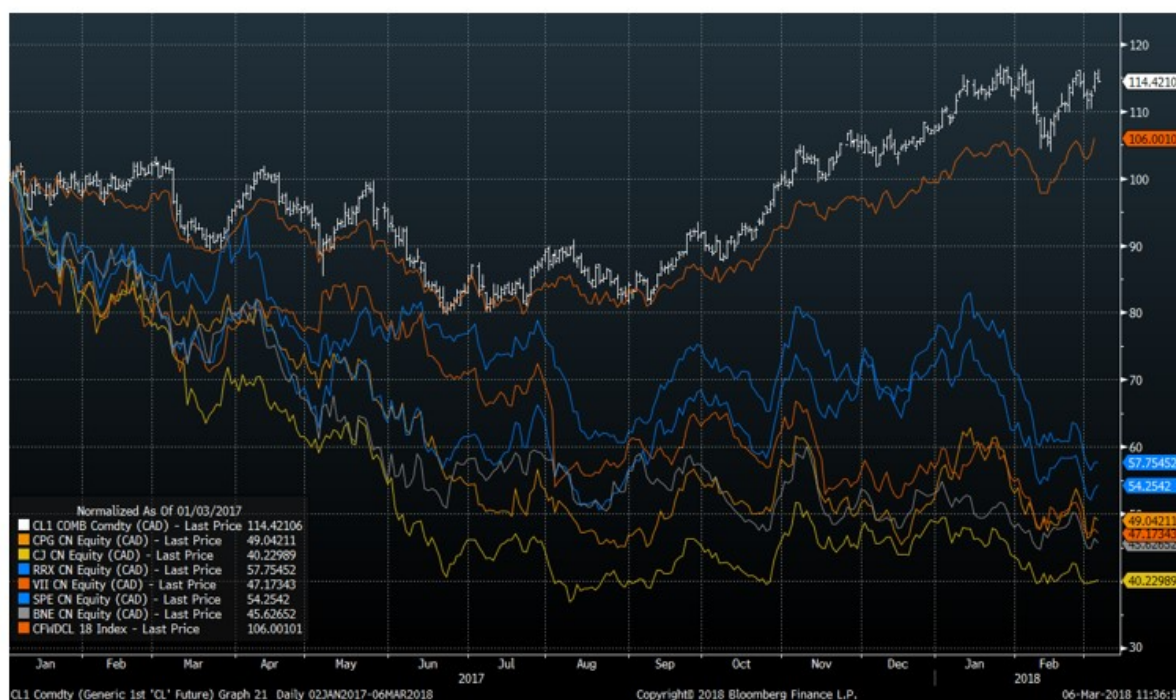
Comment l'une des occasions de placement les plus lucratives des dernières décennies peut-elle rester bien en vue des investisseurs alors que, mois après mois, les actions du secteur énergétique continuent de stagner et que le marché reste obstinément concentré sur d'autres domaines comme le bitcoin, les actions de marijuana et le domaine technologique général, ce qui engendre le rejet involontaire du secteur de l'énergie? Chaque matin, sur CNBC et BNN, on parle beaucoup plus des noms à la mode comme Amazon ou Canopy Growth que du marché pétrolier de 2,3 billions de dollars ou des actions du secteur de l'énergie qui se sont disloquées du cours du pétrole pour créer le plus grand écart de l'histoire alors que le cours du pétrole atteint des sommets depuis des années (voir ci-dessous que le prix au comptant et le cours du pétrole en dollars canadiens est en hausse de 14 % et de 6 % respectivement depuis le début de 2017 et beaucoup d'actions canadiennes du secteur pétrolier sont en baisse de 50 % à 60 % durant la même période = 65 % et plus en sous-performance relative!).

Nos spécialistes en investissement



Eric Nuttall, CIM

Associé, gestionnaire de portefeuille principal

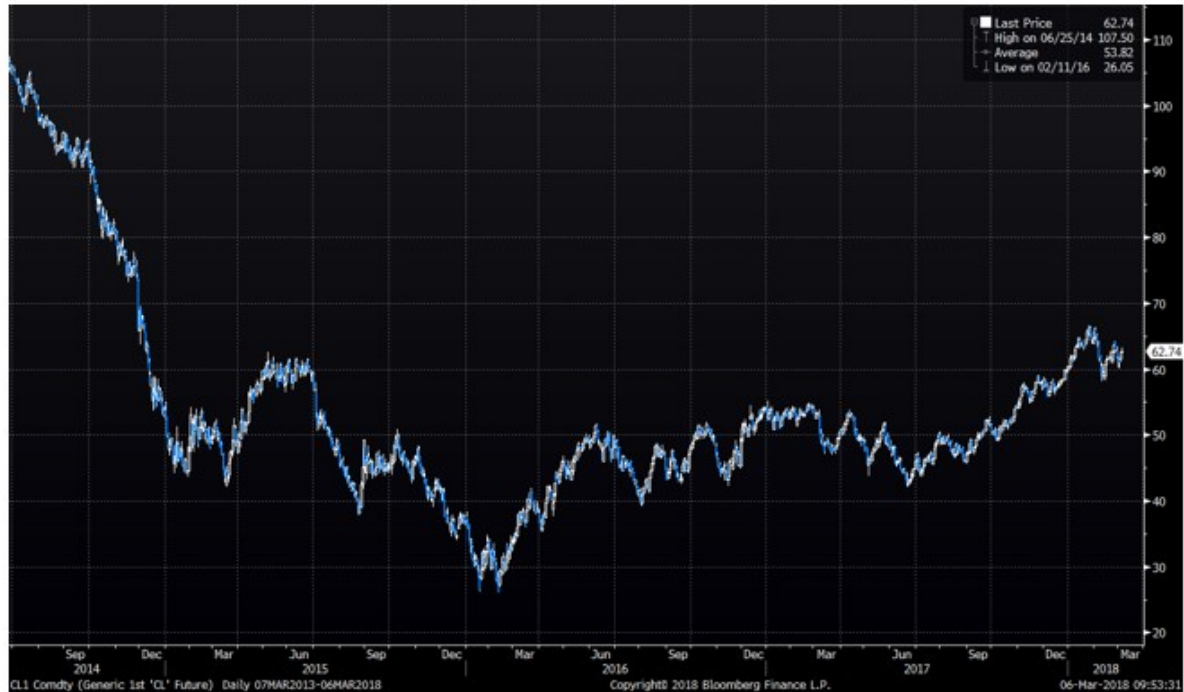


Source : Bloomberg

Qu'est-ce qui rend ce manque d'intérêt (et le manque de flux d'investissement correspondant) si frustrant? C'est que le contexte macroéconomique actuel pour le pétrole est extrêmement positif en plus de notre conviction que le pétrole est dans un marché haussier pour plusieurs années, et qu'il y

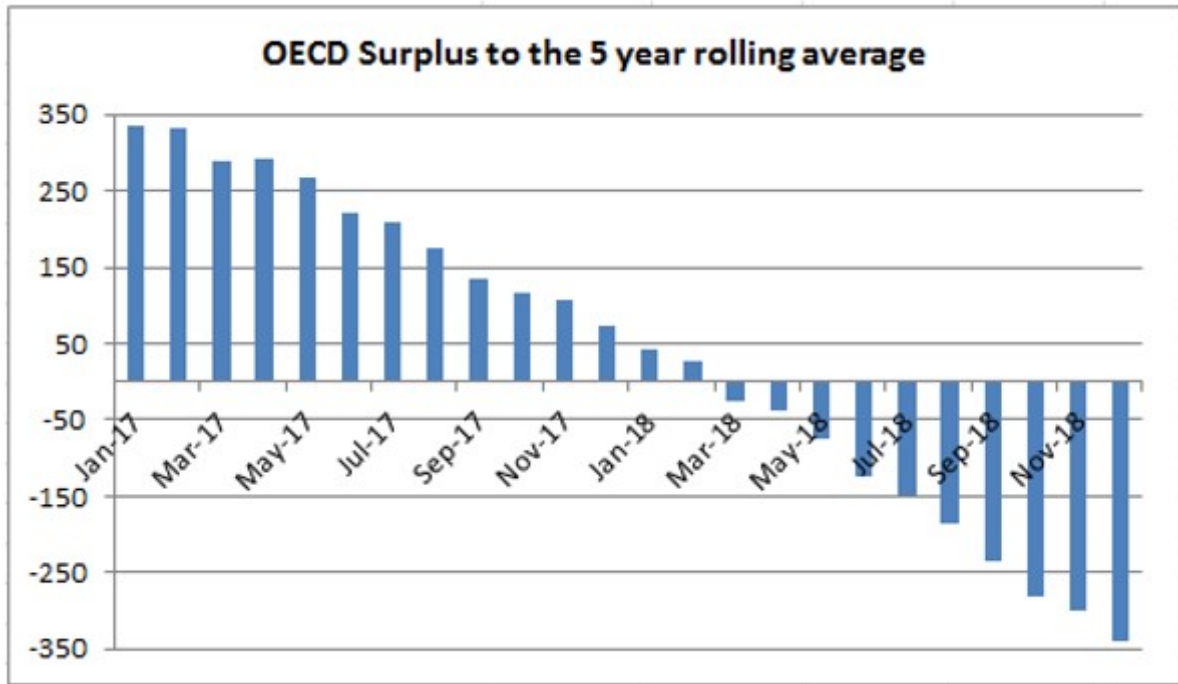
a peu de choses capables de mettre fin à cette réalité. Pourquoi le monde ne peut-il pas voir ce que nous voyons?

1. Le pétrole se négocie à son plus haut niveau en 4 ans



Source : Bloomberg

2. La « surabondance de pétrole » (c.-à-d. les stocks excédentaires de pétrole de l'OCDE par rapport à la moyenne mobile sur 5 ans) a passé de 334 millions de barils en janvier 2017 à un déficit de ~26 millions de barils en ce moment et ce nombre pourrait atteindre un déficit de plus de 300 millions de barils d'ici la fin de 2018.

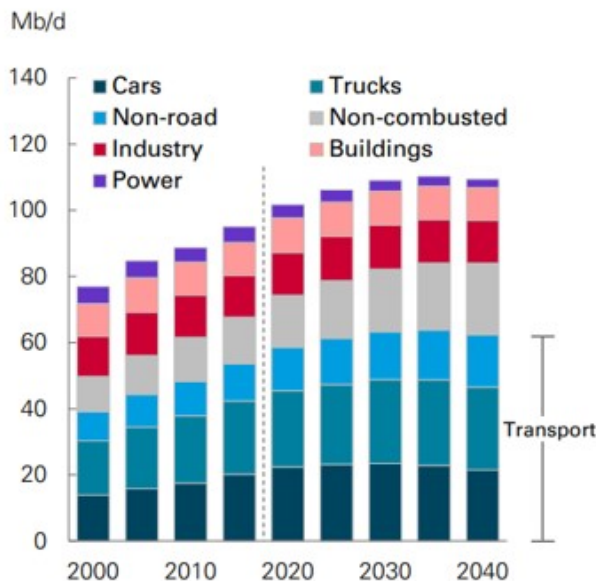


Source : Ninepoint Partners

3. L'OPEP et la Russie se sont engagées à ce que leur réduction de 1,2 million de barils par jour se poursuive tout au long de 2018 et leur adhésion à cette réduction s'est avérée remarquablement robuste, dépassant systématiquement les 100 %. Même s'ils mentaient et que toute la production interrompue devait revenir sur le marché MAINTENANT, le marché reviendrait à un scénario sous-approvisionné d'ici la fin de 2018 (cette notion n'est pas bien comprise).

4. La demande de pétrole est en train de grimper avec une demande accrue en 2017 de ~1,7 million de barils par jour et 2018 qui semble être une année encore plus forte avec certaines entreprises comme Goldman Sachs appelant à une croissance supérieure à 2 millions de barils par jour.

Liquids demand



Source: BP Statistical Review

5. Le méchant de l'heure, le pétrole de schiste américain, ne connaîtra pas une croissance aussi rapide que les gens le croient, et sera limité à ~1,2 million de barils par jour. Cela est causé par un changement incroyablement important et encore sous-estimé de mentalité des directions (et par les régimes d'encouragement : 60 % à 70 % des entreprises adopteront des régimes d'encouragement fondés sur les rendements en 2018, une hausse de 10 % par rapport à 2015) de générer des taux de rendement économique acceptables plutôt qu'une croissance absolue de la production (soit la « croissance pour la croissance »). De plus, les pénuries d'infrastructures, de main-d'œuvre et d'équipement agissent comme points d'ancrage supplémentaires pour le potentiel de croissance.

6. Le marché pétrolier en 2017 était sous-approvisionné de 0,7 million de barils par jour (comme en témoignent les baisses de stocks à un rythme encore jamais vu). Lorsque combiné à une croissance de la demande de 1,8 million de barils par jour, cela signifie que l'offre devrait augmenter de 2,5 millions de barils par jour en 2018 pour atteindre l'équilibre. Avec une production américaine limitée à environ 1,7 million de barils par jour, une production stable de l'OPEP et de la Russie, et une production hors de l'OPEP et des États-Unis d'environ 0,2 million de barils par jour, il devrait être évident que le marché restera sous-approvisionné. La dernière fois que les stocks de l'OCDE ont atteint les niveaux projetés de 2018 de moins de 2,6 millions de barils par jour, le cours du pétrole (WTI) était supérieur à 70 \$ le baril (comparativement à 62,50 \$ aujourd'hui).

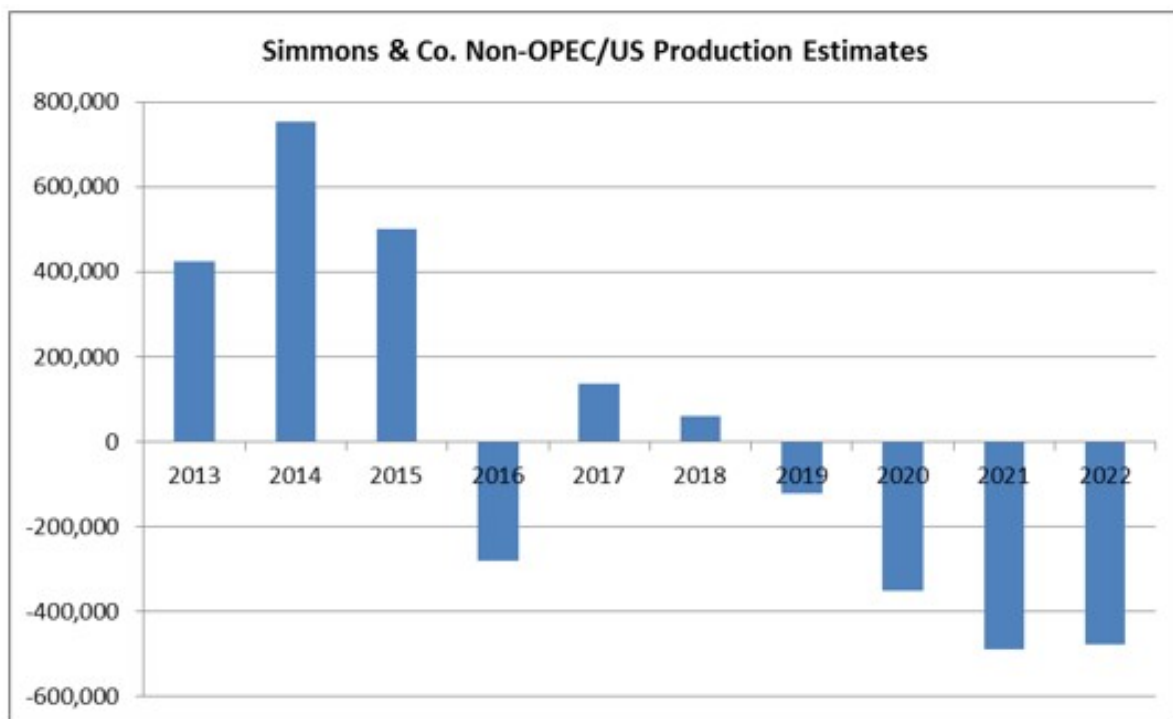
12/22/2018 07:24:33 [DJN]

***DJ OPEC President: More Concerned by Lack of Oil Supply Than Oversupply**

Source : Ninepoint Partners

Compte tenu de tout ce qui précède, il devrait être évident que le contexte actuel du pétrole est universellement positif. Ce n'est pas seulement une prévision haussière à court terme, mais plutôt une prévision qui s'étend sur les quatre ou cinq prochaines années. Pourquoi croyons-nous que nous sommes dans un marché haussier de plusieurs années pour le pétrole? Il y a quatre raisons principales et elles pointent toutes vers un marché qui devrait rester sous-approvisionné pour les prochaines années (même si le pétrole de schiste américain continue de croître et que les volumes de l'OPEP reviennent sur le marché en 2019) et suggèrent que le cours du pétrole devra se redresser suffisamment pour justifier la croissance de la demande de peur que les stocks ne tombent dangereusement bas :

1. La croissance de l'offre américaine est probablement limitée à ~1,2 million de barils par jour par an pour les raisons expliquées ci-dessus.
2. L'offre de l'OPEP qui, une fois les volumes interrompus de 1,2 million de barils par jour revenus sur marché, sera en grande partie à son niveau le plus élevé de production pour les prochaines années, offrant un potentiel de croissance global net limité.
3. La demande devrait augmenter d'au moins 1,2 à 1,5 million de barils par jour au cours des prochaines années, à moins d'une récession mondiale, compte tenu des tendances de la demande dans les pays de l'OCDE et les pays non membres de l'OCDE.
4. Plus important encore, la production hors de l'OPEP et des États-Unis devrait décliner sur plusieurs années à compter de 2019, compte tenu de la plus forte diminution des dépenses à long terme (quatre à six ans et plus) encore jamais vu.



Source : Simmons

Le résumé de ces quatre principaux facteurs se trouve dans le tableau ci-dessous et montre que même avec des taux de croissance de la demande de pétrole en baisse, une croissance continue de l'offre américaine et l'OPEP qui ramènent sur le marché tous les volumes interrompus de 1,2 million de barils par jour, le marché du pétrole devrait rester sous-approvisionné pendant au moins les prochaines années :

	2018	2019	2020
Beginning of year undersupply	0.7	1.1	0.4
Add: Demand Growth	1.8	1.6	1.4
Total amount of required supply growth to reach balance	2.5	2.7	1.8
US Supply Growth	1.2	1.2	1.2
OPEC+Russia Supply Growth	0	1.2	0.4
Non-OPEC/US Supply Growth	0.2	-0.1	-0.4
Total estimated supply growth	1.4	2.3	1.3
End of year market balance	-1.1	-0.4	-0.6
All units are in MM Bbl/d; Source: Ninepoint Partners			

Compte tenu de la nature fixe des taux de croissance américains et de l'OPEP et de la très longue durée des mégaprojets hors de l'OPEP et des États-Unis (quatre à six ans et plus), nous pensons que la chaîne d'approvisionnement pétrolière mondiale n'a pas la capacité de répondre à la pénurie à venir. En conséquence, le cours du pétrole à partir de 2019 et de plus en plus en 2020 devra se transformer en mécanisme de justification de la demande, ce qui suggère qu'il devra augmenter significativement plus que son niveau actuel.

Positionnement du fonds

Ce qui a été un début d'année encourageant en janvier s'est transformé en « du pareil au même » en février lorsque les titres pétroliers ont été vendus dans les marchés en général. Cela a davantage disloqué les titres pétroliers du cours du pétrole. Le cours du pétrole au cumul annuel est en hausse de 3,4 % en dollars américains et d'environ 6 % en dollars canadiens. Au même moment des deux côtés de la frontière, les producteurs de pétrole et les actions du secteur des services ont baissé (XOP -7 %, SPTEN -10 %, OIH -6 %). Il est courant de trouver de nombreuses sociétés pétrolières intermédiaires canadiennes à -15 % ou plus au cumul annuel après avoir chuté de 30 % à 50 % l'année précédente. Par conséquent, les sociétés canadiennes de pétrole à moyenne capitalisation se négocient à environ 50 % de leurs multiples moyens à long terme, les producteurs américains se négocient à un escompte multiple de ~1,5 fois par rapport à leur multiple moyen de négociation récent et les actions du secteur des services se négocient de 50 à 75 % de réduction sur les multiples de milieu de cycle. De telles évaluations seraient appropriées si vous croyiez les analystes : la croissance du pétrole américain va submerger le marché tout comme les volumes de l'OPEP et de la Russie, l'adoption de la voiture électrique va détruire la croissance globale de la demande de pétrole, et essentiellement le secteur pétrolier et gazier est une industrie en déclin. Nous ne le croyons pas. Alors que les analystes prendront conscience des tendances extraordinairement haussières que nous avons soulignées ci-dessus au cours des six prochains mois, nous nous attendons à ce que le vent tourne et qu'une réévaluation de l'expansion des multiples de milieu de cycle par rapport à l'expansion culminante des multiples. Par conséquent, nous détenons des actions dans lesquelles nous remarquons une hausse de 100 % et plus par rapport aux niveaux actuels.

Du côté sous-sectoriel, nous conservons notre plus grande exposition aux sociétés de pompage. Malgré des résultats médiocres au quatrième trimestre en raison de l'épuisement budgétaire rapide pour l'exploration et la production au début de décembre et du temps extrêmement froid qui affecte les opérations à court terme, nous estimons que la rentabilité de ces sociétés en 2018 et 2019 est sous-estimée et que le cycle durera plus longtemps que les analyses ne le croient. L'orientation à caractère prévisionnel des sociétés de pompage a été très forte et il est courant d'entendre parler des prix de pointe qui continuent d'augmenter. Les membres de la direction d'Halliburton, lors de leur téléconférence du quatrième trimestre, ont déclaré qu'ils avaient « tout vendu pour autant qu'ils le sachent ». Si nous avons raison d'affirmer que le cycle durera encore 1 à 2 ans au lieu de dire qu'il est déjà terminé, soit d'appliquer les multiples de sommet (3x et 4x), plutôt qu'appliquer un multiple de milieu de cycle (7x), le cycle est significativement trop baissier.

Sociétés de pompage (multiple de milieu de cycle de ~7x contre multiple à terme de 3,6x)

	<u>2018</u> <u>EV/EBITDA</u>	<u>2019</u> <u>EV/EBITDA</u>	<u>2018 FCF</u> <u>Yield</u>	<u>2019 FCF</u> <u>Yield</u>	<u>Upside to Average</u> <u>Analyst Target</u>
Trican	4.1	3.1	14.7%	20.0%	61%
Calfrac	6.2	4.8	3.1%	7.9%	22%
STEP Energy Services	2.9	2.1	9.9%	23.6%	97%
C&J Energy Services	4.0	2.5	0.5%	21.8%	43%
Keane Group	4.4	3.5	6.6%	15.4%	33%
Liberty Oilfield Services	4.2	2.6	6.2%	20.2%	58%
FTS International	4.5	2.2	13.6%	34.5%	46%
ProPetro Holding	4.6	3.6	7.4%	12.7%	32%
RPC Energy	6.6	5.4	4.2%	7.8%	17%
Superior Energy Services	6.6	5.1	3.1%	6.3%	29%
Patterson-UTI	5.7	4.6	3.2%	7.9%	28%
AVERAGE	4.9	3.6	6.6%	16.2%	42.3%
Source: Bloomberg					

Le Fonds Énergie Sprott/ Fiducie d'occasions énergétiques Sprott a une exposition modeste à l'industrie canadienne de l'exploration et de la production. Alors que les évaluations sont très attrayantes sur la base du rendement de la valeur d'entreprise et du flux de trésorerie disponibles (et même sur la base d'un rendement en dividendes durable ... le CJ est à 10 % ce qui est entièrement soutenu par les flux de trésorerie) nous avons du mal à voir comment les titres pétroliers canadiens vont pouvoir mieux performer que leurs équivalents américains lorsque le vent tournera, compte tenu des défis attendant les pipelines. Nous croyons que les sociétés d'exploration et de production des États-Unis prendront la tête et que nous aurons l'occasion de rétablir le capital dans les actions canadiennes des sociétés d'exploration et de production avec un peu de retard.

Les sociétés d'exploration et de production canadiennes à moyenne capitalisation (VE/FT multiples de ~4,0x contre « anciens » multiples historiques de 8,0x)

	<u>Spartan</u>	<u>Torc</u>	<u>Whitecap</u>	<u>Cardinal</u>	<u>Raging</u> <u>River</u>	<u>Crescent</u> <u>Point</u>	<u>Bonterra</u>	<u>Obsidian</u>	<u>Surge</u>	<u>Seven</u> <u>Generations</u>
FCF Yield	12.2%	14.8%	9.6%	18.6%	12.3%	10.7%	16.8%	15.9%	14.4%	0.5%
Dividend Yield		3.9%	3.9%	10.1%		3.9%	9.0%		4.6%	
EV/CF - 2018 strip	3.9	4.7	5.5	4.6	4.1	4.1	5.4	4.0	4.0	4.7
2017 PDP RLI	5.1	5.3	8.0	5.9	3.6	5.2	8.3	0.0	5.6	2.2
2017 Proved RLI	8.3	8.6	12.6	6.4	8.6	8.3	15.8	0.0	10.4	11.0
2017 Proved +Probable RLI	12.8	13.2	17.5	8.7	11.2	14.8	4.3	0.0	16.2	20.5
Debt / CF - 2018 strip	0.5	0.8	1.5	1.5	0.7	1.8	2.4	1.5	1.4	1.4
Source: Bloomberg										
Note: FCF as defined as operating cash flow less maintenance capex (capital required to keep production flat)										
Strip at time of publishing was \$61/bbl WTI, 1.29 USD/CAD forex, and \$1.37/mcf AECO										

Producteurs permiers des États-Unis (multiple typique à terme ~8 à 9x contre 5,7x)

	<u>2017/2016</u> <u>production</u> <u>growth</u>	<u>2018/2017</u> <u>production</u> <u>growth</u>	<u>2019/2018</u> <u>production</u> <u>growth</u>	<u>2018</u> <u>EV/EBITDA</u>	<u>2019</u> <u>EV/EBITDA</u>	<u>Average</u> <u>Target</u>	<u>Upside</u>
Jagged Peak	209%	98%	40%	6.8	4.9	\$18.00	51.6%
Centennial Resources	292%	88%	39%	9.0	5.8	\$26.82	37.6%
Parsley Energy	78%	51%	37%	7.6	5.5	\$37.57	40.3%
Callon	48%	39%	31%	7.8	5.7	\$15.95	34.8%
RSP Permian	91%	36%	31%	8.7	6.6	\$52.69	27.2%
Diamondback	88%	43%	30%	9.6	7.0	\$153.57	19.7%
WPX Energy	30%	16%	28%	7.3	5.5	\$19.77	34.5%
Energen	31%	33%	27%	6.6	5.3	\$71.04	26.8%
Matador	39%	20%	21%	8.4	6.9	\$36.28	21.5%
Cimarex	18%	15%	19%	6.6	5.7	\$143.22	50.8%
EnCana	-11%	20%	18%	6.2	4.9	\$15.66	42.9%
QEP	-5%	-3%	9%	5.5	4.7	\$14.39	54.3%
AVERAGE	76%	38%	27%	7.5	5.7		36.8%
Source: Bloomberg							

En résumé, le cours du pétrole se négocie à son plus haut niveau en quatre ans et se trouve dans un marché haussier de plusieurs années qui ne peut être interrompu à moins d'une dépression mondiale. La dislocation de 65 % en rendement entre le cours du pétrole et les titres pétroliers au cours de l'année précédente est la plus grande jamais enregistrée en carrière. Pourtant, la question logique à se poser est de savoir ce qui doit se passer pour que cette dislocation s'arrête? Nous croyons qu'il faudra une combinaison de plusieurs choses : 1) Les sociétés d'exploration et de production des États-Unis doivent continuer de privilégier les rendements plutôt que la croissance, ce qui réduit le capital investi dans l'exploration et la production (c.-à-d. des taux de croissance historiques inférieurs malgré la hausse des cours du pétrole) et une meilleure expérience pour les actionnaires finalement qui sont récompensés par des dividendes et des rachats. 2) Les actions du secteur des services démontrent leur orientation à caractère prévisionnel très positive dans les résultats imprimés (c.-à-d. les résultats du premier trimestre) 3) Poursuivre la mise en œuvre des rachats d'actions tant par les sociétés d'exploration et de production (plus de 4 milliards de dollars annoncés en février) que par les sociétés de services (FRAC a annoncé un rachat de 100 millions de dollars, une hausse de 8 % des actions aux dernières nouvelles). [À noter que nous continuons d'exhorter toutes les sociétés pétrolières canadiennes qui négocient près de la durée de leurs réserves établies, prouvées, mises en valeur et exploitées contre leur VE/FT en utilisant les cours pour arrêter le forage et simplement racheter leurs propres actions... même résultat = croissance par action tout en soutenant le cours de l'action]. Alors que le moment exact de l'inflexion inévitable de la tendance est impossible à prédire, rémunérer les investisseurs pour cette incertitude permet une hausse très significative : nous détenons plusieurs actions dans lesquels nous remarquons une hausse de plus de 100 %.

Eric Nuttall

Gestionnaire principal de portefeuille

Fonds Énergie Sprott / Fiducie d'occasions énergétiques Sprott

¹ Tous les rendements et les détails du Fonds a) reposent sur les parts de série A; b) sont nets de frais; c) sont annualisés si la période est supérieure à un an; d) sont en date du février 28, 2018; e) les rendements annuels de 2004 sont pour la période du 15 avril au 31 décembre 2004. L'indice est composé à 100 % de l'indice Capped Energy TRI S&P/TSX et est calculé par Ninepoint Asset Management LP en fonction de l'information sur l'indice accessible au public.

De façon générale, le Fonds est sujet aux risques suivants. Consultez le prospectus du Fonds pour obtenir une description de ces risques : risque de concentration; risque de crédit; risque de change; risque lié aux produits dérivés; risque relatif aux fonds indiciaires négociables en bourse; risque touchant les investissements étrangers; risque lié à l'inflation; risque lié aux taux d'intérêt; risque touchant les liquidités; risque du marché; risque de nature réglementaire; risque lié aux opérations de prêt, de rachat et de rachat à rebours; risque relatif à la série; risque de vente à découvert; risque relatif aux sociétés de ressources naturelles à faible capitalisation; risque fiscal.

Ninepoint Partners LP est le gestionnaire de placement des Fonds Ninepoint (collectivement, les « Fonds »). Un placement dans un fonds commun de placement peut donner lieu à des commissions, des commissions de suivi, des frais de gestion, des frais liés au rendement (le cas échéant) ainsi qu'à d'autres frais et dépenses. Veuillez lire attentivement le prospectus avant d'investir. Le taux de rendement indiqué pour les parts de série A du Fonds pour la période se terminant le février 28, 2018 est basé sur le taux de rendement total composé annuel historique et inclut les changements de valeur des parts et le réinvestissement des dividendes distribués. Il ne tient cependant pas compte des ventes, des rachats, des distributions ou des charges facultatives ni des impôts sur le revenu payables par tout détenteur de part qui pourraient avoir réduit le rendement. Les fonds communs de placement ne sont pas garantis, leur valeur fluctue souvent et les rendements passés ne se reproduisent pas nécessairement. L'information contenue dans la présente communication ne constitue pas une offre ni une sollicitation par toute personne résidant aux États-Unis ou dans tout ressort où une telle offre ou sollicitation n'est pas autorisée ou à toute personne qu'il est illégal de solliciter ou à qui il est illégal de faire une telle offre. Les investisseurs éventuels qui ne résident pas au Canada doivent s'adresser à leur conseiller en placement pour déterminer si les titres du Fonds peuvent être légalement vendus dans leur ressort.

Les opinions, les estimations et les prévisions (« l'information ») contenues dans la présente étude sont uniquement celles de Ninepoint Partners LP et sont modifiables sans préavis. Ninepoint Partners fait tous les efforts pour assurer que l'information est tirée de sources considérées fiables et exactes. Cependant, Ninepoint Partners n'assume aucune responsabilité quant aux pertes ou dommages directs ou indirects quelconques pouvant résulter de l'utilisation de cette information. Ninepoint Partners n'a aucune obligation de mettre à jour ou de maintenir à jour l'information contenue dans le présent document. Les destinataires ne doivent pas substituer l'information à leur propre jugement. Veuillez consulter votre conseiller professionnel relativement à votre situation particulière. Les opinions concernant une entreprise, un titre, un secteur ou un marché en particulier ne doivent pas être considérées comme une indication aux fins de négociation des fonds d'investissement gérés par Ninepoint Partners. Toute mention d'une entreprise particulière est faite uniquement à titre informatif, ne doit pas être considérée comme un conseil en matière de placement ou une recommandation d'achat ou de vente ni comme une indication de la façon qu'investissent ou investiront les portefeuilles des fonds d'investissement gérés par Ninepoint Partners. Ninepoint Partners LP ou ses sociétés affiliées peuvent être propriétaires bénéficiaires ou contrôler à titre bénéficiaire 1 % ou plus de n'importe quelle catégorie de titres de capitaux propres des émetteurs mentionnés dans la présente étude. Ninepoint Partners LP ou ses sociétés affiliées peuvent détenir une position vendeur de n'importe quelle catégorie de titres de capitaux propres des émetteurs mentionnés dans la présente étude. Au cours des précédents douze mois, Ninepoint Partners LP ou ses sociétés affiliées peuvent avoir reçu des émetteurs mentionnés dans la présente étude une

rémunération pour d'autres raisons que les services normaux de conseils en matière de placement ou d'exécution d'opérations.

Ninepoint Partners LP : Numéro sans frais : 1 866 299-9906 SERVICES AUX NÉGOCIANTS : CIBC Mellon GSSC Record Keeping Services: sans frais : 1.877.358.0540