

Jun 2025

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

Ethan Currie 416 432-4056
Analyste associé principal

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

Développement durable et Transition

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

Distribution et produits de consommation

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

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 :
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
Andrew Dusome 416 507-8177

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

Mohamed Sidibé 416 869-6436
Adjoint : Kristian Koschany 416 507-8123

Alex Terentiew 416 433-8053
Adjoint : Marc Ferrari 416 869-8045

Pétrole et gaz

› Moyennes sociétés et services pétroliers

Dan Payne 403 290-5441
Adjoints :
Amy Chen 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 :
Johnathan Pescod 403 355-6643
Derick Or 403-290-5447

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

Services industriels diversifiés

Michael Doumet 514 879-3639

Situations spéciales

Zachary Evershed 514 412-0021
Adjoints :
Prashant Kamath 416 869-8504
Nathan Po 416 660-1740

Technologie

Richard Tse 416 869-6690
Adjoints :
Amy Li 416 507-8828
Mike Stevens 416 869-7490

John Shao 416 869-7938

Technologies propres et développement durable

Rupert Merer 416 869-8008
Adjointe : Melissa Deane 416 864-7001

Télécommunications et médias

Adam Shine 514 879-2302
Adjoints :
Ahmed Abdullah 514 879-2564
Bilal Khan 416 869-8047

Transport et produits industriels

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

Administration

Greg Colman 416 869-6775
Directeur général et chef, Recherche

Tanya Bouchard 416 869-7934
Directrice générale
Analyste de supervision

Publications

Vanda Bright 416 869-7141
Directrice

Wayne Chau 416 869-7140
Associé publications

Renseignements

Giuseppe Saltarelli 514 879-5357
giuseppe.saltarelli@bnc.ca

Table des matières



Points saillants	4
L'économie	6
Taux d'intérêt et marché obligataire	18
Marché boursier et stratégie de portefeuille	24
Analyse technique	32
Analyse sectorielle	39
› Liste de sélections FBN	40
› Glossaire des tableaux des analystes	41
› Recommandations des analystes	42

Points saillants

Économie

MONDE (17 juin 2025)

- › Ces dernières semaines ont été un peu moins mouvementées sur le front du commerce international, mais cela n'a pas empêché les politiques protectionnistes d'avoir un impact important sur l'économie mondiale. C'est que, craignant de devoir payer plus cher leurs intrants à l'avenir, beaucoup d'entreprises américaines ont choisi de devancer leurs commandes à l'étranger. Cela a non seulement contribué à stimuler la production manufacturière à l'échelle internationale, mais a également entraîné la plus forte augmentation annuelle des volumes d'échanges depuis 2011, exclusion faite du rebond post-pandémique.
- › Aux États-Unis, la forte hausse des importations a entraîné une légère contraction de l'économie au premier trimestre. La situation était inverse presque partout ailleurs dans le monde, où la croissance a bénéficié du bond des exportations. Les menaces tarifaires étant maintenant devenues réalité dans de nombreux secteurs, cette tendance est appelée à s'inverser au deuxième trimestre.
- › Nous avons légèrement revu à la hausse nos prévisions de croissance du PIB mondial pour cette année (de 2,8 % à 2,9 %) et pour l'année prochaine (de 2,9 % à 3,0 %), reflétant une trajectoire de croissance légèrement plus porteuse aux États-Unis et dans la zone euro. Nous soulignerions toutefois que les risques pesant sur ce scénario restent orientés à la baisse. Parmi ceux-ci, deux nous semblent particulièrement importants. Le premier est lié à une possible recrudescence des tensions commerciales. Le deuxième concerne une potentielle escalade des tensions au Moyen-Orient, qui se traduirait par une hausse importante des prix du pétrole.

ÉTATS-UNIS (12 mai 2025)

- › Dans la dernière édition de ce mensuel économique, nous affirmions que les droits de douane, à leur niveau de l'époque, étaient intenable pour Washington étant donné l'impact prohibitif qu'ils pourraient avoir sur l'économie. Nous nous attendions donc à ce que le taux moyen de taxe à l'importation soit graduellement abaissé à environ 10-15 % à l'issue de négociations. En ce sens, la trêve annoncée entre la Chine et les États-Unis ne change pas nos vues.
- › Et bien que les mesures protectionnistes aient été considérablement amoindries ces derniers jours, elles risquent

tout de même maintenir l'inflation au-dessus de l'objectif de la banque centrale pendant un certain temps. Peut-être pas suffisamment pour empêcher toute baisse des taux cette année, mais assez pour inciter la banque centrale à faire preuve de prudence dans son approche.

- › Des taux directeurs plus élevés que ce qui aurait été le cas autrement pourraient, quant à eux, entraîner un ralentissement de la croissance au second semestre. À plus court terme, la croissance économique devrait rester assez bonne au deuxième trimestre, soutenue par une forte baisse des importations. Tout cela devrait se traduire par une croissance de 1,5 % cette année et de 1,1 % en 2026.

CANADA (16 mai 2025)

- › Même si le taux de droits de douane effectif imposé au Canada reste pour l'instant relativement bas, il n'en demeure pas moins que les risques d'escalade continuent d'être bien réels étant donné le caractère erratique de l'administration américaine. Il n'est donc pas surprenant que les entreprises soient paralysées par le manque de visibilité.
- › Alors que les intentions d'investissement laissaient entrevoir une reprise en 2025 il y a quelques mois, la situation a radicalement changé, de nombreux projets étant désormais suspendus. L'incertitude commence également à se refléter sur le marché du travail qui donne à nouveau des signes d'affaiblissement.
- › Bien que la Banque du Canada ait baissé le taux directeur de 150 points de base depuis septembre, le taux à 5 ans est, quant à lui, demeuré inchangé avec l'augmentation des taux d'intérêt mondiaux. Cela donne à penser que la Banque du Canada devra en faire davantage pour stabiliser le marché de l'immobilier en difficulté et neutraliser l'impact du choc de paiement pour de nombreux emprunteurs.
- › Puisque le dollar est résilient, que l'inflation est généralement sous contrôle et que les mesures de rétorsion tarifaires sont relativement limitées, la Banque du Canada devrait être en mesure d'abaisser son taux directeur à 2,0 % d'ici la fin de l'année. Cela serait suffisant pour l'instant dans la mesure où le gouvernement fédéral entend également mettre l'épaule à la roue pour limiter les dégâts économiques.
- › Nous prévoyons une croissance du PIB de 1,1 % seulement en 2025, avec une légère contraction de l'économie au

deuxième et au troisième trimestres et un taux de chômage plafonnant à 7,4 % au quatrième trimestre.

Taux d'intérêt et devise (18 juin 2025)

- › Le début de l'année a été frénétique sur le plan des droits de douane, mais le dernier mois a été relativement tranquille, après l'annonce de la désescalade pour 90 jours avec la Chine au début de mai. Néanmoins, ce « régime stable » est loin d'être optimal puisque le taux effectif des droits de douane américains reste à des sommets inégalés depuis plusieurs décennies et que l'incertitude plane. La volatilité pourrait bientôt resurgir. La fin de la suspension de 90 jours des droits de douane réciproques approche (9 juillet) et D. Trump a promis d'infliger aux partenaires commerciaux des droits de douane unilatéraux dans les semaines à venir. Comme un air de déjà vu, n'est-ce pas?
- › Jusque-là, les impacts des droits de douane sur l'économie américaine n'ont pas été aussi importants qu'on le prévoyait. Certes, les flux commerciaux ont fortement oscillé, mais l'embauche n'a pratiquement pas bougé par rapport au rythme d'avant la taxe et l'inflation est restée étonnamment timide. Cela a conduit à quelques baisses modestes des rendements obligataires et à un devancement des réductions de taux par la Fed. Cependant, nous n'interprétons pas un impact initial étouffé comme un signe que l'économie des États-Unis résiste aux droits de douane. En fait, sous la surface apparaissent des indices de montée des coûts qui se solderont soit par une augmentation de l'inflation soit par une baisse de la rentabilité (qui aurait des incidences sur l'investissement, l'embauche, la croissance, etc.). Le problème est qu'il est encore trop tôt pour dire quelle tournure prendront les événements, ce que les porte-parole de la Fed ont volontiers reconnu. Si nous concédons que les récents chiffres d'inflation ont rendu la trajectoire vers une réduction des taux en septembre beaucoup plus claire, nous continuons aussi de nous attendre à ce que les responsables de la politique monétaire adoptent une approche plus patiente et attendent jusqu'au T4.
- › Le Canada a été la première victime de l'assaut douanier de D. Trump au début de l'année, mais des dispenses ultérieures pour les produits conformes à l'ACEUM ont, dans une certaine mesure, limité les dégâts. Les droits de douane pourraient encore être allégés puisque, avant la tenue du sommet du G7, les négociateurs canadiens et

Points saillants

américains ont apparemment progressé vers un accord. Toute désescalade est bonne à prendre, mais les « accords » commerciaux antérieurs (c.-à-d., entre les États-Unis et le Royaume-Uni) avaient une portée limitée et ont laissé de nombreuses taxes en vigueur. Nous restons donc pessimistes pour un retour à des relations commerciales « normales » par un accord à brève échéance.

La Banque du Canada a poursuivi sa pause dans la détente en juin, malgré des marchés du travail et immobiliers languissants et des perspectives de croissance tièdes. Cela s'explique par une reprise inattendue de l'inflation de base et un manque de limpidité de certains éléments que surveille la BdC (demande à l'exportation, attentes d'inflation). Des mises à jour importantes de ces variables seront disponibles avant le 30 juillet, ce qui ouvre la porte à une relance du cycle de détente. Le gouverneur Tiff Macklem l'a déjà reconnu tout en conditionnant toute nouvelle baisse des taux d'intérêt à des progrès sur le front de l'inflation. Cela signifie que ce sont les nouvelles statistiques qui dicteront la conduite, mais notre prévision de scénario de base reste celle d'une poursuite de la réduction des taux (de 75 points de base au deuxième semestre de 2025). Il reste que les marchés ont évolué en sens opposé, si bien que les obligations canadiennes sont de plus en plus intéressantes.

Pour le Canada, les États-Unis et la plupart des économies avancées, la politique budgétaire sera un déterminant clé de la performance économique et est de plus en plus pertinente pour le marché obligataire. Le projet de loi de finances américain, qualifié de « One, Big, Beautiful Bill Act », qui a été adopté par la Chambre des représentants en mai, ajoutera plus de 2 000 milliards \$ au déficit national américain, au cours de la prochaine décennie. Les recettes des taxes douanières pourraient aider à en financer une partie, mais les emprunts augmenteront (et bien entendu, plus il sera conclu « d'accords » commerciaux, plus le potentiel de revenu baissera). Cela maintiendra probablement un plancher élevé pour les obligations du Trésor à long terme. Même si la Fed est en mesure de revenir au neutre en 2026, nous n'attendons que des baisses symboliques des rendements à 10 et 30 ans. Alors que la politique budgétaire canadienne est en posture beaucoup plus durable, le déficit fédéral croîtra cette année et, en conséquence, l'offre d'obligations augmentera. Nous ne nous attendons pas à ce que les obligations longues du Canada descendent sous 3 % malgré un taux directeur qui se

stabilisera à 100 points de base plus bas. Fini les jours où les investisseurs en obligations accordaient peu d'attention aux dépenses publiques.

Le dollar canadien a gagné 3,5 % sur le billet vert au T2, soutenu par les cours du pétrole et l'aversion pour le dollar américain. Néanmoins, la faible demande intérieure, la montée du chômage et les nouveaux droits de douane américains assombrissent les perspectives. Nous nous attendons à ce que la Banque du Canada aille à contre-courant des attentes actuelles et réduise les taux d'intérêt en juillet, ce qui est susceptible d'affaiblir le huard. Cependant, le plus récent discours du Trône à Ottawa signale une rupture décisive avec l'approche de l'ère Trudeau, plaçant le Canada en bonne posture pour attirer du capital privé. Le rapport USD/CAD devrait culminer à 1,38 avant de tendre vers 1,34.

Répartition des actifs et marché boursier (18 juin 2025)

Comme si le contexte géopolitique n'était pas assez compliqué, la perspective d'un conflit armé prolongé entre Israël et l'Iran ravive les craintes d'un choc pour les approvisionnements en pétrole mondiaux. En même temps, le protectionnisme continue d'assombrir les perspectives de profits. La suspension de 90 jours des droits de douane expire le 9 juillet et, à moins qu'un nouvel accord soit conclu, l'administration américaine devrait imposer des taux de droits de douane unilatéraux à des partenaires commerciaux clés. Les pressions propices à la stagflation continuent d'être un risque pour la plupart des marchés boursiers du monde.

L'indice S&P 500 a rebondi ces dernières semaines, mais reste en dessous de son sommet record de février 2025. Bien que le taux effectif des droits de douane ait baissé par rapport à son sommet du « jour de la libération », le 5 avril, où il dépassait les 30 %, il est encore supérieur à 14 % – niveau qui continue de comprimer les marges bénéficiaires et ajoute des tensions inflationnistes. En

même temps, les taux des obligations gouvernementales à long terme restent élevés face à des préoccupations budgétaires persistantes, engendrant une force négative s'opposant à la valorisation des actions – particulièrement alors que la prime de risque des actions est maintenant virtuellement inexistante.

Malgré une conjoncture économique terne, le marché boursier canadien a fait montre d'une résilience remarquable. L'indice S&P/TSX est en hausse de 6,4 % depuis le début du 2T et a atteint un nouveau record en juin. L'indice prend de l'élan alors que le dernier discours du Trône à Ottawa marque un décrochage net de l'approche de l'ère Trudeau – plaçant le Canada en bonne posture pour mieux attirer des capitaux privés. À notre avis, la stratégie RCIN justifie une réduction de la décote de valorisation de l'indice S&P/TSX par rapport à l'indice S&P 500.

Ce mois-ci, nous réduisons modestement notre sous-pondération des actions en élarguant le compartiment des titres à revenu fixe et en surpondérant les actions canadiennes. Cet ajustement reflète l'anticipation croissante d'une évolution plus favorable des relations commerciales canado-américaines, comme l'a signalé le président Trump pendant le sommet du G7 en Alberta. Cela dit, notre attitude globale à l'égard des placements reste défensive en attendant plus de clarté à la fois dans les tensions commerciales et dans les conflits géopolitiques.

Rotation sectorielle			
Secteurs du S&P/TSX	Pondération*	Recommandation	Variation
Énergie	16.5	Surpondérer	
Matériaux	14.0	Équipondérer	
Industrie	12.2	Surpondérer	
Consommation discrétionnaire	3.4	Sous-pondérer	
Consommation de base	3.8	Sous-pondérer	
Santé	0.2	Équipondérer	
Finance	32.5	Équipondérer	
Technologies de l'information	9.5	Équipondérer	
Services de télécommunications	2.2	Équipondérer	
Services publics	3.8	Équipondérer	
Immobilier	1.8	Sous-pondérer	
Total	100	-	

* Au 16 juin 2025

L'économie





Matthieu Arseneau
Chef économiste adjoint
514 879-2252



Jocelyn Paquet
Économiste
514 412-3693



Daren King, CFA
Économiste
514 412-2967



Alexandra Ducharme
Économiste
514 412-1865

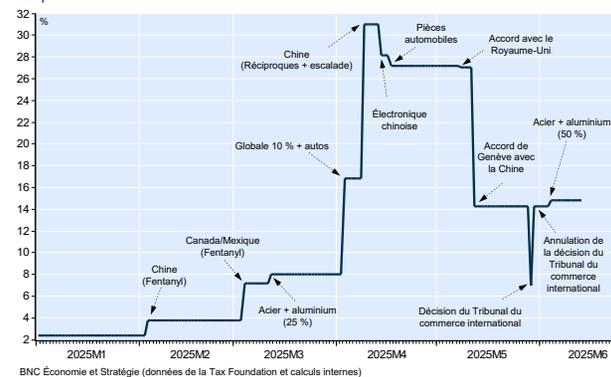
Monde : Légère amélioration des perspectives dans un contexte d'accalmie de la guerre commerciale

(17 juin 2025)

Ces dernières semaines ont été un peu moins mouvementées sur le front du commerce international. Fin mai, le Tribunal du commerce international des États-Unis a jugé que certains droits de douane mis en place par Washington étaient illégaux et devaient être suspendus, mais cette décision a rapidement été infirmée en appel, rétablissant du même coup le statu quo tarifaire. Quelques jours plus tard, le président Trump a annoncé que son administration allait doubler les droits de douane imposés sur les importations d'acier et d'aluminium pour les porter à 50 %, mais cette annonce a suscité peu de réactions sur les marchés puisqu'elle a été plus ou moins éclipsée par l'amélioration des relations entre Washington et Pékin. À l'issue de négociations à Londres, les deux parties se sont en effet mises d'accord sur un cadre qui reprendait pour l'essentiel l'accord conclu à Genève, il y a un mois. En définitive, le taux moyen des droits de douane imposés sur les marchandises entrant aux États-Unis n'a pas beaucoup évolué depuis la dernière édition de ce mensuel économique.

Monde : La montagne russe des droits de douane

Taux moyen des droits de douane sur toutes les importations aux États-Unis depuis le début de la présidence Trump

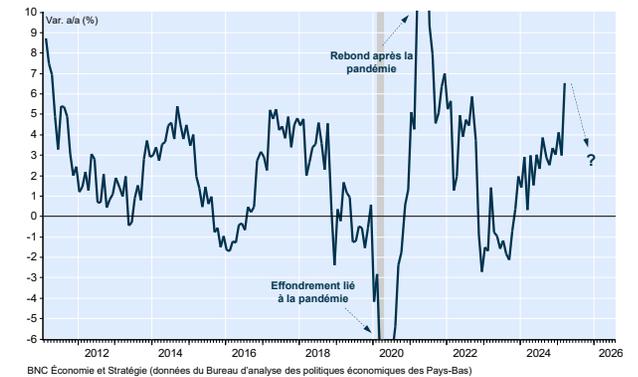


Cela n'a pas empêché les politiques protectionnistes d'avoir un impact important sur l'économie mondiale. C'est que, craignant de devoir payer plus cher leurs intrants à l'avenir, beaucoup d'entreprises américaines

ont choisi de devancer leurs commandes à l'étranger. Cela a non seulement contribué à stimuler la production manufacturière à l'échelle internationale, mais a également entraîné la plus forte augmentation annuelle des volumes d'échanges depuis 2011, exclusion faite du rebond post-pandémique.

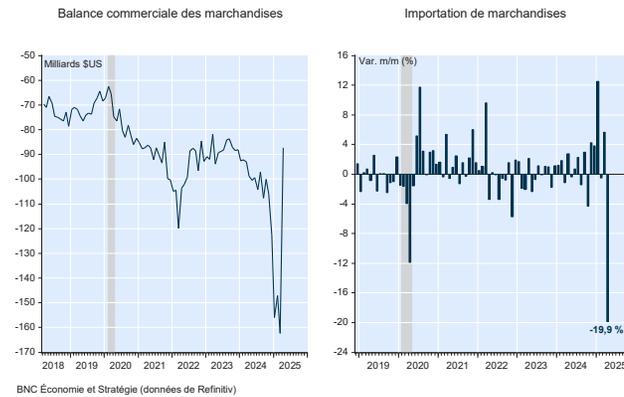
Monde : Le devancement des commandes a dopé le commerce au T1

Volumes mondiaux des échanges commerciaux. Dernière observation : mars 2025



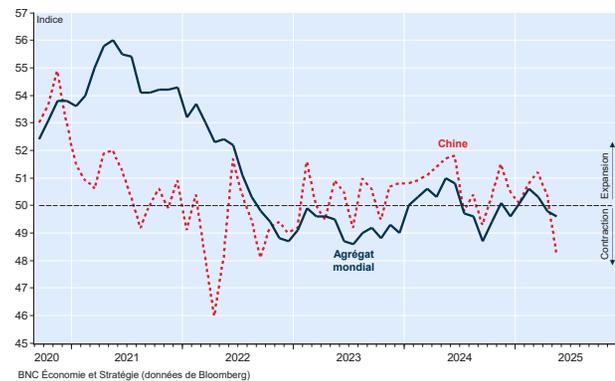
Aux États-Unis, la forte hausse des importations a entraîné une légère contraction de l'économie au premier trimestre. La situation était inverse presque partout ailleurs dans le monde, où la croissance a bénéficié du bond des exportations. Les menaces tarifaires étant maintenant devenues réalité dans de nombreux secteurs, cette tendance est appelée à s'inverser au deuxième trimestre. Les dernières données sur la balance commerciale publiées aux États-Unis semblent d'ailleurs confirmer cette hypothèse, les importations de biens ayant enregistré leur plus forte baisse mensuelle depuis le début de la compilation de ces données en 1992.

É.-U. : Renversement de tendance spectaculaire en avril



Si cette évolution laisse présager un rebond de la croissance dans la première économie mondiale au deuxième trimestre, elle n'augure rien de bon pour la plupart des autres régions du globe, où la baisse de la demande des acheteurs américains se traduit déjà par un ralentissement de l'activité manufacturière. La Chine semble particulièrement affectée, comme en témoigne l'indice PMI publié par Caixin, qui révélait la détérioration la plus importante des conditions d'exploitation des usines en 32 mois en avril.

Monde : Les usines souffrent de la fin du devancement des commandes



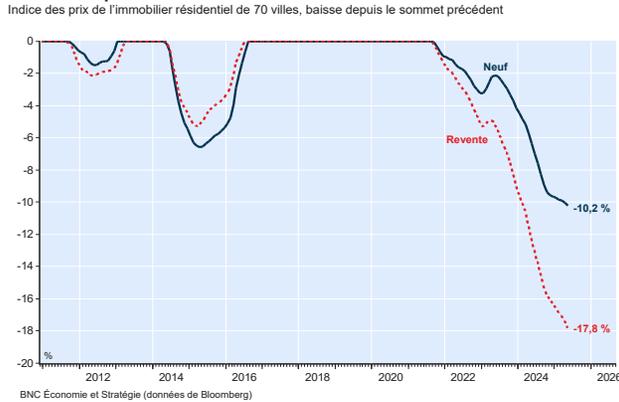
Cela n'est peut-être pas surprenant quand on sait que les exportations chinoises vers les États-Unis ont chuté de pas moins de 34,4 % en mai par rapport à leur niveau de l'année précédente.

Chine : Effondrement des expéditions vers les États-Unis



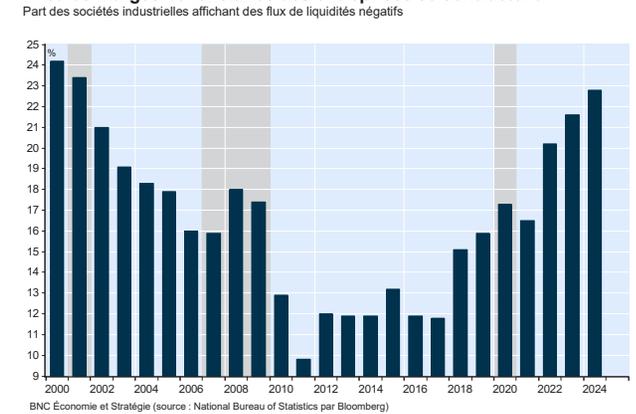
Mais les difficultés économiques de la Chine ne sont pas toutes liées aux décisions prises à la Maison-Blanche, car le pays doit également faire face à une baisse continue des prix de l'immobilier...

Chine : Les prix de l'immobilier résidentiel continuent de baisser...



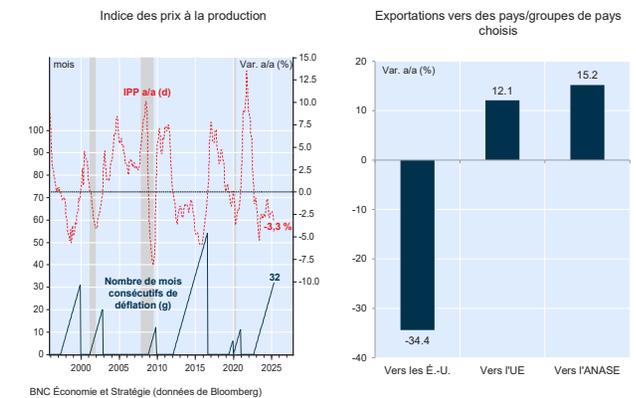
...et à une érosion des marges commerciales causée en grande partie par la surproduction, qui entraîne une guerre des prix.

... et les marges bénéficiaires des entreprises se contractent



Et si ces vents contraires devaient continuer à freiner la croissance chinoise à l'avenir, ils pourraient avoir des retombées positives ailleurs. Confrontés à une baisse de la demande américaine, les exportateurs chinois semblent en effet avoir réagi en réorientant leurs expéditions vers d'autres régions du monde, notamment les pays d'Asie du Sud-Est et la zone euro. Ce déplacement pourrait aider à réduire les pressions inflationnistes dans ces pays compte tenu de la déflation prolongée des prix à la production en cours en Chine.

Chine : Les entreprises exportent la déflation vers la zone euro

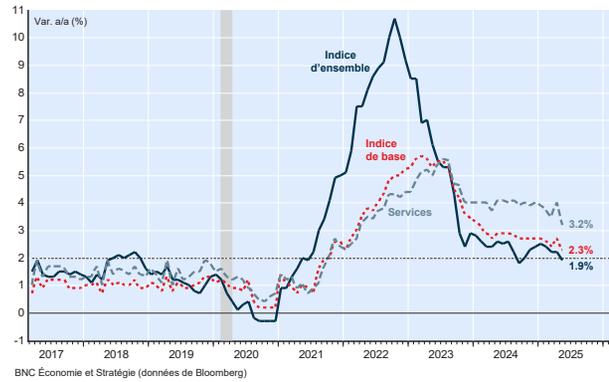


Dans la zone de la monnaie unique, cela risque de renforcer une tendance qui a vu l'inflation sous-jacente atteindre son plus bas niveau depuis 40 mois en mai. Cela

fera sans aucun doute plaisir à la BCE, qui aura ainsi l'occasion de poursuivre l'assouplissement de sa politique monétaire, à condition bien sûr que la situation tarifaire avec les États-Unis reste favorable.

Zone euro : Les pressions sur les prix continuent de diminuer

Indice harmonisé des prix à la consommation



La vigueur de l'euro est un autre facteur qui ouvre la porte à de nouvelles baisses des taux directeurs.

Zone euro : La vigueur de l'euro favorable à de nouvelles baisses des taux

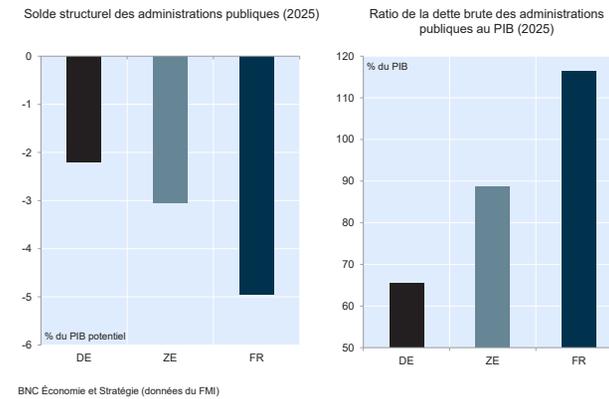
Indice du prix spot de l'euro pondéré des échanges de la Deutsche Bank



Et même si les taux longs continuaient de peser sur l'économie à l'avenir, nous pensons qu'un assouplissement monétaire sera favorable à la croissance dans la zone euro, en particulier au second semestre de l'année. La politique budgétaire pourrait également donner un coup de pouce, bien que l'ampleur de cette

impulsion pourrait varier considérablement d'un pays à l'autre. À l'instar de nombreux autres analystes, nous pensons que le gouvernement allemand ouvrira les vannes des dépenses dans les mois et les années à venir. Mais nous craignons que cette manne soit partiellement contrebalancée par un assainissement budgétaire forcé dans d'autres pays. La France, en particulier, pourrait être contrainte de s'engager dans cette voie, car elle est confrontée à des niveaux élevés de déficit et de dette...

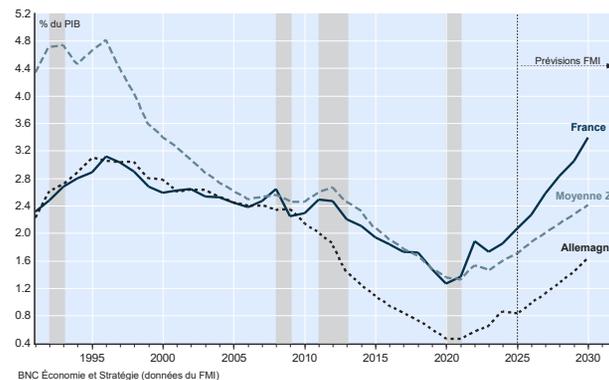
Zone euro : La situation budgétaire varie beaucoup d'un pays à l'autre (1)



... ainsi qu'à des charges d'intérêts bien supérieures à la moyenne des pays européens.

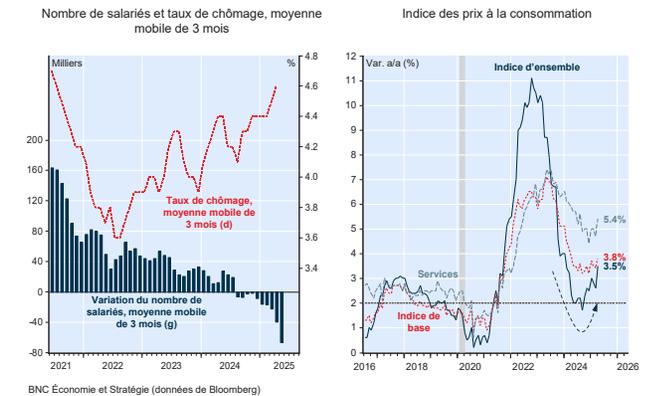
Zone euro : La situation budgétaire varie beaucoup d'un pays à l'autre (2)

Charges d'intérêts des administrations publiques



Dans ce contexte, nous qualifierions notre opinion concernant les perspectives de la zone euro de modérément optimiste. Malheureusement, notre confiance ne s'étend pas à l'autre côté de la Manche, où la situation économique nous apparaît beaucoup moins encourageante. Malgré une nette détérioration du marché du travail ces derniers mois, l'inflation a fortement augmenté au Royaume-Uni, plaçant la banque centrale dans une situation difficile et l'obligeant à attendre que des pressions désinflationnistes se manifestent avant d'apporter son soutien à l'économie. Et compte tenu de la situation budgétaire actuelle, il semble peu probable que le gouvernement prenne le relais.

Royaume-Uni : Le cauchemar des banques centrales



Tout bien considéré, nous avons légèrement revu à la hausse nos prévisions de croissance du PIB mondial pour cette année (de 2,8 % à 2,9 %) et pour l'année prochaine (de 2,9 % à 3,0 %), reflétant une trajectoire de croissance légèrement plus porteuse aux États-Unis et dans la zone euro. Nous soulignerions toutefois que les risques pesant sur ce scénario restent orientés à la baisse. Parmi ceux-ci, deux nous semblent particulièrement importants. Le premier est lié à une possible recrudescence des tensions commerciales. À cet égard, la fin de la trêve tarifaire entre les États-Unis et le reste du monde prévue pour le 9 juillet pourrait avoir des conséquences importantes. Notre scénario de base table certes sur une prolongation de la trêve, mais de nombreuses incertitudes subsistent de ce côté.

Le deuxième risque est celui d'une potentielle escalade des tensions au Moyen-Orient, qui se traduirait par une

L'économie

hausse importante des prix du pétrole. Jusqu'à présent, Israël et l'Iran ont choisi de ne pas cibler directement les infrastructures énergétiques (du moins celles destinées à l'exportation), mais cela pourrait changer dans les prochains jours. Une fermeture du détroit d'Ormuz, par lequel transitent environ 20 % des livraisons mondiales de pétrole, par le régime iranien, ne peut malheureusement pas être exclue à ce stade. Une telle mesure aurait bien sûr des conséquences pour la croissance, l'inflation et la politique monétaire à l'échelle mondiale.

d'étudier d'autres épisodes où les droits de douane ont augmenté autant qu'ils pourraient le faire aujourd'hui, ce qui réduit la compréhension des experts de l'impact de politiques protectionnistes sur l'économie. Et même si l'on disposait de plus d'informations sur des épisodes passés, celles-ci pourraient ne pas s'appliquer au contexte actuel, le commerce international représentant aujourd'hui une part beaucoup plus importante du PIB qu'autrefois.

World Economic Outlook			
	2024	2025	2026
Advanced Economies	1.8	1.3	1.3
United States	2.8	1.6	1.2
Eurozone	0.8	1.0	1.2
Japan	0.2	0.9	0.7
UK	1.1	0.7	1.1
Canada	1.6	1.3	1.1
Australia	1.1	1.9	2.1
Korea	2.2	1.1	1.6
Emerging Economies	4.3	3.9	4.1
China	5.0	4.4	4.2
India	6.5	6.2	6.4
Mexico	1.5	-0.2	1.1
Brazil	3.4	2.3	2.2
Russia	4.3	1.3	1.0
World	3.3	2.9	3.0

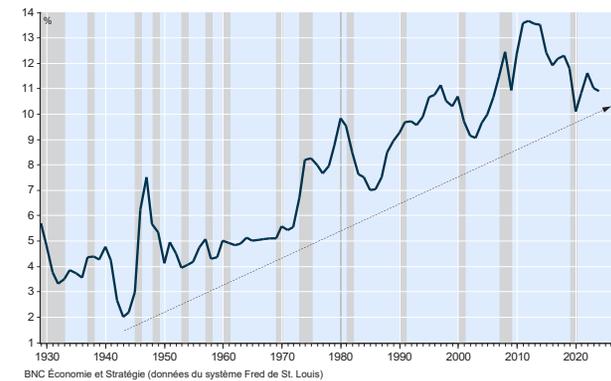
NBC Economics and Strategy (data via NBC and Consensus Economics)

États-Unis : L'impact des droits de douane rend les données difficiles à interpréter (12 mai 2025)

Ayez une pensée pour les économistes qui ont tenté d'estimer avec un quelconque degré de précision l'impact économique potentiel des surtaxes imposées par Washington à plusieurs de ses partenaires commerciaux depuis le 1er février, car, pour reprendre les mots de Churchill, ils ont essayé de résoudre un rébus enveloppé de mystère au sein d'une énigme. Les changements constants de politique ont certainement contribué à brouiller les cartes ici, tout comme l'absence de précédents historiques, qui rend la calibration de modèles beaucoup plus difficile. C'est que pratiquement aucune donnée économique ne remonte suffisamment loin dans le temps pour permettre

É.-U. : Le commerce international occupe une place plus importante qu'autrefois

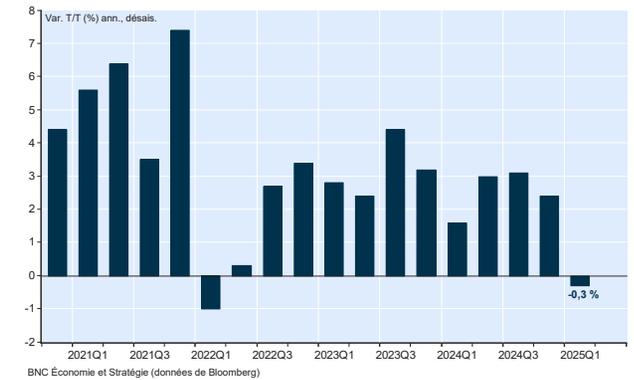
Exportations (biens + services) en pourcentage du PIB



Compte tenu de l'incertitude, la plupart des prévisionnistes se sont contentés ces dernières semaines d'énoncer une évidence, à savoir que les droits de douane risquaient de ralentir la croissance aux États-Unis et de maintenir l'inflation à un niveau plus élevé qu'il ne le serait autrement. Toute précision supplémentaire devrait malheureusement attendre la publication de données économiques quantitatives, et non plus seulement qualitatives. Ces dernières commencent enfin à arriver, révélant les premiers effets des droits de douane et donnant certaines indications sur l'évolution future de l'économie. Parmi celles-ci, le rapport sur le PIB du premier trimestre, qui a révélé une première contraction en près de trois ans, occupe une place prépondérante.

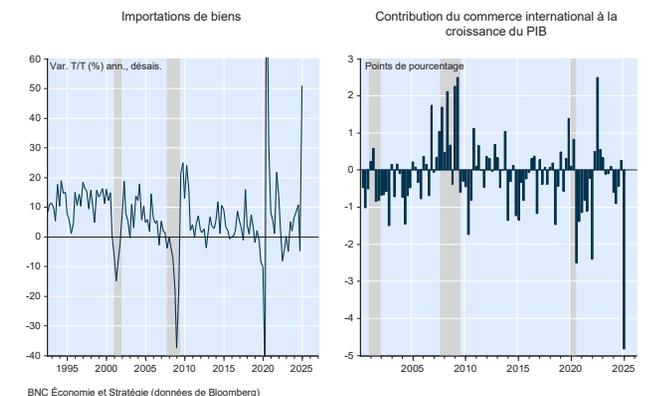
É.-U. : Première contraction de l'économie en trois ans au T1

PIB réel



La volonté de nombreuses entreprises américaines de devancer leurs commandes internationales afin d'éviter les droits de douane a certainement fait paraître la croissance beaucoup plus faible qu'elle ne l'était en réalité au cours du trimestre, les importations de biens ayant augmenté de pas moins de 50,9 % en rythme annualisé, leur plus forte hausse depuis le début de la pandémie. Cela s'est traduit non seulement par un déficit commercial de marchandises record, mais aussi par une contribution négative de 4,84 points de pourcentage à la croissance du PIB de la part du commerce international, la plus importante jamais enregistrée.

É.-U. : Les importations ont fortement freiné la croissance



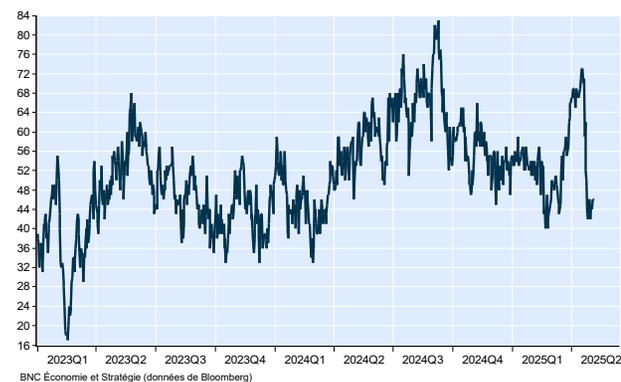
L'économie

Les importations risquant désormais de souffrir de l'imposition de droits de douane élevés (et ce même après les ententes avec la Chine et le Royaume-Uni), nous prévoyons que cette contribution sera presque complètement inversée au deuxième trimestre. Les indicateurs du trafic maritime, qui révèlent en effet une forte baisse des expéditions à destination des États-Unis en provenance de la Chine, pointe certainement dans cette direction.

Outre la forte augmentation des importations de biens, la contribution négative record du commerce à la croissance du PIB au premier trimestre s'expliquait également par une baisse des exportations de services, et plus particulièrement des services dits de « voyages », qui comprennent l'hébergement, les repas, les frais d'agence de voyages et les frais d'études payés par les visiteurs étrangers aux États-Unis. Celles-ci ont chuté de pas moins de 34,5 % en rythme annualisé au cours des trois mois terminés en mars, soit la pire performance depuis 2001 si l'on exclut la période pandémique. Ces chiffres confirment ce que les données sur les ventes de billets d'avion laissaient déjà entrevoir ces dernières semaines, à savoir que certains voyageurs boudent désormais les États-Unis pour protester contre certaines mesures mises en place par Washington. Et contrairement au secteur des biens, un retour rapide à la normale ne semble pas à prévoir ici, les exportations liées au voyage risquant de rester déprimées et de peser sur les secteurs dépendants du tourisme jusqu'à ce que les relations entre les pays d'origine des voyageurs potentiels et la Maison-Blanche s'améliorent.

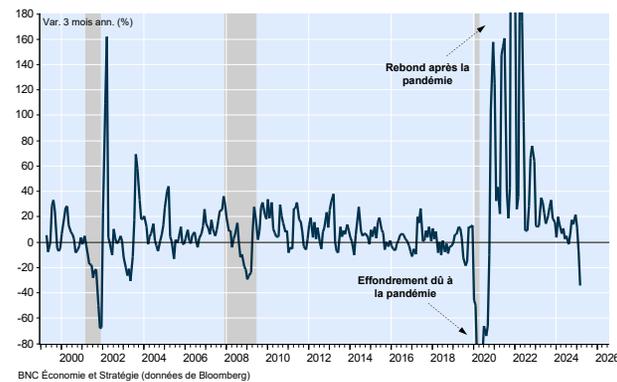
Monde : Baisse marquée des importations à prévoir au T2

Nombre de navires porte-conteneurs partant de la Chine à destination des États-Unis



É.-U. : Le tourisme pâtit de la détérioration des relations commerciales

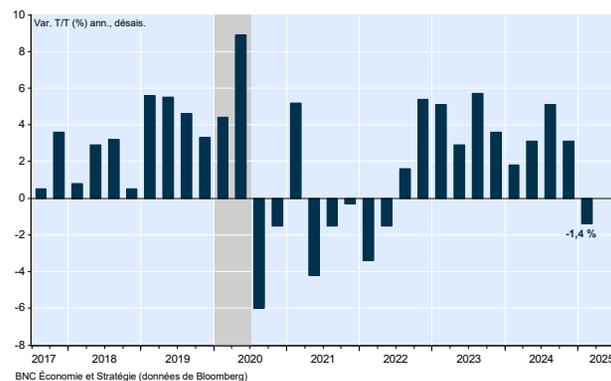
Exportations de services de voyages, y compris les études, des États-Unis



La baisse des dépenses publiques (-1,4 % en glissement trimestriel annualisé), la première en près de trois ans, était un autre élément notable du rapport sur le PIB du premier trimestre, car elle constituait peut-être l'une des premières preuves tangibles des coupes budgétaires orchestrées à Washington par le département de l'Efficacité gouvernementale (DOGE). Et à en juger par les informations relayées par les médias qui faisaient état d'une intensification de ces efforts au deuxième trimestre, il ne serait pas surprenant que ce recul soit le premier d'une longue série. Voilà donc un autre secteur de l'économie qui risque de peser sur la croissance au cours des prochains trimestres.

É.-U. : Baisse inattendue des dépenses publiques... qu'un début?

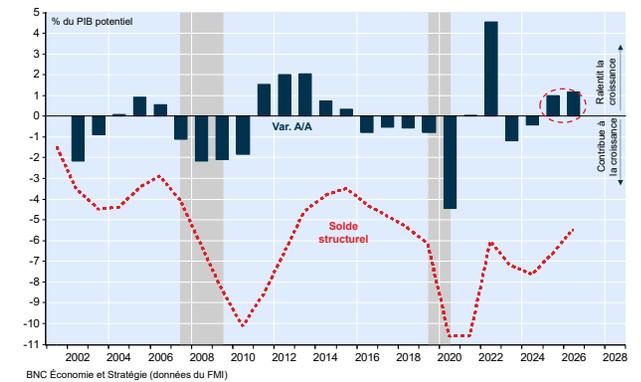
Dépenses des administrations publiques



C'est là une opinion que partage le FMI, dont les plus récentes prévisions font état de dépenses publiques qui freinent la croissance aux États-Unis au cours des deux prochaines années.

É.-U. : Selon le FMI, les dépenses publiques ralentiront la croissance

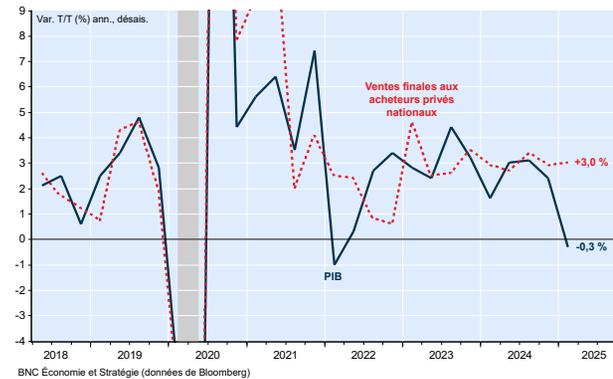
Solde structurel de l'administration publique générale en proportion du PIB potentiel



Les exportations nettes et, dans une moindre mesure, les dépenses publiques étant en grande partie responsables du recul du PIB réel au premier trimestre, on aurait pu être tenté de se focaliser sur la hausse annualisée de 3,0 % des ventes finales aux acheteurs privés nationaux (mesure qui combine la consommation des ménages et les investissements des entreprises) et de conclure que la croissance sous-jacente aux États-Unis restait solide en début d'année. Mais cela ne tient pas compte du fait que la guerre commerciale a très bien pu fausser les données dans ce segment également.

É.-U. : La demande privée domestique résiliente au T1

PIB réel et ventes finales aux acheteurs privés nationaux (consommation des ménages + investissement privé)



Redoutant une hausse des prix due à l'imposition de surtaxes, il est en effet probable que les agents économiques aient anticipé une partie de leurs dépenses au premier trimestre, stimulant du même coup la croissance de manière artificielle. La forte augmentation des commandes d'avions, qui a contribué à une hausse annualisée de 13,2 % des investissements dans le secteur volatil des transports, semblait confirmer cette hypothèse en ce qui concerne l'investissement des entreprises.

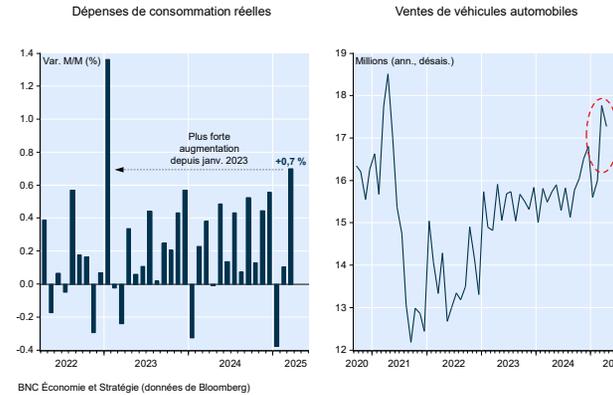
É.-U. : Le devancement des dépenses visible dans les données (1)

Commandes de biens durables, aéronautiques civils



La situation était similaire du côté de la consommation, les ménages s'étant apparemment rués sur des automobiles avant que celles-ci ne soient soumises à des droits de douane.

É.-U. : Le devancement des dépenses visible dans les données (2)

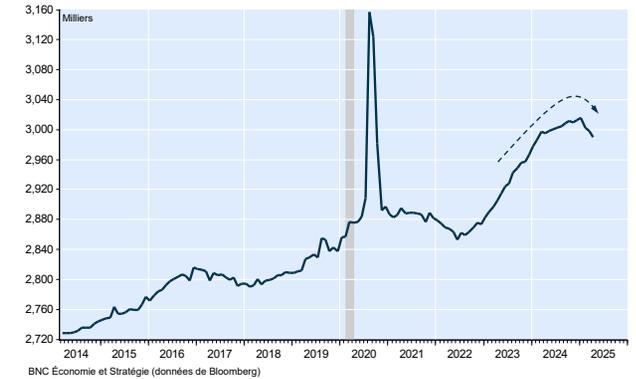


Ce comportement des entreprises et des consommateurs soulève une question : la vigueur du premier trimestre a-t-elle été obtenue au détriment de la croissance future ? Autrement dit, les dépenses supplémentaires engagées en début d'année seront-elles compensées par la suite ? La réponse à cette question est probablement oui, mais la sévérité du contrecoup dépendra de deux facteurs : la solidité du marché du travail et la capacité de la Réserve fédérale d'assouplir sa politique monétaire. En ce qui concerne le premier élément, le dernier rapport sur l'emploi demeurait plutôt encourageant, les effectifs salariés non agricoles ayant progressé à un rythme supérieur aux prévisions en avril (+177 000) et le taux de chômage étant demeuré stable à un niveau bas.

Sans vouloir être rabat-joie, il est important de noter que la création d'emplois a certainement été surestimée dans le rapport. En effet, malgré une troisième baisse mensuelle consécutive en avril, le secteur public a bénéficié d'une anomalie méthodologique : les salariés ayant reçu des indemnités de licenciement ont été comptabilisés comme toujours à l'emploi, ce qui a masqué les mises à pieds effectués par le département de l'Efficacité gouvernementale (DOGE).

É.-U. : L'emploi public surévalué dans le rapport d'avril

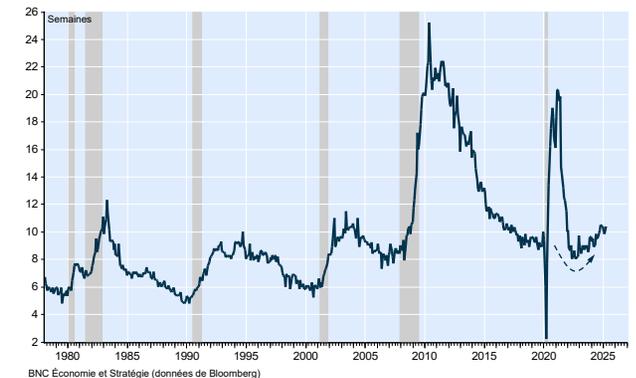
Emploi de l'administration fédérale



Bien que cette anomalie ne fût pas de nature à altérer complètement les conclusions du rapport, d'autres signes d'un ralentissement de la demande de main-d'œuvre étaient tout de même visibles dans l'enquête auprès des ménages. Le nombre de personnes au chômage depuis plus de 27 semaines, par exemple, a continué d'augmenter, tout comme la durée médiane des périodes de chômage. Ces deux indicateurs vont de pair avec l'augmentation du nombre d'allocations de chômage maintenues et laissent penser qu'il est de plus en plus difficile de trouver du travail après avoir perdu un emploi.

É.-U. : Il devient plus difficile de trouver du travail après une perte d'emploi

Durée médiane d'une phase de chômage



Constat similaire du côté du rapport JOLTS, qui montre que le nombre d'offres d'emploi par chômeur a recommencé à diminuer après un regain à la fin de l'année dernière.

É.-U. : La demande de main-d'œuvre diminue

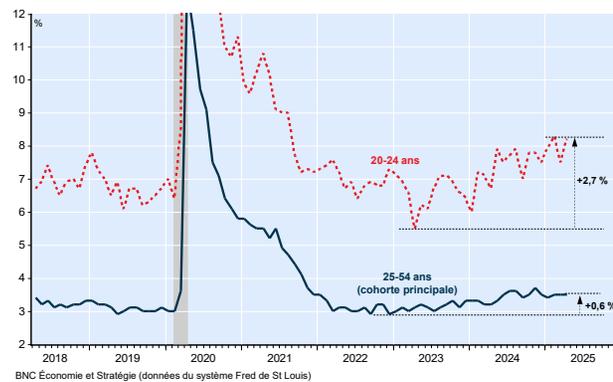
Emplois à pourvoir par personne au chômage



Pour l'instant, le recul de la demande de main-d'œuvre semble toucher davantage les jeunes, si l'on en juge par le fait que le taux de chômage des 20-24 ans a augmenté beaucoup plus que celui des travailleurs de la cohorte principale (25-54 ans) au cours des derniers mois.

É.-U. : Les jeunes plus touchés par la baisse de la demande de main-d'œuvre

Taux de chômage



Mais la faiblesse pourrait s'étendre à d'autres groupes de travailleurs, à mesure que les effets des droits de douane

se feront davantage sentir sur les secteurs les plus exposés. On peut penser ici aux secteurs des loisirs et de l'hôtellerie (voir les commentaires sur le tourisme ci-dessus) ainsi qu'au secteur manufacturier, où la demande étrangère semble en chute libre à l'heure actuelle.

É.-U. : La demande étrangère en chute libre dans la fabrication

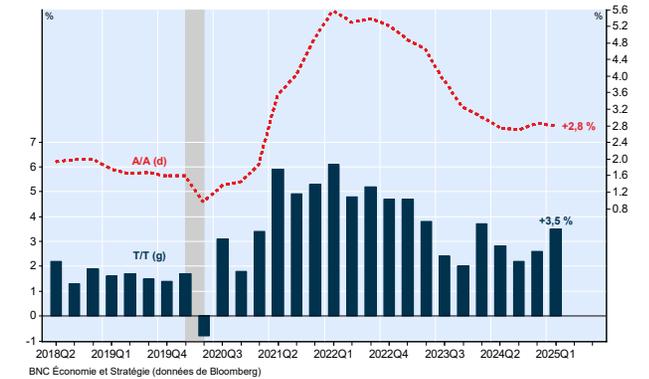
Enquête ISM sur la fabrication, sous-indice des nouvelles commandes à l'exportation



Tout ralentissement du marché du travail pourrait certes engendrer une réponse monétaire de la part de la Fed, à condition que la banque centrale ait la marge de manœuvre pour baisser les taux de manière substantielle. Malgré l'accalmie des tensions entre les États-Unis et la Chine, les droits de douane risquent de maintenir l'inflation à un niveau trop élevé pour permettre une politique monétaire accommodante. D'autant que l'inflation demeure au-dessus de la cible, avant même que les premiers effets des surtaxes ne se fassent sentir, le déflateur des dépenses de consommation de base ayant même enregistré sa plus importante hausse trimestrielle en un an au T1.

É.-U. : L'inflation de base a augmenté le plus en un an au T1

Déflateur des dépenses de consommation personnelles de base hormis aliments et énergie



Dans la dernière édition de ce mensuel économique, nous affirmions que les droits de douane, à leur niveau de l'époque, étaient intenables pour Washington étant donné l'impact prohibitif qu'ils pourraient avoir sur l'économie. Nous nous attendions donc à ce que le taux moyen de taxe à l'importation soit graduellement abaissé à environ 10-15 % à l'issue de négociations. En ce sens, la trêve annoncée entre la Chine et les États-Unis ne change pas nos vues. Et bien que les mesures protectionnistes aient été considérablement amoindries ces derniers jours, elles risquent tout de même de maintenir l'inflation au-dessus de l'objectif de la banque centrale pendant un certain temps. Peut-être pas suffisamment pour empêcher toute baisse des taux cette année, mais assez pour inciter la banque centrale à faire preuve de prudence dans son approche. Des taux directeurs plus élevés que ce qui aurait été le cas autrement pourraient, quant à eux, entraîner un ralentissement de la croissance au second semestre. À plus court terme, la croissance économique devrait rester assez bonne au deuxième trimestre, soutenue par une forte baisse des importations (voir plus haut). Tout cela devrait se traduire par une croissance de 1,5 % cette année et de 1,1 % en 2026.

L'économie

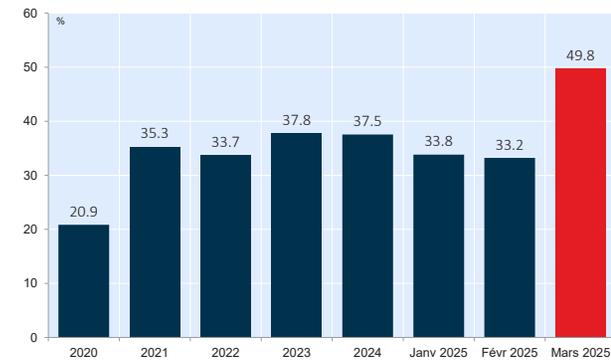
Canada : L'incertitude tarifaire commence à plomber l'économie canadienne

(16 mai 2025)

Depuis son élection en novembre, le nouveau président américain est loin d'avoir épargné son deuxième plus important partenaire commercial, ayant annoncé plusieurs mesures protectionnistes contre le Canada. Il est difficile de s'y retrouver parmi les tarifs imposés par les États-Unis, en raison des multiples annonces et revirements. Tentons donc d'y voir plus clair. Il y a d'abord eu l'annonce de droits de douane de 10 % sur l'énergie et la potasse, et de 25 % sur le reste des marchandises, en raison de prétendus enjeux liés à la sécurité à la frontière. S'y sont ajoutées les taxes de 25 % sur l'acier et l'aluminium imposées à l'ensemble des partenaires commerciaux. Le Canada doit aussi composer avec les 25 % appliqués aux véhicules et pièces automobiles. En appliquant ces pourcentages au poids des exportations canadiennes, nous obtenons un taux effectif moyen astronomique de 24 % imposé au Canada. Par contre, pour ce qui est des droits imposés pour les enjeux de sécurité et ceux liés au secteur automobile, ils ne s'appliquent désormais qu'aux produits non conformes à l'ACEUM. Le processus de mise en conformité des produits suit son cours. De février à mars, la proportion de produits conformes est ainsi passée de 33 % à 50 %, et elle pourrait aisément atteindre 80 à 90 % à terme, réduisant ainsi le taux effectif moyen à seulement 6,0 %.

Canada : La mise en conformité avec l'ACEUM bat son plein

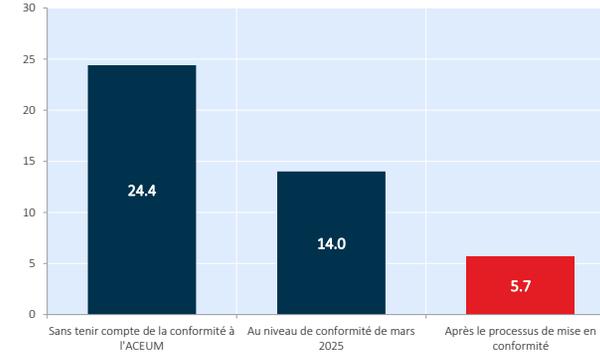
Part des exportations vers les États-Unis conformes à l'ACEUM



BNC Économie et Stratégie (données de U.S. Trade data)

Canada : Le taux de droits de douane plus bas que certains pensent

Taux de droits de douane effectif appliqué au Canada

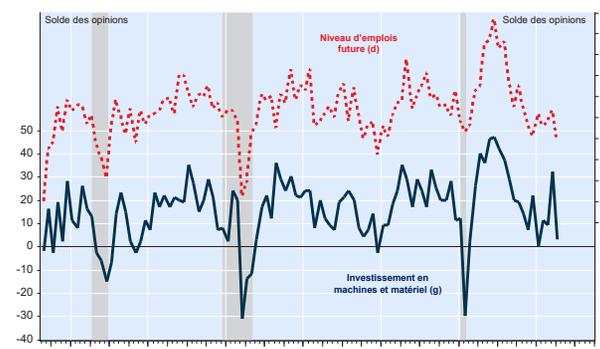


BNC Économie et Stratégie (voir [lien](#) pour des explications supplémentaires)

Mais même si le taux de droits de douane effectif imposé au Canada reste pour l'instant relativement bas, il n'en demeure pas moins que les risques d'escalade continuent d'être bien réels étant donné le caractère erratique de l'administration américaine. Il n'est donc pas surprenant que les entreprises soient paralysées par le manque de visibilité. La dernière enquête sur les perspectives des entreprises publiées en avril était éloquent. Alors que les intentions d'investissement laissaient, au trimestre précédent, envisager une reprise en 2025, l'indicateur a chuté d'une amplitude inégalée à l'exception de la durée de la pandémie ou de la crise financière de 2008-2009. Par ailleurs, les intentions d'embauche se situaient au T1 à leur pire niveau depuis 2016.

Canada : Intentions d'embauche et d'investissement en chute

Intentions d'embauche et d'investissement en machines et matériel (12 prochains mois)

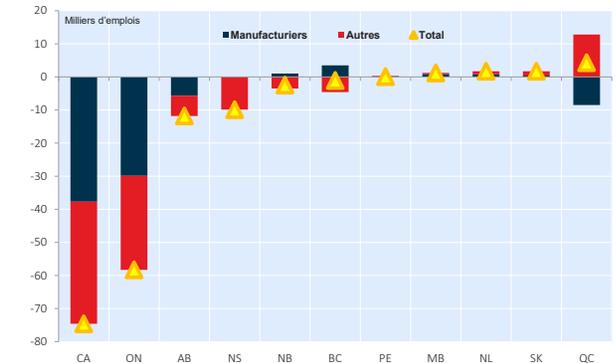


BNC Économie et Stratégie (données de la Banque du Canada)

Il n'aura pas fallu attendre bien longtemps pour voir les répercussions de cette incertitude sur les données du marché du travail. Le taux de chômage est en hausse de 3 dixièmes de point au cours des deux derniers mois alors que l'emploi dans le secteur privé a diminué de pas moins de 75K postes. Une baisse d'une telle ampleur n'a été observée que pendant les confinements liés à la pandémie ou au plus fort de la crise financière de 2008-2009. Pour l'instant, l'Ontario est la province la plus touchée par la situation actuelle, avec une perte de 62K emplois depuis février, dont 30K dans le seul secteur manufacturier.

Canada : L'Ontario fortement touchée au cours des deux derniers mois

Évolution de l'emploi dans le secteur privé sur deux mois (de février à avril 2025)



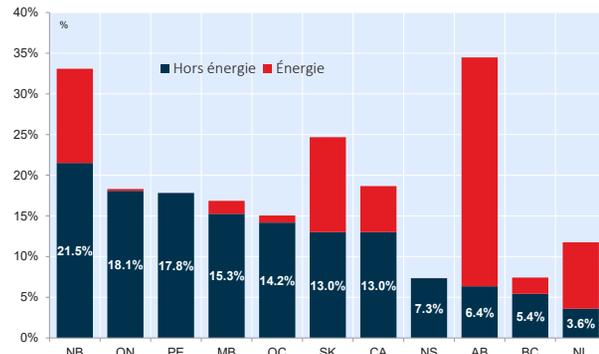
BNC Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

Une telle morosité dans la plus grande province au pays n'est pas surprenante dans la mesure où les exportations non énergétiques vers les États-Unis représentent 18 % de son PIB, ce qui en fait la deuxième plus importante des provinces exportatrices canadiennes de biens autres que l'énergie.

La fragilisation du secteur privé n'est pas de bon augure pour le marché de l'immobilier qui s'est détérioré récemment. Il ne fait aucun doute que les acheteurs de maisons sont inhibés par l'incertitude économique. Les ventes de biens résidentiels sont en baisse de 31 % depuis novembre dernier se situant à des niveaux observés uniquement durant la pandémie ou lors de la récession de 2008-2009. Dans un tel contexte, les maisons et appartements inscrits sur des listes de vente ne cessent d'augmenter et atteignent déjà leur niveau le plus élevé depuis 2010.

Canada : Une perspective sur la vulnérabilité à la guerre commerciale

Exportations vers les États-Unis en proportion du PIB nominal, par province, 2023



BNC Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

Ontario : Le marché de l'immobilier en situation précaire

Ventes de logements et biens inscrits sur des listes de vente (12 prochains mois)

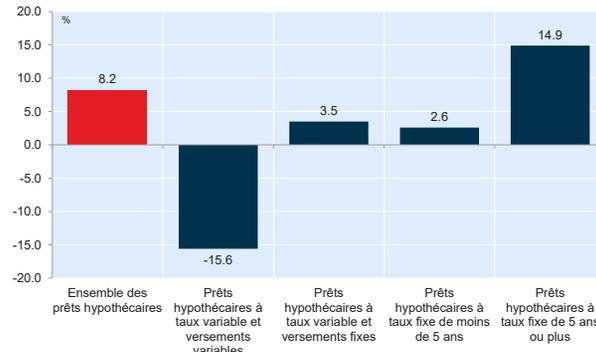


BNC Économie et Stratégie (données de l'ACI)

On peut se demander si une partie de cette augmentation est due au fait que certains détenteurs de prêts hypothécaires qui doivent renouveler leur prêt ont des difficultés à faire face à la hausse des taux d'intérêt. En effet, les personnes qui avaient contracté un prêt de 5 ans ou plus connaissent une augmentation de 15 % de leurs paiements selon les calculs de la banque centrale.

Canada : Choc de paiement pour une majorité de renouvellements

Variation moyenne des versements hypothécaires au renouvellement en 2025 par rapport à décembre 2023

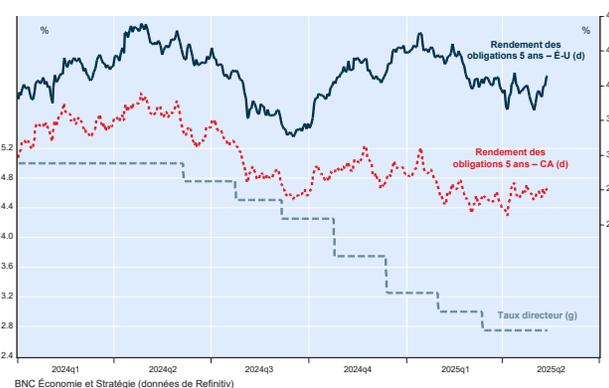


BNC Économie et stratégie (données de la Banque du Canada)

Entre septembre 2024 et mars 2025, la Banque du Canada a certes abaissé le taux directeur de 150 points de base. Mais, le taux des obligations gouvernementales de 5 ans n'a pas baissé avec la remontée des taux d'intérêt mondiaux. Cela laisse penser que la Banque du Canada devra probablement prendre davantage d'initiatives pour stabiliser le marché de l'immobilier et neutraliser l'impact du choc de paiement pour de nombreux emprunteurs.

Canada : Le taux à échéance 5 ans inchangé depuis septembre

Taux directeur de la Banque du Canada et rendement des obligations fédérales à 5 ans, Canada et États-Unis



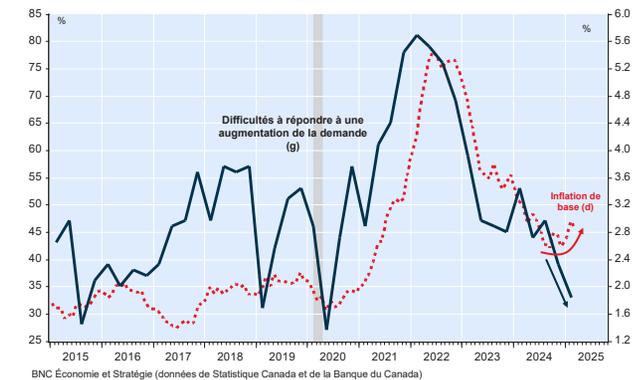
BNC Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Compte tenu de la détérioration de la conjoncture économique, nous sommes d'avis que la pause dans l'assouplissement de la politique monétaire de la BdC sera de courte durée et que les baisses de taux d'intérêt pren-

dront dès juin. La recrudescence d'inflation depuis le début de l'année a pu convaincre la banque centrale qu'une pause était appropriée. Dans la mesure où de nombreux indicateurs dénotent une économie en surcapacité, il est probable que cette envolée de l'inflation était une anomalie temporaire. En effet, la proportion d'entreprises qui affirmaient au T1 qu'elles ne seraient pas en mesure de répondre à la demande supplémentaire est si faible qu'elle ne laisse pas entrevoir de risques d'inflation intérieure.

Canada : Hausse de l'inflation dans une économie en surcapacité

% d'entreprises qui auraient des difficultés à faire face à une hausse de la demande et inflation sous-jacente



BNC Économie et Stratégie (données de Statistique Canada et de la Banque du Canada)

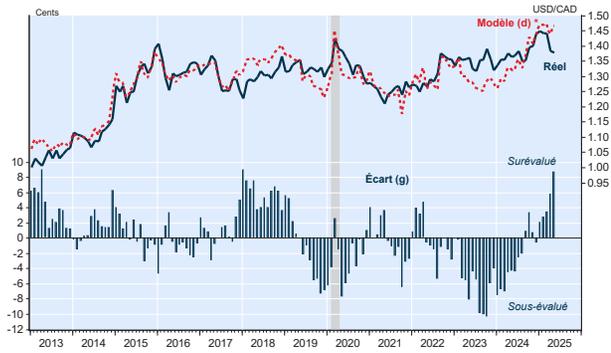
Comme le taux directeur de la Banque du Canada a beaucoup divergé de celui de la Réserve fédérale, certains s'inquiétaient d'une dépréciation importante du dollar canadien risquant d'engendrer une inflation importée. Le dollar canadien s'est toutefois révélé extrêmement résilient par rapport à la valeur estimée par notre modèle. Selon nous, la faiblesse généralisée du dollar américain permet à la Banque du Canada d'apporter un soutien supplémentaire à l'économie sans trop se soucier des répercussions sur la devise.

Nous ne sommes plus au point de craindre la fragilisation de l'économie canadienne, les récentes données économiques nous montrent que celle-ci est déjà plombée par l'incertitude des droits de douane. Il ne fait aucun doute que le secteur manufacturier est des plus vulnérables et les signes de faiblesse sont déjà perceptibles dans les données de l'emploi. Toutefois, il ne faut pas écarter que les dommages dépassent ce secteur et l'enquête de S&P Global auprès des directeurs des achats au pays laisse entrevoir une faiblesse potentielle généralisée de l'économie. Dans la

mesure où celle-ci est déjà en offre excédentaire, où l'inflation est généralement sous contrôle et où les mesures de rétorsion douanières sont relativement limitées, la Banque du Canada devrait privilégier un soutien supplémentaire. Pour l'instant nos stratégies des taux d'intérêt anticipent l'abaissement du taux directeur à 2,0 % d'ici la fin de l'année, ce qui serait suffisant dans la mesure où le gouvernement fédéral entend également mettre l'épaule à la roue pour limiter les dégâts économiques. Nous prévoyons une croissance du PIB de 1,1 % seulement en 2025, avec une légère contraction de l'économie au deuxième et au troisième trimestres et un taux de chômage plafonnant à 7,4 % au quatrième trimestre.

Canada : Plus forte prime en 7 ans pour le taux USDCAD

Taux de change par rapport à l'USD, estimation de la juste valeur* et différentiel



* Modèle estimé entre 2013 et 2025 : $\log(\text{USDCAD}) = \alpha + \beta_1(\text{rendement US2A} - \text{rendement CA2A}) + \beta_2(\text{rendement US30A} - \text{rendement CA30A}) + \beta_3 \log(\text{prix du pétrole WCS}) + \beta_4 \text{Vix}$
BNC Économie et Stratégie (données de Refinitiv et de Bloomberg)

Canada : Le secteur privé se contracte rapidement

Indice PMI composite mondial de S&P. Dernière observation : avril 2025



BNC Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Prévisions économiques provinciales

	2022	2023	2024e	2025p	2026p	2022	2023	2024e	2025p	2026p
	PIB réel (croissance en %)					PIB nominal (croissance en %)				
Terre-Neuve-et-Labrador	-1.9	-2.6	2.3	1.3	0.9	6.5	-5.5	3.1	0.5	2.1
Île-du-Prince-Édouard	4.4	2.2	2.8	1.7	0.9	10.4	4.9	5.0	4.0	3.2
Nouvelle-Écosse	3.5	2.0	1.6	1.2	0.8	7.4	8.0	3.9	3.3	2.6
Nouveau-Brunswick	2.0	1.6	1.3	0.9	0.6	10.4	3.2	3.9	3.3	2.7
Québec	3.4	0.6	1.4	0.9	0.7	8.7	5.0	5.6	3.6	2.9
Ontario	4.1	1.7	1.5	0.8	0.7	9.4	5.4	5.2	3.1	2.4
Manitoba	4.2	1.7	1.0	1.1	0.9	10.8	4.5	3.2	3.3	2.4
Saskatchewan	7.2	2.3	1.4	1.7	1.6	30.4	-4.8	3.3	2.0	2.4
Alberta	6.0	2.3	2.6	1.7	1.6	24.4	-4.3	5.0	2.3	2.5
Colombie-Britannique	4.0	2.4	0.9	1.1	1.0	10.8	3.6	3.7	3.4	2.6
Canada	4.2	1.5	1.5	1.1	0.9	12.4	2.9	4.6	3.1	2.6
	Emploi (croissance en %)					Taux de chômage (%)				
Terre-Neuve-et-Labrador	4.0	1.7	2.7	-0.8	0.2	11.1	9.8	10.0	10.6	10.3
Île-du-Prince-Édouard	5.0	6.2	3.6	1.8	1.2	7.7	7.3	7.8	7.8	6.9
Nouvelle-Écosse	3.5	2.7	3.1	0.0	0.7	6.6	6.4	6.5	7.1	6.6
Nouveau-Brunswick	2.9	3.4	2.8	0.9	0.6	7.2	6.6	7.1	7.0	6.5
Québec	3.1	2.9	0.9	1.2	0.3	4.3	4.4	5.4	6.0	5.8
Ontario	4.8	3.1	1.7	1.1	0.2	5.6	5.6	7.0	7.9	7.9
Manitoba	3.6	2.7	2.6	1.3	0.4	4.5	4.9	5.5	6.9	6.8
Saskatchewan	3.5	1.6	2.6	1.6	0.6	4.6	4.7	5.5	4.9	5.5
Alberta	4.9	3.7	2.9	1.6	0.7	5.8	5.9	7.1	7.6	7.7
Colombie-Britannique	3.4	2.6	2.4	0.7	0.3	4.6	5.2	5.6	6.5	6.5
Canada	4.1	3.0	1.9	1.1	0.3	5.3	5.4	6.4	7.1	7.1
	Mises en chantier de logements (000)					IPC (Croissance en %)				
Terre-Neuve-et-Labrador	1.5	1.0	1.7	1.3	1.3	6.4	3.3	1.8	1.7	1.9
Île-du-Prince-Édouard	1.0	0.9	1.2	1.4	1.2	8.9	2.9	1.9	1.6	1.9
Nouvelle-Écosse	5.6	7.1	7.4	7.0	7.0	7.5	4.0	2.3	1.9	2.0
Nouveau-Brunswick	4.6	4.7	6.2	5.8	6.0	7.3	3.5	2.2	1.9	2.0
Québec	58.5	39.9	48.8	53.0	54.0	6.7	4.5	2.3	2.0	2.0
Ontario	96.0	90.0	74.5	59.0	62.0	6.8	3.8	2.4	1.8	2.0
Manitoba	8.1	7.1	7.2	7.5	7.2	7.9	3.6	1.0	1.7	2.0
Saskatchewan	4.2	4.6	4.3	4.5	4.2	6.6	3.9	1.4	1.8	2.0
Alberta	36.4	35.9	47.8	53.0	50.0	6.5	3.3	2.9	1.9	2.0
Colombie-Britannique	46.7	50.6	45.8	40.0	42.0	6.9	4.0	2.6	2.2	2.0
Canada	262.7	241.8	245.1	232.5	234.9	6.8	3.9	2.4	1.9	2.0

e: estimé

p: prévision

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

L'économie

États-Unis - Scénario économique

(Variation annuelle en %)*	2022	2023	2024	2025	2026	2023	T4/T4 2024	2026
Produit intérieur brut (\$constants, 2012)	2.5	2.9	2.8	1.5	1.1	2.5	0.8	1.6
Dépenses personnelles	3.0	2.5	2.8	2.4	1.3	3.1	1.5	1.5
Construction résidentielle	(8.6)	(8.3)	4.2	0.6	0.7	2.8	0.3	1.5
Investissements des entreprises	7.0	6.0	3.6	1.9	0.2	2.3	1.5	1.1
Dépenses publiques	(1.1)	3.9	3.4	1.1	(0.2)	3.2	(0.4)	0.1
Exportations	7.5	2.8	3.3	1.6	(0.3)	3.0	0.2	0.4
Importations	8.6	(1.2)	5.3	5.5	(3.0)	5.5	1.8	(1.1)
Variation des stocks (milliards \$)	119.1	33.1	39.0	45.0	6.3	8.9	(10.0)	15.0
Demande intérieure	2.3	2.7	3.0	2.1	0.8	3.0	1.1	1.2
Revenu réel disponible	(5.6)	5.1	2.7	1.4	0.9	2.2	1.2	1.4
Emploi des salariés	4.3	2.2	1.3	1.1	0.6	1.2	0.8	1.0
Taux de chômage	3.6	3.6	4.0	4.3	4.8	4.1	4.5	4.6
Taux d'inflation	8.0	4.1	3.0	2.6	2.7	2.7	2.7	2.7
Bénéfices avant impôts	7.8	6.9	7.9	0.4	2.0	6.9	(5.8)	6.2
Compte courant (milliards \$)	(1,012.1)	(905.4)	(1,133.6)	(1,337.5)	(1,075.0)

* Sauf indication contraire.

Financière Banque Nationale

Scénario financier**

	actuel 18/04/25	T2 2025	T3 2025	T4 2025	T1 2026	2024	2025	2026
Taux cible fonds fédéraux	4.50	4.25	4.00	3.75	3.50	4.50	3.75	3.00
Bons du Trésor 3 mois	4.23	3.90	3.65	3.55	3.30	4.23	3.55	2.85
Obligations fédérales								
2 ans	3.81	3.60	3.45	3.35	3.25	4.25	3.35	3.40
5 ans	3.95	3.80	3.70	3.55	3.50	4.38	3.55	3.40
10 ans	4.34	4.25	4.15	4.10	4.05	4.58	4.10	3.85
30 ans	4.80	4.70	4.60	4.55	4.50	4.78	4.55	4.30
Taux de change								
US\$/Euro	1.14	1.09	1.11	1.14	1.15	1.04	1.14	1.17
YEN/\$US	142	146	143	142	140	157	142	135

** fin de période

Dynamique trimestrielle

	T1 2024 publié	T2 2024 publié	T3 2024 publié	T4 2024 publié	T1 2025 publié	T2 2025 prévision	T3 2025 prévision	T4 2025 prévision
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	1.6	3.0	3.1	2.5	(0.3)	2.6	0.5	0.2
IPC (var. a/a %)	3.2	3.2	2.7	2.7	2.7	2.3	2.7	2.7
IPC de base (var. a/a %)	3.8	3.4	3.3	3.3	3.1	3.0	3.3	3.3
Taux de chômage (%)	3.8	4.0	4.2	4.1	4.1	4.2	4.3	4.5

Financière Banque Nationale

Canada - Scénario économique

(Variation annuelle en %)*	2022	2023	2024	2025	2026	2024	T4/T4 2025	2026
Produit intérieur brut (\$constants, 2012)	4.2	1.5	1.5	1.1	0.9	2.4	0.0	1.7
Dépenses personnelles	5.5	1.8	2.4	1.9	0.9	3.6	0.2	1.5
Construction résidentielle	(10.6)	(8.5)	(1.1)	2.1	(0.7)	1.3	(2.0)	1.9
Investissements des entreprises	6.4	1.0	(1.9)	(0.2)	0.0	2.6	(1.8)	1.2
Dépenses publiques	2.6	2.6	3.8	2.4	1.9	4.6	1.6	2.1
Exportations	4.2	5.0	0.6	2.3	0.5	0.1	1.0	1.7
Importations	7.5	0.3	0.6	2.3	1.1	0.3	1.6	1.9
Variation des stocks (millions \$)	51,121	25,497	14,428	(5,078)	(3,153)
Demande intérieure	3.3	1.1	2.0	1.8	1.0	3.5	0.3	1.7
Revenu réel disponible	(0.3)	1.6	4.7	2.5	1.2	5.3	1.0	1.3
Emploi	4.1	3.0	1.9	1.1	0.3	1.6	0.4	0.7
Taux de chômage	5.3	5.4	6.4	7.1	7.1	6.7	7.4	7.0
Taux d'inflation	6.8	3.9	2.4	1.9	2.0	1.9	1.9	2.2
Bénéfices avant impôts	17.9	(14.8)	(4.2)	0.9	1.9	(3.2)	(4.6)	4.0
Compte courant (milliards, \$)	(8.7)	(18.4)	(13.0)	(20.0)	(17.0)

* Sauf indication contraire.

Scénario financier**

	actuel 13/05/25	T2 2025	T3 2025	T4 2025	T1 2026	2024	2025	2026
Taux à un jour	2.75	2.50	2.25	2.00	2.00	3.25	2.00	2.00
Taux préférentiel	4.75	4.50	4.25	4.00	4.00	5.25	4.00	4.00
Bons du Trésor 3M	2.62	2.45	2.15	1.95	1.95	3.15	1.95	2.00
Obligations fédérales								
2 ans	2.59	2.50	2.30	2.15	2.05	2.94	2.15	2.35
5 ans	2.82	2.75	2.60	2.50	2.45	2.97	2.50	2.65
10 ans	3.21	3.20	3.10	3.00	2.95	3.24	3.00	3.10
30 ans	3.52	3.50	3.40	3.35	3.30	3.34	3.35	3.40
Taux de change								
CAD par USD	1.40	1.42	1.39	1.37	1.35	1.44	1.37	1.33
Prix du pétrole (WTI), \$U.S.	65	64	61	60	62	72	60	66

** fin de période

Dynamique trimestrielle

	T1 2024 publié	T2 2024 publié	T3 2024 publié	T4 2024 publié	T1 2025 publié	T2 2025 prévision	T3 2025 prévision	T4 2025 prévision
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	1.8	2.8	2.2	2.6	1.7	(1.1)	(1.0)	0.6
IPC (var. a/a %)	2.8	2.7	2.0	1.9	2.3	1.8	1.8	1.9
IPC ex. aliments et énergie (var. a/a %)	2.9	2.8	2.5	2.1	2.5	2.3	2.3	2.4
Taux de chômage (%)	5.9	6.3	6.6	6.7	6.6	7.0	7.3	7.4

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



Ethan Currie

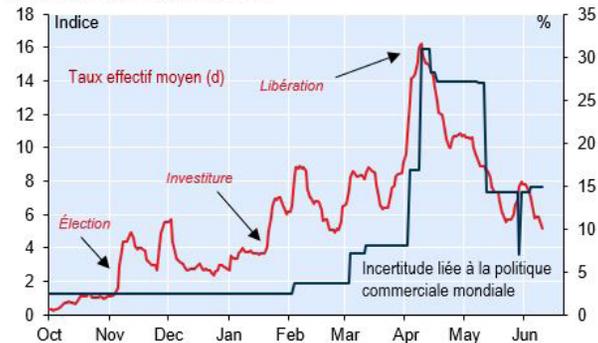
Analyste associé principal
416 432-4056

FOMC : Mr. Trop tard-Juste-à-temps (18 juin 2025)

Le début de l'année a été frénétique sur le plan des droits de douane, mais le mois écoulé a été relativement tranquille, après l'annonce de la désescalade pour 90 jours avec la Chine au début de mai. En bref, les droits de douane imposés en vertu de la loi intitulée *International Emergency Economic Powers Act* (IEEPA) (reliés au fentanyl et à la sécurité des frontières et droits de douane « réciproques ») ont été déclarés illégaux, mais la Maison-Blanche a obtenu une annulation de ce jugement en appel. Il y a aussi eu l'augmentation des droits de douane sur l'acier (de 25 % à 50 %) mise en œuvre au début de juin, mais, à part cela, la situation était « calme ». Certes, ce « régime stable » est loin d'être optimal puisque le taux effectif des droits de douane américains reste à des sommets inégalés depuis plusieurs décennies. De la même manière, l'incertitude n'a pas été résolue alors que la fin de la suspension des droits de douane réciproques mondiaux de 90 jours approche (9 juillet). Récemment, D. Trump a promis que des taux de droits de douane unilatéraux seront envoyés aux partenaires commerciaux au cours des prochaines semaines. Comme un air de déjà vu, n'est-ce pas ?

Les droits de douane – annoncés et imposés – ont nourri l'anxiété

Taux effectif moyen des droits de douane américains et indice de l'incertitude liée à la politique commerciale de BBG



Source : BNC, BBG, U.S. Census Bureau | Note : Taux effectif moyen des droits de douane américains qu'impliquent les annonces de droits de douane

Si vous cherchez des preuves de l'impact du carnage commercial sur l'économie réelle, vous risquez la déception. Bien sûr, les flux commerciaux ont été perturbés alors que les sociétés américaines ont devancé leurs achats avant le « jour de la libération ». Par la suite, les

données d'avril ont révélé une forte inversion du bond des importations au T1, ce qui a eu et continuera d'avoir des implications pour la croissance du PIB. La stagnation du T1 sera suivie d'une très forte hausse au T2.

Données d'avril : rebond par devancement ou changement de régime?

Balance commerciale des marchandises des États-Unis (inversée) et importations du Canada et de la Chine

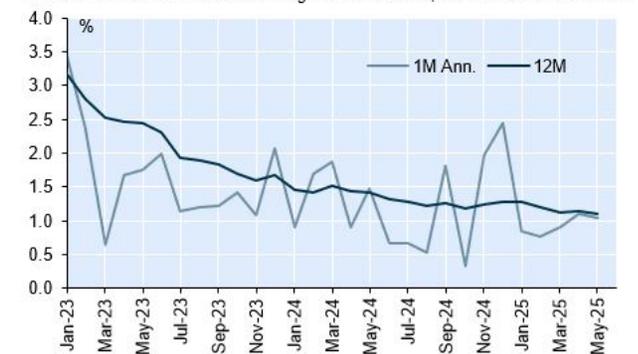


Source : BNC, BBG

Cependant, le marché du travail n'a pas été affecté de manière importante. La croissance de l'emploi a continué à un rythme honorable et le taux de chômage reste bas. Certes, l'embauche a ralenti par rapport aux années précédentes, mais cette tendance était déjà amorcée.

Marché du travail à faible rotation, avec une croissance stable des effectifs salariés non agricoles

Variation des effectifs salariés non agricoles des É.-U., A/A et taux 1M annualisé



Source : BNC, BBG

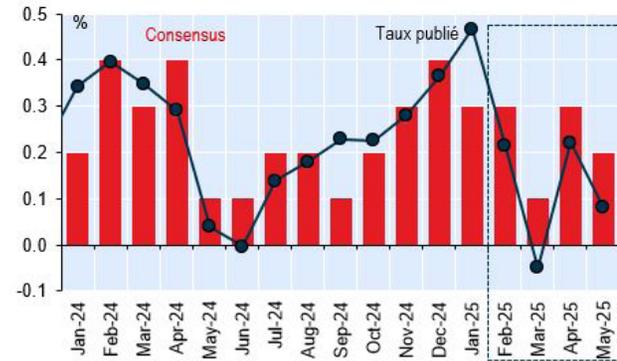
De la même manière, un coup d'œil rapide aux données récentes sur l'inflation ne reflète pas le changement massif du taux effectif des droits de douane américains.

Taux d'intérêt et marché obligataire

L'inflation d'ensemble a en fait surpris à la baisse chaque mois de l'administration Trump.

La Maison-Blanche suit les données de l'inflation avec le sourire, jusque-là

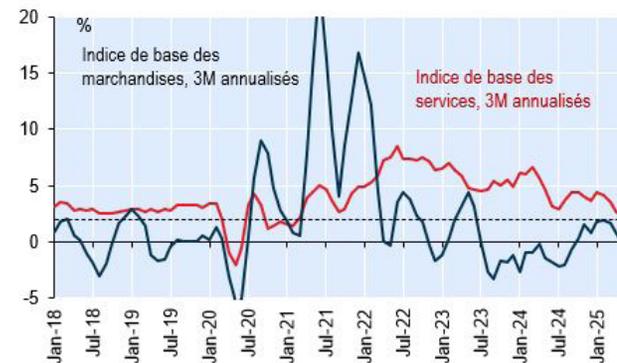
Variation mensuelle de l'IPC des États-Unis et prévisions consensuelles



De manière contre-intuitive, les prix des biens ont peu changé alors que la baisse de l'inflation des prix des services a permis un recul régulier de l'inflation d'ensemble, qui se situe maintenant tout juste au-dessus de la cible de stabilité des prix de 2% de la Fed.

Accalmie dans les services, et pas de répercussion des droits de douane sur les marchandises

Services de base annualisés sur 3 mois et inflation des biens de base



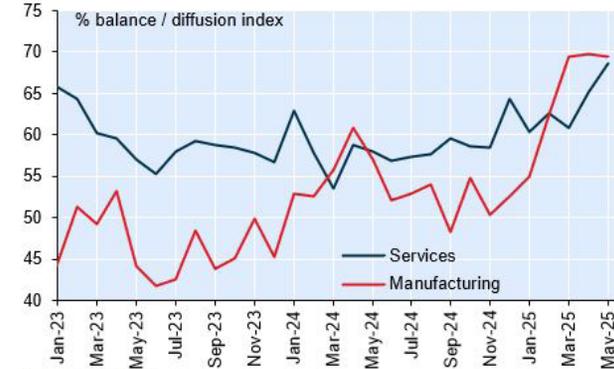
Source : BNC, BBG

Si les données les plus importantes pour la Fed n'ont pas été perturbées, cela ne veut pas dire que les droits de douane n'ont pas d'effet. Les pressions sur les coûts sont nettement évidentes dans les données de l'indice PMI, le sous-indice ISM des prix payés pour les services et la

fabrication ayant fortement bondi. Cela concorde avec les données anecdotiques des entreprises américaines qui ont signalé des augmentations de prix importantes, dont un marché « non coopératif » de véhicules sur lequel les constructeurs reportent les augmentations de prix induites par les droits de douane pour protéger leurs résultats.

Cost pressures are in the pipeline, per businesses

ISM Price Index – Services & manufacturing sectors



Source : NBC, BBG

Il y a plusieurs raisons possibles pour lesquelles les pressions à la hausse des coûts ne se reflètent pas dans les données des prix à la consommation. Il se pourrait que les entreprises rognent leur marge de profit pour absorber les hausses de coûts afin de protéger la demande. Il se pourrait que les pressions de la concurrence obligent les entreprises à ne pas répercuter les hausses de coût pour défendre leur part de marché. Il se pourrait aussi que le devancement des achats antérieur ait permis aux entreprises de bien garnir leurs stocks et qu'elles n'aient pas encore eu à renouveler des stocks à des prix taxés. Dans tous les cas, la perception des droits de douane a commencé comme le révèlent les chiffres des douanes américaines. Cela reflète un coût réel qui apparaîtra tôt ou tard, que ce soit dans une augmentation de l'inflation ou dans une diminution de la rentabilité (ce qui aurait des incidences négatives pour l'embauche, les investissements, etc.).

Les recettes des taxes à l'importation sont réelles... comment se révéleront-elles?

Recette journalière des droits de douane, depuis 2005

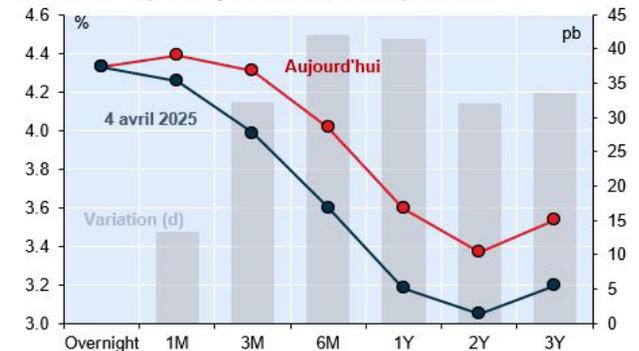


Source : BNC, BBG

Le problème est qu'il est malheureusement trop tôt pour dire ce que seront en définitive les effets de ces taxes. Par conséquent, la Fed restera confortablement sur la touche, au moins pendant les quelques prochains mois, en attendant d'avoir une meilleure compréhension de l'évolution de la situation. Les membres votants du FOMC l'ont régulièrement dit et répété, ce qui élimine de fait une intervention lors des réunions de juin et de juillet. Les prix qui ont cours sur le marché reflètent cette attitude patiente. Les investisseurs estiment que la réunion du FOMC de septembre sera celle de la relance de la détente. Cela contraste avec les prix qui se pratiquaient plus tôt cette année quand les droits de douane ont été relevés, qu'on s'attendait à des impacts économiques plus grands et qu'une réaction accommodante de la Fed était anticipée.

Le prix des swap indexés sur le taux à un jour a rebondi du niveau du scénario catastrophe

Courbe SOFR, après le « jour de la libération » et prix actuels



Source : BNC, BBG

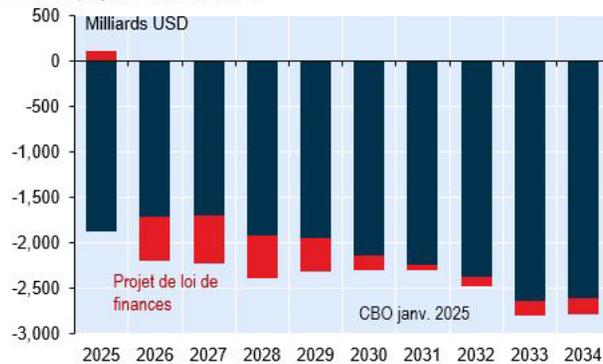
Taux d'intérêt et marché obligataire

Nous le concédons : il y a bien une voie qui pourrait mener à une réduction des taux en septembre, mais les risques en font pencher l'éventualité vers une date plus tardive, particulièrement si l'inflation commence à reprendre (et nous pensons que cela se produira). Rappelez-vous, le graphique à points de mars avait commencé à indiquer une mutation vers moins de détente comparativement à décembre. L'incertitude globale n'a fait qu'augmenter depuis, ce qui pourrait conduire à une nouvelle dérive des points du graphique. À suivre.

Bien que l'ère Trump 2.0 ait été caractérisée par une volatilité formidable, les investisseurs ont, dans l'ensemble, parié sur des taux directeurs plus bas à moyen terme. C'est ce qu'atteste une baisse d'environ 21 pb du rendement des obligations du Trésor de deux ans depuis la victoire électorale de D. Trump en novembre. Mais la baisse des taux ne s'est pas étendue aux échéances plus éloignées de la courbe, et le taux à 30 ans en fait *augmenté* de 47 pb sur cette période. Les taux d'intérêt pourraient baisser légèrement au cours des prochains trimestres, mais nous ne comptons pas qu'ils s'écartent beaucoup des 5%. Cela s'explique en partie par la politique budgétaire relâchée, rendue encore plus laxiste par le « beau et grand » projet de loi de finances qui fait son chemin au Congrès. S'il est mis en application, celui-ci pourrait ajouter quelque 2 400 milliards \$ au déficit au cours des 10 prochaines années, ce que les investisseurs ne verront certainement pas d'un bon œil. La part du lion de ce déficit supplémentaire (environ 1 800 milliards \$) serait accumulée au cours des cinq prochaines années.

LE grand, beau... déficit!

Projection du déficit américain – scénario de base du CBO et impact estimé du nouveau projet de loi de finances



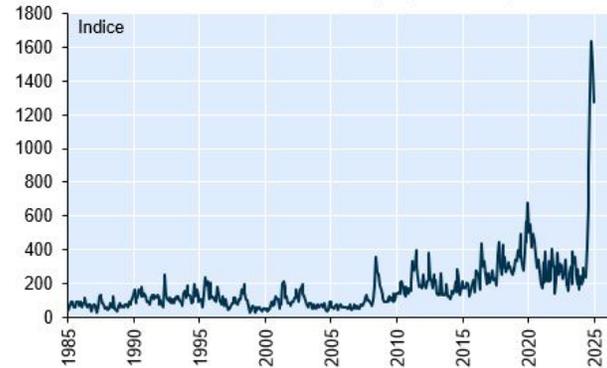
Source : BNC, CBO Cf. « LE grand, beau » projet de loi de finances Trump / H.R.1 Act

La BdC passera-t-elle à l'action cet été?

Si les données des États-Unis sont restées relativement résilientes aux impacts des droits de douane, on ne peut pas en dire autant des données au Canada. Bien sûr, la confiance des entreprises et des consommateurs s'est effondrée en début d'année du fait d'une forte hausse de l'incertitude. Elle s'est en partie relevée, mais l'incertitude reste extrêmement élevée, ce qui continue de poser problème pour les perspectives.

L'incertitude s'est améliorée (mais seulement par rapport aux antécédents historiques)

Indice Baker, Bloom et Davis de l'incertitude de la politique économique canadienne

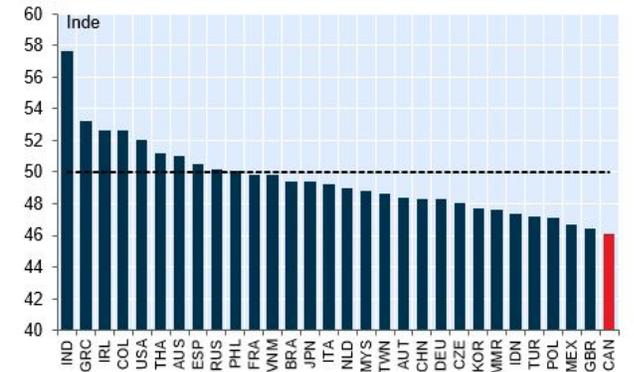


Source : BNC, BBG

La faible confiance se constate en particulier dans les secteurs où l'on s'y attend le plus comme la fabrication, qui est fortement exposée au programme de politique commerciale de la Maison-Blanche. L'indice [PMI de la fabrication](#) de S&P Global est ainsi resté bien ancré en zone de contraction (moins de 50) en mai, malgré une amélioration par rapport au très faible résultat d'avril. Le secteur de la fabrication du Canada est faible dans l'absolu, mais bien plus encore lorsqu'on le compare à ceux des autres pays. Sur les 30 pays couverts par l'indice S&P Global de la fabrication, aucun n'a été classé plus bas que le Canada en mai.

Fabrication au Canada, au dernier rang des pays de l'OCDE

Indice PMI de la fabrication selon S&P – tous pays de l'OCDE, dernières données (mai)

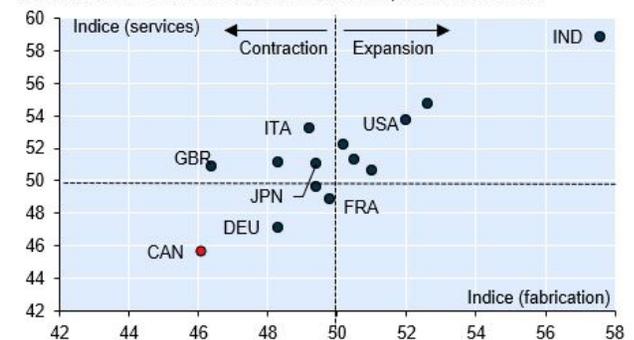


Source : BNC, BBG, S&P Global

Certes, le secteur de la fabrication ne compte que pour 10% environ de l'économie canadienne, de sorte que les prévisions en dépendent peu. Seulement le secteur des services (environ trois quarts de l'économie) est en difficulté dans une même mesure. En effet, l'indice PMI des services selon S&P Global est resté *lui aussi* en zone de contraction en mai (comme c'est le cas depuis décembre) et à ce niveau également, [le Canada se classe bon dernier](#) parmi les pays étudiés par S&P Global.

L'économie canadienne croule dans son ensemble

Indice PMI S&P de la fabrication et des services, dernières données



Source : BNC, BBG, S&P Global

En outre, les marchés de l'immobilier résidentiel restent paralysés, un problème qui est selon nous sous-évalué. La chute de l'activité de revente a cessé en avril, mais celle-ci se trouve à un niveau très faible. Attribuer la situation aux

Taux d'intérêt et marché obligataire

droits de douane est trop facile. L'affaiblissement du marché du travail et le refinancement hypothécaire (par rapport aux faibles niveaux des taux de 2020-2021) jouent également des rôles essentiels. Comme l'offre continue d'augmenter, la confiance restera un problème, et les prix pourraient continuer de baisser.

L'activité de revente de logements se stabilise à un très bas niveau

Reventes de logements canadiens : tendances mensuelles par année, janvier 2025 à avril 2025

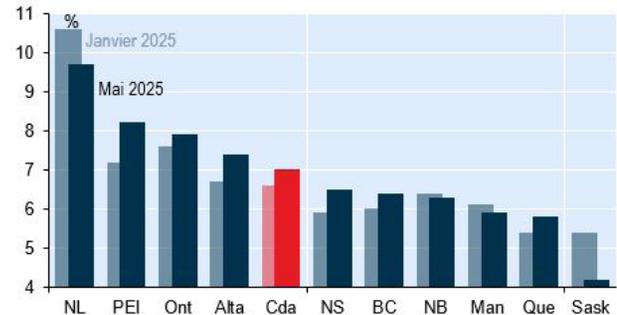


Source : BNC, ACI

Les données plus étroitement suivies par la BdC clignotent au rouge également. L'embauche stagne et le [taux de chômage](#) a gagné quatre dixièmes depuis janvier. Les quatre plus grandes provinces canadiennes ont observé une hausse de leurs taux de chômage cette année, notamment l'Ontario, exposée aux droits de douane, où il est proche de 8 %.

L'embauche stagne, les taux de chômage augmentent (là où il ne devrait pas)

Taux de chômage par provinces, mai 2025 à janvier 2025

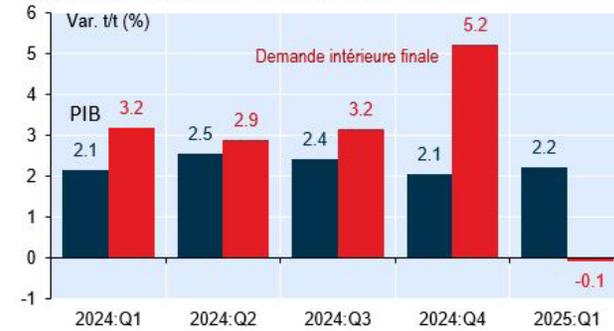


Source : BNC, Statistique Canada

À première vue, le PIB du T1 semblait solide, mais sa robustesse était due aux exportations et aux stocks. La demande intérieure a stagné. Et même si le T4 précédent avait été très vigoureux, on n'observe pas réellement la création d'une dynamique.

Le PIB du T1 semble solide, mais la demande intérieure est faible

Canada : PIB et croissance de la demande intérieure finale

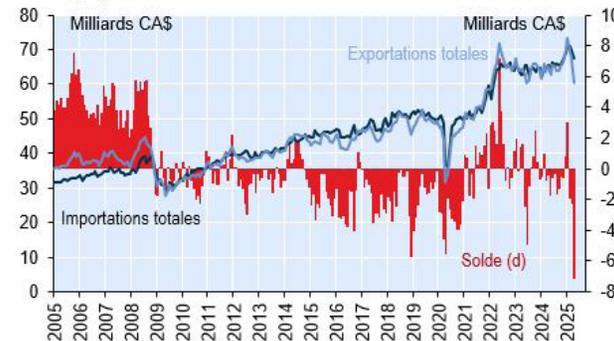


Source : BNC, Statistique Canada

La demande intérieure devrait rester faible au T2 et la croissance d'ensemble sera faible en raison du contre-coup des achats anticipés aux États-Unis.

Le déficit commercial du Canada atteint un record en avril

Commerce international de marchandises du Canada – importations, exportations et solde, depuis 2005

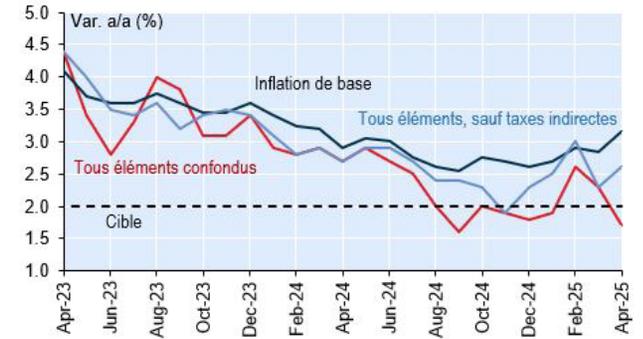


Source : BNC, BBG

Malgré la faiblesse des marchés du travail et de l'immobilier résidentiel, ainsi que des prévisions médiocres de PIB, la BdC a laissé les taux inchangés une deuxième fois de suite en juin. Pourquoi? À cause de l'inflation et des risques d'inflation. L'IPC de base d'avril était élevé, contre toute attente, malgré une inflation d'ensemble bien contenue (grâce au congé de TPS).

L'inflation de base semble plus persistante qu'on ne s'y attendait

Var. a/a (%) de certaines mesures de l'inflation au Canada, deux dernières années



Source : BNC, BBG

En outre, si l'on tient compte des facteurs qui intéressaient vraiment la BdC, la décision semble moins surprenante. Dans les « indications prospectives » d'avril :

« Le Conseil procède avec prudence, en portant une attention particulière aux risques et aux incertitudes auxquels l'économie canadienne est confrontée, notamment :

- dans quelle mesure les droits de douane américains plus élevés vont baisser la demande pour les exportations canadiennes;
- à quel point cela a une incidence sur les investissements des entreprises, l'emploi et les dépenses des ménages;
- avec quelle ampleur et à quelle vitesse les hausses de coûts sont répercutées sur les prix à la consommation;
- et comment évoluent les attentes d'inflation. »

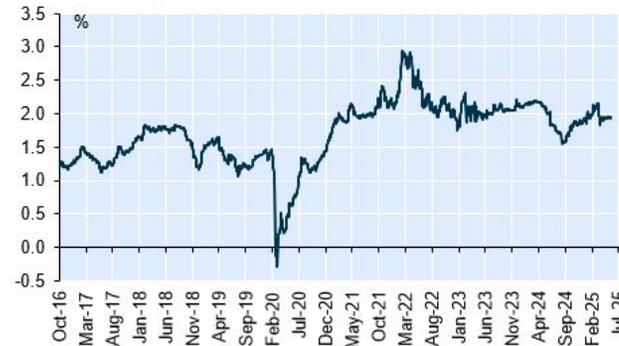
Avant le mois de juin, il était trop tôt pour se prononcer sur nombre de ces éléments (attentes d'inflation due au commerce international) tandis que l'inflation et les impacts économiques envoyaient des signaux contradictoires. Doit-on donc maintenir les taux en l'état? Mais les huit semaines qui devaient suivre ont apporté et apporteront plus de clarté. Comme nous l'avons indiqué, les exportations canadiennes se sont effondrées en avril, tandis que l'embauche est restée faible. Cependant, l'Enquête sur les perspectives des entreprises attendue en juillet sera l'occasion d'une mise à jour importante sur les attentes d'inflation (nous ne sommes pas trop inquiets à ce sujet). Mais la variable la plus importante qui guidera la décision de juillet sera sans doute les deux rapports sur l'inflation à venir. S'ils vont dans

Taux d'intérêt et marché obligataire

le bon sens, le cycle d'assouplissement devrait se poursuivre, ainsi que le gouverneur l'a expliqué : « Une réduction du taux directeur pourrait s'avérer nécessaire si l'économie s'affaiblit [...] et si les pressions sur les coûts sont contenues. »

Les attentes d'inflation basées sur le marché restent bien ancrées

Taux d'inflation au point mort du Canada sur 5 ans

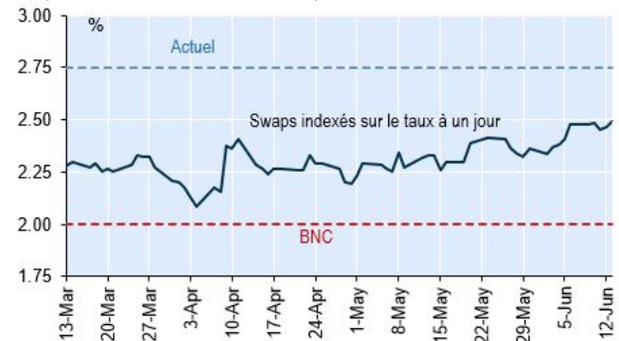


Source : BNC, BBG

Dans l'ensemble, les éléments que surveille la BdC **penchent du côté d'une réduction des taux, à notre avis**, mais les prix du marché ont évolué en sens opposé. Le marché escompte maintenant à peine une autre réduction des taux cette année, ce qui contraste fortement avec les prix qui suivaient la réduction des taux par la Banque en mars.

Les marchés des swaps indexés sur le taux à un jour ont écarté une bonne partie de la détente de la BdC en 2025

Taux directeur de la BdC d'après les swaps pour la réunion de décembre comparativement au taux actuel et à la prévision de BNC



Source : BNC, BBG

La décision de juillet dépendra des données du moment, mais nous pensons qu'une réduction des taux est probable. Le fait que les marchés penchent en faveur du statu

quo ne nous fait pas changer d'avis. Ces derniers mois nous ont rappelé que les **attentes de la BdC peuvent changer vite**, et le Conseil de direction ne voit aucun problème à laisser les marchés dans l'incertitude.

Les investisseurs peuvent être certains de l'incertitude de la BdC entre ses réunions

Variation implicite des taux des swaps indexés sur le taux à 1 jour avant la prochaine de décision de politique monétaire de la BdC

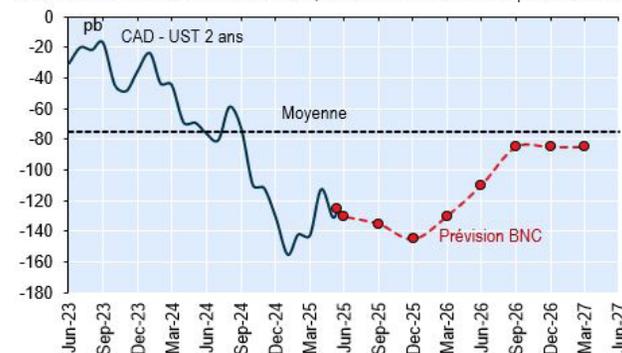


Source : BNC, BBG

À plus longue échéance, nous maintenons notre prévision d'une baisse totale de 75 points de base cette année alors que nous continuons d'entrevoir une inflation limitée et une augmentation des ressources inutilisées. Avec la récente reprise des obligations du Trésor américain, les obligations du Canada seraient bien placées pour se démarquer au cours des prochains mois.

Reprise des UST + BoC sous-estimée = performance supérieure des obligations du Canada

Différentiel de taux OdC – UST de 2 ans, deux dernières années et prévision BNC

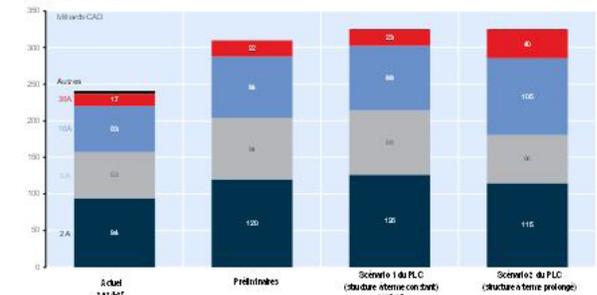


Source : BNC, BBG | Nota : La ligne pointillée représente le différentiel de rendement des titres de 2 ans, moyenne de deux ans

Comme aux États-Unis, la politique budgétaire sera l'élément déterminant à surveiller au Canada (pour les perspectives économiques et pour les marchés obligataires). Nous avons précédemment minimisé la taille des nouvelles dépenses militaires dans le cadre du plan du gouvernement pour atteindre l'objectif de dépenses de 2 % du PIB fixé par l'OTAN ([lien](#)), mais les émissions d'obligations provinciales, et les investisseurs ne manqueront pas de titres de longue durée, ce qui devrait limiter la reprise à l'extrémité éloignée de la courbe (particulièrement si les projets d'investissement à long terme du gouvernement entraînent un allongement marginal de la durée des OdC). Mais surtout, le Canada ne sera pas seul dans ce cas. Les politiques budgétaires expansionnistes sont une tendance mondiale, ce qui devrait signifier que des tendances similaires se manifesteront sur les marchés obligataires d'autres économies avancées.

Les emprunts augmenteront selon la plateforme du PLC

Émissions brutes d'OdC, avec indications prospectives préliminaires et scénarios à titre d'illustration



Source : BNC, BdC, PLC | Nota : Le scénario à structure de terme étendu adopte la durée moyenne pondérée de 2021-2022. Emprunts projetés selon la plateforme chiffrée du PLC

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

Ottawa veut Rendre le Canada Investissable de Nouveau (RCIN)

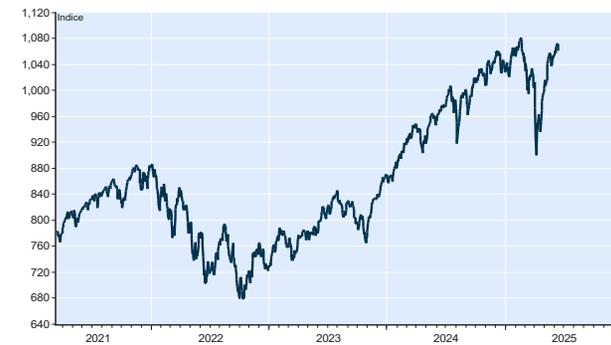
(18 juin 2025)

Monde : Un rallye malgré les risques

Les actions mondiales ont en grande partie fait fi de la vague de pessimisme déclenchée en avril par l'annonce de droits de douane généralisés de la Maison-Blanche frappant la quasi-totalité des grands partenaires commerciaux. Au moment de rédiger ces notes, l'indice MSCI Monde (Tous pays) a pratiquement annulé toutes les pertes subies depuis février (graphique).

Monde : Les actions mondiales rebondissent

MSCI Monde (Tous pays), en date du 13 juin



BNC Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Jusque-là au T2, l'indice boursier mondial de référence est en hausse de 5,8 % et toutes les grandes régions affichent une croissance positive (tableau).

Monde : Toutes les régions affichent des gains jusque-là au T2

Pourcentage de rendement des cours de l'indice MSCI Monde (TP)

	Depuis le début		
	du mois	du trimestre	de l'année
MSCI Monde (TP)	0,9	5,8	3,1
MSCI Monde	0,7	5,9	2,7
MSCI États-Unis	1,1	6,8	1,7
MSCI Canada	0,9	6,1	6,8
MSCI Europe	-0,3	2,1	7,8
MSCI Pacifique sans le Japon	1,5	8,0	6,8
MSCI Japon	-1,9	3,6	-2,0
MSCI MÉ	2,4	4,8	7,0
MSCI MÉ EMOA	-0,1	0,4	6,4
MSCI MÉ Amérique latine	0,2	5,9	12,4
MSCI MÉ Asie	3,0	5,4	6,7

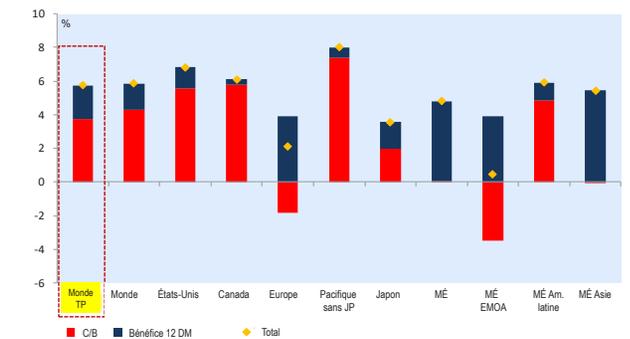
6/13/2025

BNC Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Environ les deux tiers des gains de l'indice MSCI Monde (TP) jusque-là au T2 sont dus à une expansion des ratios de valorisation plutôt qu'à la hausse des bénéfices. En fait, seuls l'Europe et quelques marchés émergents – notamment les MÉ Asie et les MÉ EMOA – ont affiché des gains boursiers qui n'étaient pas motivés principalement par une augmentation des valorisations (graphique).

MSCI Monde (TP) : L'expansion du ratio C/B source de la reprise du T2

Répartition des rendements par marché boursier (depuis le début du trimestre)



BNC Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Sur le front des bénéfices, les prévisions de croissance du BPA restent positives; on s'attend toujours à ce que l'indice MSCI Monde (TP) gagne 10 % au cours des 12 prochains mois. Cependant, la révision à la baisse des indications prospectives continue et le rythme actuel des rétrogradations est le plus fort depuis 2023 (graphique).

Monde : La révision à la baisse des prévisions de bénéfice persiste

Variation sur 3 mois du ratio C/B à 12 mois de l'indice MSCI Monde (TP)

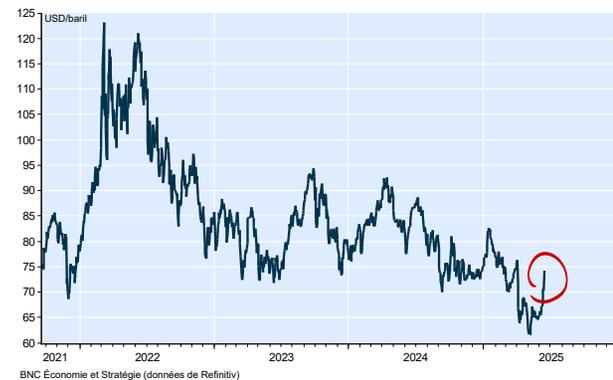


BNC Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Marché boursier et stratégie de portefeuille

La valse-hésitation des menaces de droits de douane de Washington alimentera probablement la volatilité des bénéfices au cours des prochains mois, à mesure que les entreprises ajustent leurs stocks et composent avec un environnement économique de plus en plus incertain. La suspension de 90 jours arrivera à sa fin le 9 juillet, et, à moins d'un nouvel accord, l'administration américaine devrait imposer des droits de douane unilatéraux à des partenaires commerciaux clés. Cela pourrait déclencher des mesures de rétorsion – comme de nouvelles restrictions chinoises des exportations critiques, par exemple les aimants industriels – augmentant la pression sur les chaînes d'approvisionnement mondiales. Pendant ce temps, les risques croissants qu'un conflit prolongé entre Israël et l'Iran ravivent les craintes d'un choc pour les approvisionnements en pétrole mondiaux. Sur cette toile de fond, les pressions propices à la stagflation restent un risque non négligeable pour la plupart des marchés boursiers du monde.

Monde : Le prix du brut grimpe sur fond de tensions au Moyen-Orient



S&P 500 : Quel niveau est trop élevé pour le ratio C/B?

L'indice S&P 500 a dépassé l'indice boursier mondial de référence avec une hausse de 6,8 % jusque-là au T2. Cependant, l'ampleur du marché reste peu reluisante : cinq des dix grands secteurs ont affiché soit des baisses (énergie, santé, immobilier) soit une stagnation (services financiers et consommation de base) – Tableau.

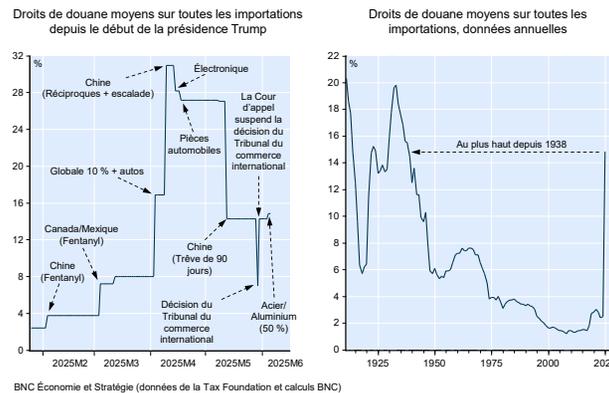
S&P 500 : La reprise du T2 repose sur un leadership étroit

	Rendement des cours (en %)		
	du mois	du trimestre	de l'année
S&P 500	1,1	6,5	1,6
ÉNERGIE	8,0	-6,5	2,2
TI	2,9	15,8	1,0
SANTÉ	2,5	-7,0	-1,4
TÉLÉCOMS	2,3	12,9	5,6
MATÉRIAUX	0,9	1,4	3,8
INDUSTRIE	-0,2	8,5	8,0
IMMOBILIER	-0,5	-0,7	1,9
CONSOM. DISC.	-0,6	8,4	-6,7
SERVICES PUBLICS	-0,8	2,5	6,8
FINANCES	-2,0	0,0	3,1
CONSOM. DE BASE	-2,7	0,0	4,6

6/13/2025
BNC Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

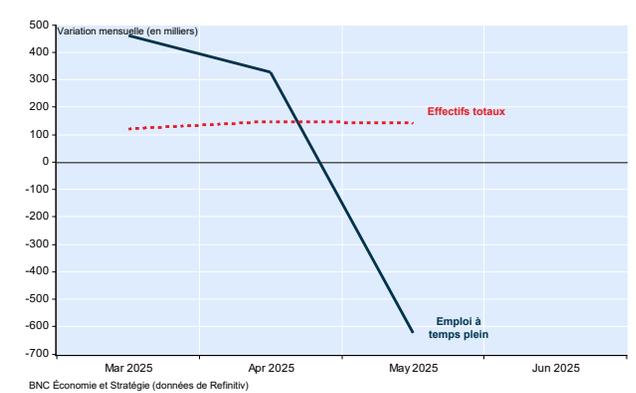
L'incertitude engendrée par la question des droits de douane continue de saper le moral, minant la confiance des entreprises. Malgré de récents signes de désescalade, on s'attend toujours à ce que la taxe moyenne sur les importations américaines augmente fortement en 2025 – gonflant le coût des intrants des usines et menaçant les marges des entreprises (graphique).

É.-U. : Les droits de douane restent élevés même après la désescalade



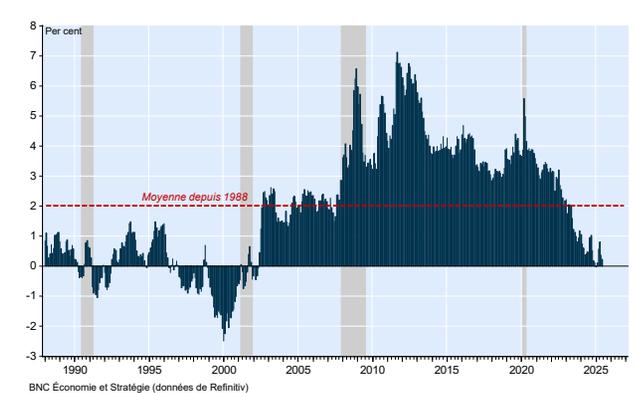
Face à une incertitude accrue, les entreprises hésitent à s'engager à embaucher à temps plein – préférant les contrats souples ou l'emploi temporaire. Une poursuite de la diminution de l'emploi à temps plein freinerait les dépenses des consommateurs et l'économie en général (graphique).

É.-U. : Les entreprises embauchent, mais pas à temps plein



Tandis que les perspectives de croissance perdent leur éclat se préparent des déficits budgétaires plus importants et un abaissement limité des taux d'intérêt à long terme, alors que les investisseurs exigent des primes de terme plus fortes pour prêter à l'Oncle Sam. Malgré une baisse de 21 pb du taux des obligations du Trésor de 2 ans depuis la victoire électorale de D. Trump en novembre, le taux à 30 ans a grimpé de 47 pb – soulignant les préoccupations persistantes au sujet de la durabilité de la situation budgétaire. En même temps, l'expansion des ratios de valorisation en marge d'un rendement à 10 ans résilient a éliminé la prime de risque sur les actions américaines (graphique).

S&P 500 : La prime de risque des actions a pratiquement disparu

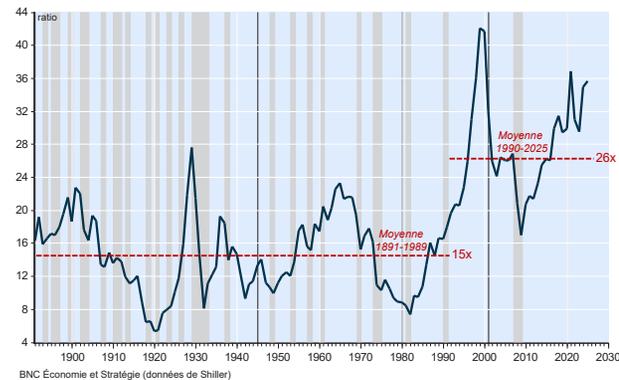


Marché boursier et stratégie de portefeuille

Alors que Washington a clairement l'intention de rapatrier la fabrication en sol américain – potentiellement au détriment des afflux de capitaux étrangers –, la question qui se pose naturellement est de savoir quel est le juste ratio C/B du marché boursier américain? À titre de rappel, l'indice S&P 500 s'est négocié à un ratio C/B moyen de 15 fois les bénéfices entre 1891 et 1989. Après la chute du mur de Berlin en 1989, alors que les États-Unis émergeaient comme la puissance militaire dominante du monde et embrassaient la mondialisation, les capitaux étrangers ont afflué sur les marchés américains aidant à hisser le ratio C/B moyen à 26 (graphique).

É.-U. : L'investissement étranger a nourri l'exceptionnalisme américain après

Ratio C/B des 12 derniers mois de l'indice S&P 500

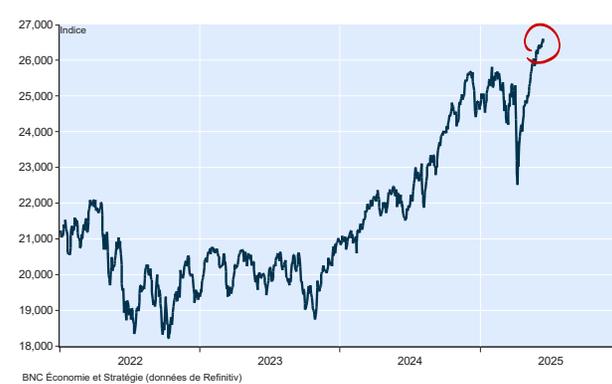


Cette hausse de la demande des investisseurs des quatre coins du monde a contribué à conférer aux actions américaines une part disproportionnée de l'indice MSCI Monde (TP), les États-Unis ayant fini par occuper la proportion époustouflante de 63 % de l'indice boursier mondial de référence. À l'avenir, le virage vers le rapatriement des activités industrielles par le biais du protectionnisme pourrait entraîner un affaiblissement de la productivité et de la rentabilité (effet direct des tarifs douaniers et des mesures de rétorsion ou de boycott de la part des partenaires commerciaux). Cela laisse entendre que le ratio cours/bénéfice (PE) d'équilibre pour le S&P 500 sera vraisemblablement inférieur à la moyenne observée entre 1990 et 2025 dans le cadre du nouvel ordre mondial. De combien? La question reste entière.

S&P/TSX : La stratégie RCIN fait battre des records à l'indice

Malgré une demande intérieure léthargique, un marché du travail mou et une incertitude record entourant la politique commerciale, l'indice S&P/TSX a bondi à un nouveau record en juin (graphique).

Canada : L'indice S&P/TSX atteint un nouveau record en juin



L'indice de référence canadien est déjà en hausse de 6,4 % au T2. Ce qui est impressionnant – et qui contraste avec l'indice S&P 500 – c'est que les gains étaient généralisés, tous les grands secteurs sauf celui de la santé affichant des rendements positifs (tableau).

S&P/TSX : Les gains sont généralisés au T2

Rendement des cours (en %)

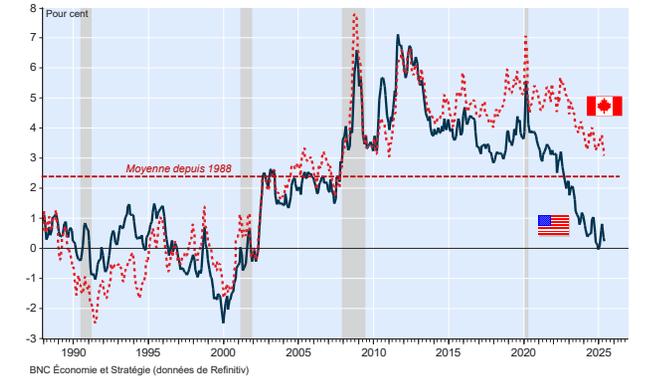
	Depuis le début		
	du mois	du trimestre	de l'année
S&P TSX	1,3	6,4	7,2
ÉNERGIE	5,7	3,1	4,6
MATÉRIAUX	5,7	10,0	31,9
SANTÉ	4,2	-2,2	-11,5
CONSOM. DISC.	2,4	12,3	11,5
TÉLÉCOMS	0,8	0,4	0,5
IMMOBILIER	0,7	3,5	0,9
SERVICES PUBLICS	0,2	4,0	7,9
BANQUES	0,0	9,2	5,3
FINANCES	-0,4	7,1	4,7
CONSOM. DE BASE	-0,8	5,8	4,9
INDUSTRIE	-1,4	6,2	3,8
TI	-2,2	6,5	-1,5

6/13/2025
BNC Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Malgré ce gain, l'indice S&P/TSX offre encore une prime de risque supérieure à sa moyenne historique (graphique).

S&P/TSX : La prime de risque encore supérieure à la moyenne passée

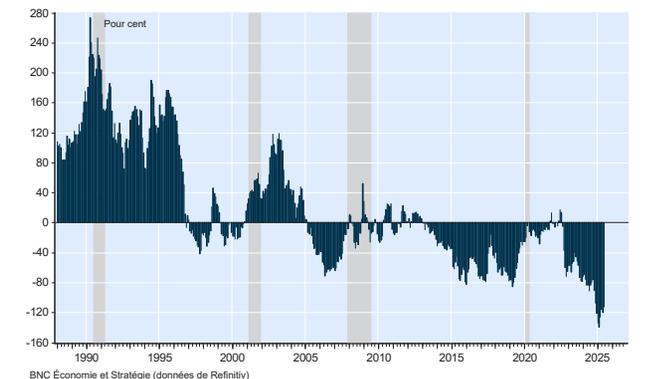
Rendement des bénéfices moins le rendement de l'obligation du Trésor de 10 ans : S&P 500 comp. S&P/TSX



La prime de risque élevée du Canada est en partie soutenue par le rendement de l'obligation du Canada de 10 ans qui reste à plus de 100 points de base en dessous de son équivalent américain (graphique).

Canada : Les taux d'intérêt sont bien inférieurs à ceux des É.-U.

Rendement de l'obligation du Trésor de 10 ans : Canada mois É.-U.

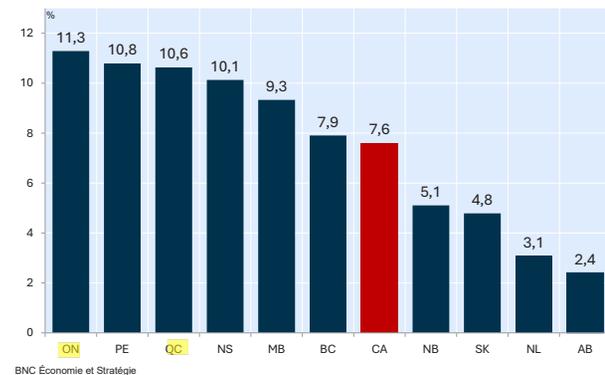


Cet écart reflète des perspectives de croissance intérieure plus faibles, des pressions inflationnistes plus molles et l'attente d'une politique monétaire plus accommodante de la Banque du Canada par rapport à celle de la Réserve fédérale américaine. Les perspectives de croissance plus faible découlent de la récente

Marché boursier et stratégie de portefeuille

décision de Washington d'augmenter les droits de douane sur les exportations canadiennes d'acier et d'aluminium qui a fait monter le taux effectif des droits de douane pour l'Ontario et le Québec au-dessus de 10 % (graphique).

Canada : L'exposition aux droits de douane varie selon les provinces
Taux effectif des droits de douane américains pour le Canada et les provinces



Par conséquent, alors que la croissance restera probablement faible au deuxième semestre de 2025, les perspectives pour l'économie – et l'indice S&P/TSX – ne sont pas totalement sombres. D'une part, la reprise du conflit armé entre Israël et l'Iran a déjà provoqué un rebond des prix du pétrole, apportant un soutien aux actions canadiennes. D'autre part, le président Trump a fait savoir au sommet du G7 en Alberta qu'il est disposé à résoudre les tensions commerciales avec le Canada dans les 30 prochains jours. Mais surtout, nous croyons que l'indice S&P/TSX sera avantagé structurellement par le récent discours du Trône à Ottawa, qui marque un pivotement transformateur vers une réindustrialisation. L'engagement du gouvernement à valoriser le secteur des ressources naturelles, simplifier la réglementation et réviser les achats militaires représente une rupture décisive avec le cadre de référence politique de l'ère Trudeau (tableau).

Canada : Le discours du Trône clôt l'ère Trudeau

Trudeau 2021 et Carney 2025 : Comparaison des orientations politiques des discours du Trône

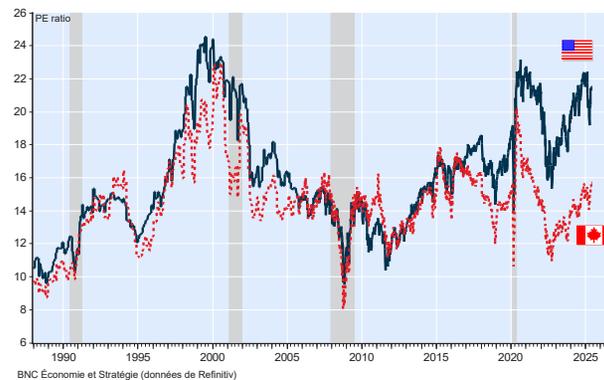
Orientation politique	Discours du Trône Trudeau 2021	Discours du Trône Carney 2025
Vision économique	Inclusive, reprise post-pandémique centrée sur une croissance propre et l'aide sociale	Économie transformatrice en tête du G7, avec un marché national unifié et une dominance énergétique
Réforme de la réglementation	Pas de grands changements; accent mis sur le climat et l'équité dans la réglementation	Nouveau Bureau de gestion des grands projets pour réduire les délais d'approbation à 2 ans; « un projet, une évaluation »
Stratégie énergétique	Plafonnement des émissions pour le pétrole et le gaz; investissement dans la technologie propre et l'électricité carbonifère	Expansion de l'énergie à la fois classique et propre; devenir une superpuissance énergétique mondiale
Logement et abordabilité	Accent mis sur la garde d'enfants et l'aide aux locataires; lancement du Fonds pour accélérer la construction de logements	Doubler la construction de logements; exemption de TPS; société d'État – Maisons Canada
Participation des Autochtones	Concentration sur la réconciliation; pas de grandes initiatives de propriété économique	Doublage du programme de garanties de prêts pour les Autochtones à 10 G\$; faciliter la participation comme propriétaires dans de grands projets
Politique commerciale	Ouverture du commerce sur le monde et croissance fondée sur l'immigration	Réduction de la dépendance à l'égard des États-Unis; création de coalitions avec des démocraties partageant les mêmes valeurs
Politique budgétaire	Soutien ciblé pendant la pandémie; réduction graduelle des dépenses	Plafonnement de la croissance des dépenses à moins de 2 %; équilibre du budget de fonctionnement dans les 3 ans
Marché intérieur	Pas de mention directe d'entraves intérieures au commerce et à la mobilité	Retrait des barrières commerciales intérieures fédérales pour le Jour du Canada; 200 G\$ de gains de productivité visés
Innovation et politique industrielle	Innovation climatique, fabrication selon des technologies propres et véhicules zéro émission	Stratégie industrielle massive pour stimuler le commerce, la science et un leadership mondial de l'innovation
Politique d'immigration	Augmentation de l'immigration; aide à la réunification des familles; leadership dans l'accueil des réfugiés	Plafonnement des travailleurs temporaires et étudiants étrangers à <5 % de la population d'ici 2027; restauration de la confiance et de l'équilibre

BNC Économie et Stratégie

Nous interprétons le discours du Trône comme l'engagement d'Ottawa à Rendre le Canada Investissable de Nouveau (RCIN). Après des années de négociation à décote par rapport aux États-Unis – à la fois au niveau de l'indice et dans la plupart des secteurs –, l'initiative RCIN vise à repositionner le Canada comme une destination plus intéressante pour le capital privé canadien et étranger. À notre avis, cela justifie un rétrécissement de l'écart de valorisation de l'indice S&P/TSX par rapport à l'indice S&P 500 (graphique).

S&P/TSX : L'initiative RCIN réduira l'écart de valorisation

Ratio C/B sur les 12 prochains mois : indice S&P 500 comparativement à l'indice S&P/TSX



BNC Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Répartition des actifs

Ce mois-ci, nous réduisons modestement notre sous-pondération des actions en élarguant le comparatif des titres à revenu fixe et en surpondérant les actions canadiennes. Cet ajustement reflète l'anticipation croissante d'une évolution plus favorable des relations commerciales canado-américaines, comme l'a signalé le président Trump pendant le sommet du G7 en Alberta. Cela dit, notre attitude globale à l'égard des placements reste défensive en attendant plus de clarté à la fois dans les tensions commerciales et dans les conflits géopolitiques.

	Répartition des actifs		
	Indice de référence (%)	Recommandation FBN (%)	Variation (%)
Marché boursier			
Actions canadiennes	20	21	+3
Actions américaines	20	15	
Actions étrangères (EAEO)	5	3	
Marchés émergents	5	3	
Marché obligataire	45	50	-3
Liquidités	5	8	
Total	100	100	

BNC Économie et Stratégie

Rotation sectorielle

Nous avons ajusté notre répartition entre les secteurs ce mois-ci en réponse à l'évolution rapide de la conjoncture. Étant donné la persistance des pressions favorables à une stagflation, nous prévoyons une baisse limitée des taux d'intérêt à l'extrémité éloignée de la courbe des rendements. Par conséquent, nous réduisons notre exposition aux secteurs des services publics et des services de communication de la surpondération à une pondération neutre. Dans le cas des services de communication, les perspectives démographiques faibles ont aussi contribué à la rétrogradation, ce qui nous a conduits à réduire le secteur de la consommation de base de la surpondération à la sous-pondération également. Inversement, nous révisons à la hausse les secteurs de l'énergie et des valeurs industrielles – reflétant l'engagement renouvelé d'Ottawa à la mise en valeur des ressources naturelles et à la réindustrialisation. La pondération de l'énergie était auparavant neutre, et les valeurs industrielles étaient sous-pondérées.

Marché boursier et stratégie de portefeuille

Rotation sectorielle fondamentale - juin 2025

Nom (secteur/industrie)	Recommandation	Pondération S&P/TSX
Énergie	Sur-pondérer	16.5%
Équipements et services pour l'énergie	Sur-pondérer	0.2%
Pétrole, gaz et combustibles	Sur-pondérer	16.3%
Matériaux	Équipondérer	14.0%
Produits chimiques	Sous-pondérer	1.2%
Emballage et conditionnement	Équipondérer	0.4%
Métaux et minerais *	Équipondérer	12.1%
Or	Sur-pondérer	9.5%
Papier et industrie du bois	Équipondérer	0.3%
Industrie	Sur-pondérer	12.2%
Biens d'équipement	Sur-pondérer	3.3%
Services aux entreprises	Équipondérer	3.6%
Transports	Sur-pondérer	5.4%
Consommation discrétionnaire	Sous-pondérer	3.4%
Automobiles et composants automobiles	Équipondérer	0.4%
Biens de consommation durables et habillement	Sous-pondérer	0.3%
Services aux consommateurs	Sous-pondérer	0.8%
Distribution	Sous-pondérer	1.9%
Biens de consommation de base	Sous-pondérer	3.8%
Distribution alimentaire et pharmacie	Sous-pondérer	3.5%
Produits alimentaires, boisson et tabac	Sous-pondérer	0.3%
Santé	Équipondérer	0.2%
Équipements et services de santé	Équipondérer	0.2%
Produits pharmaceutiques et biotechnologie	Équipondérer	0.1%
Finance	Équipondérer	32.5%
Banques	Équipondérer	20.1%
Services financiers diversifiés	Équipondérer	4.6%
Assurance	Équipondérer	7.8%
Technologies de l'information	Équipondérer	9.5%
Télécommunications	Équipondérer	2.2%
Services aux collectivités	Équipondérer	3.8%
Immobilier	Sous-pondérer	1.8%

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

Marché boursier et stratégie de portefeuille

Prévisions Canada			
	Actuel		Cible
Niveau de l'indice	6/16/2025		T4 2025
S&P/TSX	26 569		25 800
Hypothèses			T4 2025
Niveau: Bénéfices	1517		1550
Dividendes	732		748
Ratio C/B passé	17.5		16.6

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

Prévisions États-Unis			
	Actuel		Cible
Niveau de l'indice	6/16/2025		T4 2025
S&P 500	6033		5700
Hypothèses			T4 2025
Niveau: Bénéfices	250		249
Dividendes	76		76
Ratio C/B passé	24.2		22.9

* 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	
	Amérique du Nord - Indice MSCI	2.1	3.1	12.2	64.1	-2.8	10.6	
États-Unis - S&P 500	2.1	2.6	11.1	64.5	-3.3	9.5	72.2	1.00
Canada - S&P TSX	1.5	7.4	22.8	39.8	7.4	22.8	39.8	0.95
Europe - Indice MSCI	1.8	20.5	15.6	49.5	13.6	13.9	56.5	0.87
Royaume-Uni - FTSE 100	1.2	8.6	8.9	26.0	11.2	15.3	46.1	0.87
Allemagne - DAX 30	-1.2	19.0	31.7	81.8	25.6	40.7	110.1	0.91
France - CAC 40	-0.1	4.9	3.2	31.5	10.7	10.3	52.1	0.70
Suisse - SMI	-1.1	4.2	0.4	15.4	9.9	8.7	44.5	0.85
Italie - Milan Comit 30	-0.4	12.8	11.8	41.8	19.0	19.6	64.0	0.86
Pays-Bas - Amsterdam	0.2	5.3	0.7	44.9	11.1	7.6	67.5	0.95
Zone Pacifique - Indice MSCI	0.3	9.1	10.9	29.8	2.8	9.3	35.8	0.94
Japon - Nikkei 225	0.9	-4.0	-1.3	45.0	-1.2	6.3	39.6	0.92
Australie - All ordinaries	1.3	4.2	10.0	29.4	3.8	7.3	27.2	0.95
Hong Kong - Hang Seng	3.3	20.0	34.1	15.4	11.9	31.6	20.8	0.26
MSCI - Monde	1.9	6.2	12.7	58.0	0.1	11.1	65.4	1.00
MSCI - Monde ex. É.-U.	1.5	16.2	15.4	41.9	9.5	13.8	48.6	0.91
MSCI - EAEO	1.3	16.5	14.2	42.6	9.8	12.6	49.3	0.90
MSCI - Marchés émergents (indice libre)	3.5	11.4	11.3	18.9	5.0	9.7	24.4	0.90

* Corrélation des rendements mensuels sur 3 ans

Marché boursier et stratégie de portefeuille

Bénéfices sectoriels du S&P 500 - Consensus* 6/16/2025

	Pond. S&P500 (%)	Niveau	Variation (%)		Croissance - BPA			C/B			Croissance prévue sur 5 ans	Ratio PEG	Indice de révision **
			3-m	12-m	2025	2026	à 12 mois	2025	2026	à 12 mois			
S&P 500	100	6033.1	7.0	11.1	9.0	13.8	11.3	23.1	20.3	21.5	14.9	1.90	-2.77
Énergie	3.17	667.0	-2.1	-0.1	-14.2	19.8	1.5	15.9	13.2	14.4	9.6	9.68	-14.69
Matériaux	1.94	554.0	2.7	-0.8	2.6	16.4	9.9	21.7	18.7	20.0	12.4	2.03	-3.18
Industrie	8.59	1213.0	9.5	18.6	11.9	16.3	14.6	25.4	21.9	23.4	10.1	1.60	-3.64
Consommation discrétionnaire	10.50	1728.3	9.5	19.3	1.2	14.7	8.1	29.6	25.8	27.6	12.8	3.40	-6.13
Consommation de base	5.63	892.8	3.1	9.1	0.3	7.4	4.0	23.3	21.7	22.4	6.3	5.66	-2.30
Santé	9.61	1575.9	-6.5	-7.1	14.9	10.7	12.5	16.8	15.2	15.9	22.8	1.27	-2.68
Finance	13.90	838.5	4.1	24.4	4.1	13.6	8.9	17.6	15.5	16.5	11.6	1.84	-1.63
Technologie de l'information	32.36	4727.6	13.3	7.7	18.9	17.4	17.1	30.1	25.7	27.3	18.6	1.60	-1.63
Services de télécommunications	9.79	366.4	11.1	20.5	15.9	9.3	12.1	19.9	18.2	19.0	14.4	1.56	0.72
Services publics	2.41	408.9	2.7	15.9	5.0	8.2	6.6	18.5	17.1	17.7	7.8	2.68	-0.08
Immobilier	1.95	258.9	0.4	7.5	-4.8	14.1	4.4	40.7	35.6	38.0	12.7	8.61	-3.54

* Source I/B/E/S

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

Analyse technique



Dennis Mark, CFA
Analyste
416 869-7427

Points saillants

Dans l'édition de juin de *Vision*, nous mettons en avant des graphiques techniquement négatifs d'actions qui indiquent un risque de baisse et devraient être vendues. Nous présentons aussi des graphiques qui dessinent un plancher possible et ont un potentiel de hausse en cas de percée au-dessus des niveaux de résistance clés.

Analyse technique

Cameco Corporation (CCO)

Un graphique hebdomadaire de CCO indique une inversion de la reprise de rebond, ce qui laisse penser que les investisseurs encaissent les profits. Le graphique a rebondi d'un niveau de soutien de près de 50,00 \$ pour tester la résistance autour de 86,00 \$ où il a basculé. Cette action constitue une inversion hebdomadaire alors que le volume a bondi à son plus haut niveau depuis que la reprise a commencé. Alors que CCO a connu une forte reprise, les prix de l'uranium et les actions liées à l'uranium de deuxième niveau n'ont pas suivi, ce qui remet en question la durabilité de la reprise. Le rapport risque/rendement favorise maintenant les investisseurs baissiers alors que la résistance limite le potentiel de hausse et que le renversement indique que la voie de la moindre résistance est celle d'une baisse. Le potentiel de baisse est de 10 à 12 \$ et le soutien initial entrera en jeu à 68,00 \$ à 70,00 \$.



Analyse technique

Cameco comparativement à Sprott Physical Uranium Trust (CCO c. U.u)

Le graphique de la comparaison entre CCO et U.u souligne la divergence négative entre CCO et U.u. La corrélation positive datant de 20 ans présente une divergence négative alors que CCO renoue avec ses valeurs hautes tandis que U.u qui représente les prix de l'uranium accuse un important retard. Cela laisse penser qu'à un certain point CCO devra se remettre au diapason des cours de l'uranium et baisser. Pendant ce temps, le rebond de U.u s'est arrêté à sa ligne de tendance baissière et la courbe reprend vers le bas après un décrochage initial du sommet. L'action technique pointe vers 15 comme cible pour U.u ce qui laisse penser que CCO est à risque de descendre à 68,00 \$ à 70,00 \$.



Analyse technique

Banque Canadienne Impériale de Commerce (CM)

La reprise de CM marque le pas, ce qui donne à penser que les investisseurs intéressés par le court terme devraient encaisser les profits. Une inversion hebdomadaire indique que CM a atteint un nouveau sommet inégalé et a terminé la semaine avec une perte puisque la tendance s'est inversée, repartant à la baisse. Le volume hebdomadaire était aussi le plus élevé depuis plusieurs semaines, mais n'a pas réussi à endiguer la vague de vente. Le rapport risque-rendement est défavorable, avec un soutien initial autour de 85 \$.



Analyse technique

Pembina Pipeline Corporation (PPL)

Une reprise faible après une baisse en avril souligne les profils de risque de PPL. Le puissant élan à la baisse créé quand le titre a chuté en avril à 56,00 \$ domine l'action technique. Le titre est passé sous ses moyennes mobiles et ne peut pas remonter. Le niveau de soutien à 51,00 \$ est mis au défi; une percée en dessous complèterait une formation sommitale d'un an. Une vigueur relative faible pointe des risques de baisse vers les 40 \$.



Analyse technique

Paramount Resources Ltd. (POU)

La courbe du titre POU a décollé d'une base de trois ans à 19,00 \$ pavant la voie à une augmentation des prix. Cependant, le volume et l'élan du décollage sont faibles, avec des volumes bas et une évolution timide du cours. Les deux facteurs doivent s'améliorer pour confirmer le décollage. Nous accorderons le bénéfice du doute aux investisseurs haussiers, dans ce cas. La cible est de 25,00 \$.



Analyse technique

Saputo Inc. (SAP)

L'amélioration de l'action technique sur le graphique SAP laisse entrevoir un potentiel de hausse. Une action de formation de base au cours des sept derniers mois a dessiné une formation de plancher en triangle ascendant. Le titre a repris, montant au-dessus des deux moyennes mobiles alors qu'il teste un niveau de résistance clé à 27,00 \$. Une percée au-dessus de 27,00 \$ complète un passage à vide et laisse envisager une cible de 32,00 \$.



Analyse sectorielle



Dans cette section, les tableaux et graphiques sont basés sur les informations disponibles au **2 juin 2025**.

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
Énergie	Suncor Energy Inc.	SU	\$50.21	\$63.00	4.54%	30.01%	Pétrole, gaz et combustibles
	Tourmaline Oil Corp.	TOU	\$63.11	\$75.00	3.17%	22.01%	Pétrole, gaz et combustibles
Matériaux	Artemis Gold Inc.	ARTG	\$25.00	\$26.00	0.00%	4.00%	Or
	Aya Gold & Silver Inc.	AYA	\$12.63	\$18.75	0.00%	48.46%	Or
	Endeavour Mining plc	EDV	\$44.65	\$51.00	3.56%	17.78%	Or
	G Mining Ventures Corp.	GMIN	\$21.61	\$24.00	0.00%	11.06%	Or
	IAMGOLD Corp.	IMG	\$10.24	\$15.00	0.00%	46.48%	Or
	Lundin Mining Corp.	LUN	\$13.33	\$15.50	0.83%	17.10%	Métaux et minerais
	NGEx Minerals Ltd.	NGEX	\$15.13	\$17.00	0.00%	12.36%	Métaux et minerais
	Solaris Resources Inc.	SLS	\$5.93	\$12.50	0.00%	110.79%	Métaux et minerais
Taseko Mines Ltd.	TKO	\$3.29	\$4.50	0.00%	36.78%	Métaux et minerais	
Industrie	ATS Corporation	ATS	\$39.31	\$54.00	0.00%	37.37%	Biens d'équipement
	Cargojet Inc.	CJT	\$91.15	\$121.00	1.54%	34.28%	Transport
	Dexterra Group Inc.	DXT	\$8.75	\$12.50	4.00%	46.86%	Services aux entreprises
	Element Fleet Management Corp.	EFN	\$32.47	\$40.00	1.60%	24.79%	Services aux entreprises
	Exchange Income Corp.	EIF	\$57.34	\$73.00	4.60%	31.91%	Transport
	Hammond Power Solutions Inc.	HPS.a	\$100.02	\$140.00	1.10%	41.07%	Biens d'équipement
	Mullen Group Ltd.	MTL	\$14.16	\$17.50	5.93%	29.52%	Transport
	Russel Metals Inc.	RUS	\$42.00	\$55.00	4.10%	35.05%	Biens d'équipement
	Stantec Inc.	STN	\$143.34	\$147.00	0.63%	3.18%	Biens d'équipement
	Consommation discrétionnaire	Dollarama Inc.	DOL	\$178.67	\$182.00	0.24%	2.10%
Spin Master Corp.		TOY	\$23.62	\$29.00	2.03%	24.81%	Biens de consommation durables et habillement
Biens de consommation de base	Chartwell Retirement Residences	CSH.un	\$18.20	\$21.50	3.36%	21.49%	Équipements et services de santé
	Dentalcorp Holdings Ltd.	DNTL	\$8.84	\$15.00	1.13%	70.81%	Équipements et services de santé
	DRI Healthcare Trust	DHT.un	\$12.92	\$18.50	4.33%	47.52%	Produits pharmaceutiques et biotechnologie
Santé	Bank of Montreal	BMO	\$147.83	\$160.00	4.41%	12.64%	Banques
	ECN Capital Corp.	ECN	\$2.71	\$5.00	1.48%	85.98%	Services financiers diversifiés
	Fairfax Financial Holdings Ltd.	FFH	\$2291.87	\$2700.00	0.94%	18.75%	Assurances
	Manulife Financial Corp.	MFC	\$43.79	\$49.00	4.02%	15.92%	Assurances
	Sun Life Financial Inc.	SLF	\$89.26	\$94.00	3.94%	9.25%	Assurances
Technologies de l'information	Constellation Software Inc.	CSU	\$4960.00	\$5500.00	0.11%	11.00%	Logiciels et services
	Descartes Systems Group Inc.	DSG	US\$114.28	US\$135.00	0.00%	18.13%	Logiciels et services
	Kinaxix Inc.	KXS	\$197.12	\$225.00	0.00%	14.14%	Logiciels et services
	Kraken Robotics Inc.	PNG	\$2.38	\$3.00	0.00%	26.05%	Logiciels et services
Communications	BCE Inc.	BCE	\$30.52	\$35.00	5.73%	20.41%	Télécommunication
	Cineplex Inc.	CGX	\$11.72	\$13.50	0.00%	15.19%	Média
Services aux collectivités	AltaGas Ltd.	ALA	\$38.52	\$44.00	3.27%	17.50%	Services aux collectivités
	Boralex Inc.	BLX	\$31.58	\$42.00	2.09%	35.09%	Services aux collectivités
	Capital Power Corp.	CPX	\$54.98	\$62.00	4.74%	17.51%	Services aux collectivités
	Northland Power Inc.	NPI	\$20.22	\$30.00	5.93%	54.30%	Services aux collectivités
	TransAlta Corp.	TA	\$13.54	\$16.00	1.92%	20.09%	Services aux collectivités
Immobilier	First Capital REIT	FCR.un	\$17.71	\$19.25	5.03%	13.72%	Immobilier
	Northwest Healthcare Properties REIT	NWH.un	\$4.77	\$5.65	7.55%	26.00%	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 juin 2025

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

 Δ = Changement de recommandation par rapport au mois précédent.

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

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

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

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

**Gabriel Dechaine**

Analyste
416 869-7442

Adjoints :

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

Sélections

- › Banque de Montréal
- › Financière Manuvie
- › Financière Sun Life

Banques et sociétés d'assurances canadiennes**► Banques canadiennes – Un récapitulatif des résultats du T2 2025**

Malgré des résultats supérieurs aux attentes au T2 2025, nous adoptons une approche plus prudente vis-à-vis du secteur, comme le prouvent nos deux rétrogradations de cote (CM et RY). Nous ne les avons pas rétrogradées par suite d'une impression négative que nous aurions laissés les résultats financiers ou les stratégies, mais plutôt pour refléter la prudence qui transparaît clairement des commentaires de ces banques. Au-delà des commentaires de RY qui évoquent un « pic des PPC », d'autres banques ont subtilement ajusté leurs attentes en matière de crédit. Par exemple, BMO a déclaré que l'incertitude qui entoure les droits de douane pourrait « ajouter quelques pb » à sa prévision de ratio des provisions pour pertes sur créances douteuses qui se situe juste en dessous de 50. En l'absence, pour le moment, de motifs d'être plus optimistes à l'égard du cycle de crédit ou des perspectives de croissance des prêts, nous pensons que le secteur se négociera à un niveau conforme au marché. La seule cote Rendement supérieur que nous attribuons revient à BMO. Cette banque se trouve encore en phase de redressement après un exercice 2024 décevant, mais elle donne des signes de progrès en termes d'acheminement vers ses taux cibles d'expansion du RCP. En outre, nous pensons que les investisseurs valoriseront l'exposition relative plus importante de son bénéfice aux activités bancaires aux États-Unis.

► Banque de Montréal (TSX : BMO) – Le redressement se poursuit. Optimisme prudent pour la croissance des prêts aux États-Unis au deuxième semestre de 2025

Le redressement de BMO après un exercice 2024 décevant s'est poursuivi ce trimestre. Notons que l'amélioration du portefeuille de crédit était évidente un deuxième trimestre de suite. Seul bémol, la situation des droits de douane pourrait mettre un coup d'arrêt aux améliorations, ce que reflètent nos prévisions. Autre facteur clé de la progression du cours de l'action de BMO, la progression vers le RCP cible de la banque à moyen terme de 15%, qui dépend largement de la division États-Unis. À ce jour, la normalisation du portefeuille de crédit en a été le facteur principal. Une amélioration de la composition du financement était évidente, la banque observant une baisse des dépôts à coût élevé et des liquidités excédentaires, ce qui a profité à l'expansion de la MNI aux États-Unis. La croissance des prêts, cependant, reste absente aux États-Unis. Nous attendons avec un optimisme prudent un rebond au deuxième semestre. **Rendement supérieur.**

	Symb.	Cote du titre	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 06/02	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B		VCPA			C/VC		Div. %	Cours cible	
							dernier exerc.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	dernier trimest.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2		12 mois	Δ
Banques																			
Banque de Montréal	BMO	RS	106,744	722	147.83	10/2024	9.68	11.53	12.71	12.8	11.6	104.40	110.00	114.96	1.3	1.3	4.4%	160.00	↑
Banque Scotia	BNS	RM	91,288	1,246	73.29	10/2024	6.47	6.77	7.52	10.8	9.7	59.14	61.33	64.61	1.2	1.1	6.0%	72.00	↑
CIBC	CM	RM	87,283	940	92.84	10/2024	7.40	8.02	8.45	11.6	11.0	57.08	60.91	64.36	1.5	1.4	4.2%	98.00	↑
Banque Royale du Canada	RY	RM	247,064	1,411	175.16	10/2024	12.09	13.13	13.91	13.3	12.6	83.46	89.25	95.31	2.0	1.8	3.5%	177.00	↓
Banque Toronto-Dominion	TD	RM	164,838	1,736	94.96	10/2024	7.81	8.02	8.46	11.8	11.2	59.59	67.97	71.71	1.4	1.3	4.4%	98.00	↑
Banque Laurentienne	LB	RI	1,339	44	30.35	10/2024	3.57	3.12	3.93	9.7	7.7	57.36	59.69	61.47	0.5	0.5	6.2%	28.00	↑
EQB	EQB	RM	3,498	38	91.36	10/2024	11.03	10.77	12.55	8.5	7.3	77.51	85.61	95.48	1.1	1.0	2.3%	106.00	↓
Assurances																			
Great-West Lifeco	GWO	RM	48,378	931	51.98	12/2024	4.50	4.58	4.98	11.3	10.4	27.17	28.89	31.13	1.8	1.7	4.7%	52.00	↓
iA Groupe Financier	IAG	RM	12,974	93	139.39	12/2024	11.16	11.95	13.08	11.7	10.7	73.44	79.55	86.91	1.8	1.6	2.6%	141.00	↓
Financière Manuvie	MFC	RS	75,000	1,713	43.79	12/2024	3.87	4.09	4.55	10.7	9.6	25.63	27.33	29.46	1.6	1.5	4.0%	49.00	↓
Financière Sun Life	SLF	RS	50,468	565	89.26	12/2024	6.66	7.38	8.22	12.1	10.9	40.63	43.32	47.45	2.1	1.9	3.9%	94.00	↑
Sagicor Financial	SFC	RS	1,073	136	7.90	12/2024	0.90	1.10	1.17	7.2	6.7	10.18	10.84	11.56	0.7	0.7	4.4%	11.00	↑

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



Baltej Sidhu
Stratégiste
403 290-5627

—
Adjointe:
Anh Le: 403 290-5625

Vue d'ensemble

Malgré des difficultés telles que l'évolution des réglementations, la surveillance accrue des investisseurs et la polarisation politique, l'investissement durable s'impose progressivement comme une force notable dans le paysage des marchés de capitaux mondiaux. On estime que les actifs ESG sous gestion mondiaux ont dépassé US\$35,000 milliards en 2024 et qu'ils devraient atteindre plus de US\$40,000 milliards d'ici 2030, pour un taux de croissance annuel composé anticipé d'environ 4%. Celui-ci est nettement inférieur au taux de croissance annuel historique remarquable de plus de 10% observé entre 2016 et 2020, reflétant un rythme plus sain et une arrivée à maturité du marché.

Géographiquement, l'Europe est vouée à conserver sa position de plus grand marché de l'ESG, avec une part mondiale estimée à 45%. Cette position dominante s'appuie sur des réglementations robustes qui facilitent la transparence des produits, ainsi que par des frais faibles et une gamme de fonds en expansion, qui assurent collectivement la stabilité et favorisent la croissance. De leur côté, les États-Unis devraient connaître une croissance modérée en raison des incertitudes liées au deuxième mandat de Donald Trump et de la réticence générale à l'égard des initiatives ESG. Néanmoins, on s'attend à ce que le pays conserve sa position de deuxième marché ESG à l'échelle mondiale, avec une part de marché de 25%.

Dans d'autres régions telles que le Japon, le Canada et l'Australie, la croissance devrait dépasser la moyenne mondiale, en partie parce qu'elle trouve son point de départ à un plus faible niveau. Ces tendances soulignent la résilience et l'évolution actuelle de l'investissement durable malgré le contexte complexe dans lequel il évolue. Dans l'ensemble, la thématique de l'ESG et du développement durable s'impose, et des signes croissants témoignent de son enracinement durable parmi les différentes catégories d'actifs sur les marchés de capitaux mondiaux.

Cela dit, nous pensons que l'intégration des facteurs ESG et l'engagement ou la sélection négative 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 limitant 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 (SEQUE-UE) a clôturé le mois de mai à €69 (US\$79). Dans l'ensemble, en moyenne, les SEQUE-UE étaient en repli de 9% m/m et restent en situation de report, l'écart entre décembre 2026 et décembre 2025 étant de €2. Ailleurs, les contrats à terme actifs United Kingdom Emissions Allowances (UKEA), négociés depuis fin mai 2021, ont clôturé à £51 (US\$69) à la fin de mai et sont en hausse de 12% m/m en moyenne et de 9% depuis leur création.

Développement durable et Transition

En Amérique du Nord, les contrats à terme actifs Regional Greenhouse Gas Initiative (RGGI) étaient largement inchangés m/m, à \$20. Enfin, les contrats à terme actifs California Carbon Allowances (CCA) ont terminé le mois à US\$27 et sont en baisse de 2% 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 moins de US\$1 et sur une hausse de 33% m/m, tandis que le contrat à terme actif du système de compensations d'émissions mondiales basées sur la nature (SCEMN) a monté de 13% m/m. Les prix peinent à monter 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

► Couvrir les pertes non couvertes; du risque croissant lié aux catastrophes et de la pertinence de la finance d'adaptation

Malgré les progrès notables réalisés dans les techniques de modélisation ces dernières décennies, il reste difficile de prévoir les pertes liées aux catastrophes. La transition du secteur vers une intégration des catastrophes modernes dans les modèles a commencé au lendemain de l'ouragan Andrew, au début des années 1990. Cet événement a entraîné des pertes assurées de plus de US\$15 milliards et provoqué l'insolvabilité de plus de 10 assureurs. Les méthodes actuarielles traditionnelles, qui reposent fortement sur des données historiques rétrospectives, se sont révélées inadéquates pour évaluer l'impact financier d'événements rares et extrêmes. En réponse, le secteur a adopté des modèles probabilistes de catastrophes intégrant des données sur les risques, l'exposition et la vulnérabilité pour produire des simulations prospectives d'un grand nombre d'événements futurs. Ces modèles sont désormais au cœur de la tarification, de la souscription et de la structuration de la réassurance.

Cependant, **alors que la volatilité liée au climat s'accélère, ces modèles sont exposés à des événements plus fréquents, plus graves et de plus en plus détachés des modèles historiques.** La difficulté ne réside pas dans un manque de perfectionnement des modèles, mais plutôt dans l'incertitude profonde liée au changement climatique. Les mutations non linéaires d'événements dangereux, la prévalence croissante d'événements concomitants et les changements abrupts de fréquence peuvent nuire au pouvoir de prédiction de ces modèles, en particulier sur plusieurs années. En outre, le développement urbain qui se poursuit dans les zones à risque élevé et l'inflation des coûts de construction continuent d'accroître l'exposition et d'amplifier les pertes, rendant les projections de pertes à long terme encore plus incertaines.

Pour autant, la tendance est claire : les pertes non assurées sont en forte hausse, et elles devraient continuer d'augmenter. En 2024, année la plus chaude jamais connue, les pertes économiques mondiales liées aux catastrophes naturelles ont atteint US\$310 milliards d'après les estimations, soit une hausse de 6% par rapport à 2023 et d'environ 30% par rapport à la moyenne de la décennie précédente. Cependant, moins de la moitié de ces pertes (US\$135 milliards) étaient assurées, ce qui illustre l'écart de couverture persistant et notable. **Le Canada a également observé un bond sans précédent des pertes financières dues au changement climatique.** Depuis 2009, les pertes assurées annuelles moyennes se chiffrent à \$2.8 milliards, enregistrant une forte hausse par rapport à la fourchette de \$400 à \$700 millions d'avant 2008. En 2024, les pertes assurées ont atteint un montant sans précédent de \$8.5 milliards suite à deux catastrophes naturelles majeures telles que des incendies de forêt, des inondations et des tempêtes convectives extrêmes. Il est important de relever que ces chiffres sous-estiment les coûts économiques totaux. **On estime que les pertes non assurées représentent habituellement trois à quatre fois plus que les pertes assurées, ce qui signifie que le coût économique réel en 2024 se situe entre \$25 et \$35 milliards.**

À terme, une augmentation constante des pertes mondiales liées aux catastrophes, et en particulier des pertes assurées, semble plus que probable. D'après les tendances actuelles et les prévisions du secteur, le rythme de croissance devrait s'accroître. Il a fallu environ 30 ans pour que doublent les pertes assurées annuelles moyennes, mais les projections actuelles indiquent que celles-ci devraient encore doubler au cours de la prochaine décennie. Chose importante, si une part considérable des pertes liées aux catastrophes a été associée au développement économique et à la concentration croissante des actifs dans les régions les plus exposées, **on prévoit que l'impact croissant du changement climatique deviendra une force plus dominante.** Les catastrophes secondaires récurrentes (incendies de forêt, épisodes de grêle, inondations) sont de plus en plus fréquentes et graves, plus de trente de ces événements couverts par des assurances coûtant plus de US\$1 milliard ayant été observés sur trois des cinq dernières années.

Côté durabilité, la tendance croissante des pertes liées aux catastrophes s'accompagne de lourdes implications sociales, surtout concernant le caractère assurable à long terme des régions à haut risque. Plusieurs assureurs n'assurent plus ou ont réduit leur couverture dans les zones exposées aux incendies de forêt ou aux inondations, invoquant des demandes de remboursement croissantes et des difficultés à maintenir la justesse de leurs prévisions actuarielles. L'écart de protection global persistant ajoute à la difficulté, une proportion frappante de 60% des pertes liées aux catastrophes étant non assurées en 2024.

Il y a également des implications claires pour les compagnies autant que pour les pourvoyeurs de fonds – il n'est plus question de louvoyer dans l'adaptation au changement climatique : Les compagnies qui ne s'adapteront pas s'exposeront à des coûts croissants, à la volatilité des chaînes d'approvisionnement et à la menace grandissante du délaissement d'actifs. Mais l'adaptation ne se limite pas à la gestion des risques de baisse, elle s'étend aussi à des occasions d'investissement en émergence rapide. Parmi les différentes options, on trouve les obligations catastrophes et les obligations vertes/climatiques qui produisent un revenu fixe et orientent les fonds vers des projets améliorant la résilience au changement climatique, ainsi que les investissements dans des technologies comme l'efficacité hydrique, les cultures résistant à la sécheresse et les infrastructures résilientes.

Distribution et produits de consommation



Vishal Shreedhar

Analyste
416 869-7930

Adjoints :

Anshul Agarwala: 416 869-6767
Gabriel Chiu: 416 507-9009

Sélection

› [Dollarama](#)

Empire Company Ltd. (EMP.A : TSX)

► Nous tablons sur un BPA de \$0.70 au T4 2025, pour un consensus de \$0.71 (\$0.63 au T4 2024)

(1) Nous nous attendons à ce que le BPA soit en hausse de 10% a/a, reflétant principalement une croissance positive des ventes à établissements identiques dans le segment Vente au détail de produits alimentaires (VDPA), l'ouverture de nouveaux magasins, un taux de marge brute plus élevé, une charge d'intérêt en baisse, une participation globale plus importante au bénéfice des investissements et autres sources de revenu (+24% a/a) et des rachats d'actions, en partie contrebalancés par une augmentation des amortissements et des FVGA et une baisse du taux d'imposition. (2) Nous tablons sur une croissance des VÉI du segment VDPA excluant l'essence de 3.0%, comparativement à 0.2% douze mois plus tôt. (3) Le BAIIA du segment VDPA devrait se situer à \$578 millions, contre \$552 millions au T4 2024. (4) EMP doit publier ses résultats le 19 juin 2025.

► Une dynamique constante attendue dans la croissance des VÉI de produits alimentaires

(1) We expect FR sssg (excl. fuel) to see continued momentum with y/y higher traffic; we expect higher food store inflation (StatsCan data reflects 3.3% in Q4/F25 vs. 1.8% LY). Industry food store sales data from StatsCan was 5.3% y/y (vs. 2.8% y/y in Q3/F25). (2) Our review of peer commentary suggests: (i) Expectations of rising tariff-related inflation, (ii) Higher sales of locally sourced products from the Buy Canadian movement, (iii) Expectations of increasing square footage, and (iv) Ongoing consumer focus on value.

► L'exercice 2026 devait être conforme au cadre financier

(1) FBN table sur une croissance du BPA de 11% a/a en 2026 (consensus 10%); rappelons que l'objectif de croissance du BPA d'Empire à long terme est de 8% à 11% en rythme annualisé. Nos prévisions reflètent (i) une croissance du chiffre d'affaires de 3% : progression des VÉI de 2% dans le segment VDPA, expansion du réseau de magasins et croissance constante des activités de commerce en ligne, (ii) une expansion de la marge brute d'environ 10 pb dans le segment VDPA (hors essence et amortissements) : baisse du taux de perte des stocks, pénétration des promotions en légère baisse, répartition favorable grâce à l'augmentation des ventes de produits frais, entre autres, (iii) des FVGA faibles, (iv) une hausse des frais d'intérêt, (v) des rachats d'actions et (vi) une augmentation du taux d'imposition. (2) Nous restons sur la touche, attendant confirmation que la dynamique peut se maintenir; cependant, nous relevons que la valorisation se situe à une décote intéressante par rapport aux sociétés comparables.

► Cote Rendement moyen; cours cible de \$53

(1) Notre cours cible repose sur un coefficient de 7.25x appliqué à notre estimation de BAIIA du secteur VDPA pour 2027, plus la valeur des investissements d'Empire (moins 10%). (2) EMP se négocie à 7.6 fois notre estimation du BAIIA 12PM du segment VDPA (moyenne quinquennale de 6.9x), alors que Loblaw se négocie à 11.3 fois notre estimation du BAIIA 12PM du secteur Détail et Metro, à 12.8x notre estimation du BAIIA 12PM.

Distribution et produits de consommation

Symb.	Cote du titre	Cap. bours. Δ (M)	Actions e.c. (M)	Cours 6/2	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	
Grands magasins																				
Canadian Tire	CTCa.TO	RM	9,805	55.7	173.58	12/2024	11.61	13.54	16.20	12.8	10.7	2,069	2,123	2,332	7.2	6.5	106.97	0.48	173.00	↑
Dollarama	DOL.TO	RS	48,689	280.1	178.67	02/2025	4.16	4.51	5.19	39.6	34.4	2,122	2,302	2,606	23.7	21.0	4.24	0.79	182.00	↑
Carburant et autres																				
Couche Tard	ATD.TO	RS	67,123	948.7	73.18	04/2024	2.80	2.69	3.02	19.8	17.7	5,614	5,952	6,611	10.0	9.0	15.11	0.46	81.00	↓
Parkland Fuel Corporation	PKI.TO	RS	6,722	175.7	38.46	12/2024	2.29	2.75	3.71	14.0	10.4	1,690	1,813	1,999	7.2	6.5	17.98	0.66	42.00	↑
Habillement																				
Gildan	GIL.TO	RS	9,614	152.0	63.92	12/2024	3.00	3.45	3.81	13.5	12.2	834	865	917	9.7	9.2	9.25	0.57	72.00	
Groupe Dynamite	GRGD.TO	RS	253	112.4	16.23	02/2024	1.36	1.34	1.51	12.1	10.8	303	330	371	6.4	5.7	0.00	0.68	23.00	
Épiceries																				
Empire Company	EMPa.TO	RM	12,322	237.2	53.99	05/2024	2.74	2.94	3.27	18.4	16.5	2,328	2,419	2,529	8.3	8.0	22.67	0.58	53.00	↑
Loblaw	L.TO	RS	68,887	302.6	234.11	12/2024	8.55	9.45	10.28	24.8	22.8	7,024	7,484	7,722	10.4	10.1	36.72	0.40	234.00	↑
Metro	MRU.TO	RM	23,466	221.3	107.96	09/2024	4.30	4.85	5.35	22.3	20.2	1,224	1,273	1,305	22.3	21.7	32.05	0.29	107.00	
Transformation des aliments																				
Saputo	SAP.TO	RS	10,941	424.1	26.81	03/2024	1.55	1.48	1.83	18.1	14.6	1,509	1,569	1,725	9.3	8.5	16.5	0.32	28.00	
Lassonde	LASa.TO	RM	1,496	6.8	214.58	12/2024	19.08	21.27	24.36	10.1	8.8	276	343	375	6.0	5.5	169.9	0.34	231.00	↑
Premium Brands Holdings	PBH.TO	RM	3,636	44.8	81.21	12/2024	3.98	4.96	5.88	16.4	13.8	594	691	758	10.0	9.1	39.0	0.65	97.00	↑
Maple Leaf Foods	MFI.TO	RS	3,364	124.9	27.34	12/2024	0.78	1.75	1.92	15.6	14.2	553	676	694	5.1	4.9	12.6	0.52	30.00	↑
Commerce de détail spécialisé																				
Pet Valu	PET.TO	RS	2,169	71.1	30.65	12/2024	1.57	1.61	1.82	19.1	16.9	247	257	275	10.5	9.8	1.46	0.84	33.00	↑
Restaurants																				
MTY Food Group	MTY.TO	RS	977	23.3	42.17	11/2024	0.96	3.36	4.28	12.5	9.8	265	261	264	6.2	6.2	35.09	0.44	51.00	

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



Matt Kornack
Analyste
416 507-8104

Adjoints :
Nicholas Telega : 416 869-8086
Giuliano Thornhill : 416 507-8108

Sélections

- › *Northwest Healthcare Properties REIT*
- › *Chartwell Retirement Residences*
- › *First Capital REIT*

Faits saillants des FPI en mai

► InterRent REIT – Le prix de l’offre reflète l’incertitude macroéconomique

CLV Group et GIC ont convenu d’acquérir la FPI par le biais d’une offre au comptant seulement de \$13.55 (ce qui représente une prime de 14% par rapport au cours de clôture de la séance précédente, mais de 29% par rapport au prix moyen pondéré en fonction du volume sur 90 jours). Le prix d’achat représente une prime de 9% par rapport à notre estimation de la valeur liquidative et une décote de 17% par rapport à la valeur comptable (d’après les normes IFRS). Les acquéreurs ont accepté une période de sollicitation d’autres offres de 40 jours pendant laquelle la FPI pourra examiner des offres plus élevées provenant d’autres potentiels acquéreurs. Pendant cette période, l’indemnité de rupture a été fixée à un niveau inférieur, soit \$49 millions, contre \$79 millions passé ce délai, afin de réduire les coûts frictionnels d’une transaction alternative tout en indemnisant les soumissionnaires initiaux des coûts réels et d’opportunité associés à leur proposition de transaction.

À l’issue d’une campagne militante menée en coulisses, il n’est pas vraiment surprenant qu’une opération de fermeture du capital se présente. Cela dit, l’offre soumise, bien qu’elle présente une valeur raisonnable pour les détenteurs de parts, reflète probablement une certaine nervosité du marché de la part des grands acteurs institutionnels. L’opération annoncée associe une plateforme de gestion à une source de capitaux à la recherche d’investissements à long terme et à un portefeuille d’appartements stabilisé et bien positionné. Si le prix semble équitable au vu des actifs acquis dans le contexte actuel (taux d’intérêt élevés, incertitude macroéconomique), aucune prime de contrôle intéressante n’est versée ici et, avec une période de 40 jours pour solliciter d’autres offres, il semble pertinent d’attendre de voir si un autre acquéreur se présente. Un acheteur stratégique disposant d’une plateforme existante capable d’extraire des gains de synergie opérationnels présenterait le meilleur profil; il est toutefois difficile d’imaginer que beaucoup attendent leur tour.

► T1 2025 – Récapitulatif des résultats trimestriels

Faits saillants des rapports trimestriels du T1 2025 – Rendements contrastés au sein des différentes catégories d’actifs, les résultats d’exploitation des FPI de résidences pour aînés restent un point positif. Les taux d’occupation affichent à peu près la même tendance parmi les catégories d’actifs, avec seulement de légères variations positives/négatives pour les catégories des logements aux États-Unis et des actifs diversifiés, respectivement. Les marges au changement de locataire étaient cohérentes dans leur orientation, malgré une variabilité plus marquée selon les entités, avec une moyenne supérieure pour les FPI de bâtiments industriels, une légère amélioration pour les FPI de détail, des résultats contrastés pour les FPI de tours de bureaux et une performance plus faible pour les FPI diversifiées. En termes de croissance du BNE à portefeuille identique, une nette exception est à souligner avec le segment des résidences pour aînés en raison de marges, de loyers et d’un taux d’occupation élevés; ailleurs, les BNE à portefeuille identique étaient un peu plus faibles du côté des FPI d’appartements (maintien du taux d’occupation mais ralentissement de la croissance des loyers + marges plus faibles en raison du temps froid); des exceptions positives et négatives, mais dans une fourchette étroite, ont été observées dans les catégories des FPI de détail/de bâtiments industriels (dans l’ensemble, celles qui publient leurs résultats en dollars canadiens avec une exposition au marché des États-Unis ont dépassé la tendance). Les chiffres des dépenses en immobilisations étaient légèrement inférieurs à la moyenne historique (sauf pour les résidences pour aînés), les dépenses étaient plus faibles pour les tours d’appartements des deux côtés de la frontière, tout comme pour les tours de bureaux, où des restrictions budgétaires ont été appliquées. Les variations du BNE étaient limitées, sauf pour les FPI de résidences pour aînés, où cette mesure a largement dépassé les attentes (même s’il ne faut pas oublier qu’il s’agit d’une activité à forte intensité opérationnelle par rapport aux autres catégories d’actifs).

► Montréal – Faire face à la tempête en tant que marché qui ne déroge pas trop à la tendance de base

Nous avons organisé une conférence à Montréal et une visite d’actifs immobiliers en ville et dans la région environnante les 21 et 22 mai. Les participants ont relevé que la période d’incertitude macroéconomique accrue

n'épargne personne, mais l'impression sur le terrain était celle d'un optimisme prudent. Contrairement à d'autres régions métropolitaines du Canada, Montréal connaît généralement une croissance modérée, tant en période favorable que difficile, et est moins exposée à une croissance démographique excessive ou aux fluctuations des marchés dominés par les ressources naturelles. Notre chef économiste adjoint a brossé ce tableau à l'aide de statistiques générales sur le marché, soulignant que les résidents du Québec sont les plus satisfaits au pays pour ce qui est de leurs finances personnelles (73% d'entre eux qualifient leur situation de bonne, contre 62% au Canada et 59% / 53% en Ontario / en Alberta). Côté logement, le marché de la revente à Montréal est mieux protégé que ceux de Toronto et de Vancouver, tandis que le taux de chômage global est nettement inférieur à celui de Toronto (en particulier chez les jeunes, où le taux de chômage est de 8% à Montréal, contre 18% à Toronto). En termes de croissance démographique, la ville a connu un ralentissement, mais affiche désormais un taux de variation annuel comparable à celui des grandes villes de taille similaire.

Matt Kornack	Cote du		Cap. bours.	Cours	Distributions par part			Rend. des distributions				FPE dilués			C/FPE			12 mois				
	Symb.	titre			est.	est.	est.	est.	est.	est.	est.	est.	est.	est.	est.	est.	Cours	Rend.				
	Δ	(M)	Analyste	6/2	2024	2025	2026	2024	2025	2026	courant	2024	2025	2026	2024	2025	2026	VAN	Cible	Rend. total ⁽¹⁾	Δ	
Détail																						
Choice Pties REIT	CHP.un	RS ↔	\$10,799	Thornhill	\$14.92	\$1.08	\$0.76	\$0.77	7.2%	5.1%	5.2%	5.2%	\$1.03	\$1.05	\$1.10	14.5x	14.2x	13.6x	\$15.75	\$16.00	14.5%	↔
RioCan REIT	REI.un	RM ↔	\$5,165	Kornack	\$17.35	\$1.11	\$1.11	\$1.16	6.4%	6.4%	6.7%	6.7%	\$1.65	\$1.62	\$1.66	10.5x	10.7x	10.4x	\$19.65	\$18.00	10.1%	↔
SmartCentres REIT	SRU.un	RM ↔	\$4,596	Kornack	\$25.78	\$0.86	\$1.85	\$1.85	3.3%	7.2%	7.2%	7.2%	\$2.11	\$2.17	\$2.20	12.2x	11.9x	11.7x	\$26.00	\$25.00	0.3%	↑
First Capital REIT	FCR.un	RS ↔	\$3,762	Kornack	\$17.71	\$1.85	\$0.86	\$0.89	10.4%	4.9%	5.0%	5.0%	\$1.22	\$1.26	\$1.31	14.5x	14.0x	13.6x	\$19.40	\$19.25	19.1%	↑
CT REIT	CRT.un	RM ↔	\$3,756	Thornhill	\$15.89	\$0.86	\$0.89	\$0.95	5.4%	5.6%	6.0%	6.0%	\$1.33	\$1.37	\$1.42	11.9x	11.6x	11.2x	\$16.30	\$15.75	4.5%	↑
Crombie REIT	CRR.un	RS ↔	\$2,715	Kornack	\$14.70	\$0.89	\$0.89	\$0.89	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	\$1.25	\$1.27	\$1.31	11.8x	11.6x	11.2x	\$15.90	\$16.00	14.9%	↔
Primaris REIT	PMZ.un	RM ↔	\$1,820	Kornack	\$15.21	\$0.82	\$0.84	\$0.86	5.4%	5.5%	5.7%	5.7%	\$1.69	\$1.78	\$1.88	9.0x	8.6x	8.1x	\$19.45	\$15.25	5.7%	↔
Automotive Ppties REIT	APR.un	RM ↔	\$541	Thornhill	\$11.01	\$0.80	\$0.80	\$0.80	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	\$0.95	\$1.05	\$1.10	11.6x	10.5x	10.0x	\$12.05	\$10.75	4.9%	↔
Bureau & Diversifié																						
Allied Properties REIT	AP.un	RM ↔	\$2,166	Kornack	\$15.50	\$1.80	\$1.80	\$1.80	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	\$2.17	\$2.08	\$1.91	7.1x	7.1x	7.5x	\$15.85	\$14.25	3.5%	↓
DREAM Office REIT	D.un	RM ↔	\$298	Kornack	\$15.72	\$2.00	\$1.00	\$1.00	12.7%	6.4%	6.4%	6.4%	\$2.92	\$2.52	\$2.63	5.4x	5.4x	6.2x	\$18.70	\$16.00	14.5%	↓
H&R REIT	HR.un	RM ↔	\$2,929	Kornack	\$10.46	\$0.60	\$0.60	\$0.60	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	\$1.14	\$1.11	\$1.15	9.1x	9.1x	9.4x	\$14.10	\$10.50	6.1%	↔
BTB REIT	BTB.un	RM ↔	\$317	Kornack	\$3.56	\$0.34	\$0.30	\$0.30	9.4%	8.4%	8.4%	8.4%	\$0.42	\$0.44	\$0.47	8.4x	8.4x	8.0x	\$3.40	\$3.35	3.5%	↑
Industriel																						
Granite REIT	GRT.un	RS ↔	\$4,284	Kornack	\$69.87	\$3.20	\$3.30	\$3.40	4.6%	4.7%	4.9%	4.9%	\$5.42	\$5.88	\$6.31	12.9x	12.9x	11.9x	\$83.60	\$71.00	6.2%	↑
DREAM Industrial REIT	DIR.un	RS ↔	\$3,279	Kornack	\$11.21	\$0.70	\$0.70	\$0.70	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	\$1.00	\$1.02	\$1.04	11.2x	11.2x	11.0x	\$15.05	\$11.50	8.8%	↓
Nexus Industrial REIT	NXR.un	RM ↔	\$688	Kornack	\$7.28	\$0.64	\$0.64	\$0.64	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%	\$0.72	\$0.76	\$0.85	10.1x	10.1x	9.5x	\$8.55	\$7.25	8.4%	↑
PRO REIT	PRV.un	RM ↔	\$367	Kornack	\$5.47	\$0.45	\$0.45	\$0.45	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	\$0.48	\$0.52	\$0.54	11.4x	11.4x	10.6x	\$6.25	\$5.50	8.8%	↑
Appartements																						
CAP REIT	CAR.un	RS ↔	\$7,196	Kornack	\$44.92	\$1.45	\$1.45	\$1.55	3.2%	3.2%	3.5%	3.5%	\$2.54	\$2.58	\$2.74	17.7x	17.7x	17.4x	\$51.40	\$49.00	12.3%	↔
Boardwalk REIT	BEI.un	RM ↔	\$3,731	Kornack	\$69.98	\$1.16	\$1.44	\$1.62	1.7%	2.1%	2.3%	2.3%	\$4.19	\$4.55	\$4.80	16.7x	16.7x	15.4x	\$81.75	\$74.00	7.4%	↑
Killam Apartment REIT	KMP.un	RS ↔	\$2,407	Kornack	\$19.43	\$0.70	\$0.70	\$0.70	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	\$1.18	\$1.26	\$1.35	16.5x	16.5x	15.4x	\$22.10	\$20.75	10.4%	↑
InterRent REIT	IIP.un	RM ↔	\$1,905	Kornack	\$13.61	\$0.36	\$0.40	\$0.40	2.7%	2.9%	2.9%	2.9%	\$0.61	\$0.68	\$0.73	22.1x	22.1x	20.1x	\$12.40	\$13.55	2.2%	↑
Minto Apartment REIT	MI.un	RM ↓	\$915	Kornack	\$14.40	\$0.49	\$0.50	\$0.52	3.4%	3.5%	3.6%	3.6%	\$0.97	\$0.95	\$0.95	14.8x	14.8x	15.2x	\$17.70	\$14.00	0.6%	↓
Northview Residential REIT	NRR.un	RM ↔	\$641	Kornack	\$16.31	\$1.55	\$1.09	\$1.09	9.5%	6.7%	6.7%	6.7%	\$1.75	\$2.11	\$2.29	9.3x	9.3x	7.7x	\$21.45	\$16.00	7.6%	↑
BSR REIT	HOM.u	RM ↔	US\$502	Kornack	US\$12.99	\$0.52	\$0.18	\$0.56	4.0%	1.4%	4.3%	4.3%	US\$0.94	US\$0.89	US\$0.96	13.9x	13.9x	14.6x	US\$14.40	US\$13.50	7.9%	↔
Résidences pour personnes âgées																						
Chartwell Retirement	CSH.un	RS ↔	\$5,154	Thornhill	\$18.20	\$0.61	\$0.61	\$0.61	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	\$0.77	\$0.94	\$1.07	23.7x	23.7x	19.4x	\$17.20	\$21.50	21.5%	↑
NorthWest H.P. REIT	NWH.un	RS ↔	\$1,181	Thornhill	\$4.77	\$0.58	\$0.36	\$0.36	12.2%	7.5%	7.5%	7.5%	\$0.38	\$0.46	\$0.51	12.7x	12.7x	10.3x	\$6.80	\$5.65	30.6%	↔
Sienna Sr. Living	SIA	RS ↔	\$1,709	Thornhill	\$18.57	\$0.94	\$0.94	\$0.94	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	\$1.15	\$1.14	\$1.30	16.2x	16.2x	16.2x	\$19.75	\$20.00	12.7%	↑
Entreposage libre-service																						
SmartStop Self Storage REIT	SMA	RS ↔	US\$2,140	Kornack	US\$36.55	US\$0.01	US\$0.01	US\$1.60	0.0%	0.0%	4.4%	4.4%	US\$1.55	US\$1.80	US\$2.21	23.6x	23.6x	20.3x	US\$42.55	US\$40.50	10.8%	↑
StorageVault Canada	SVI	RS ↔	\$1,499	Kornack	\$4.10	\$0.01	\$0.01	\$0.01	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	\$0.23	\$0.25	\$0.28	18.0x	18.0x	16.6x	\$4.95	\$4.50	10.0%	↔
MHC																						
Flagship Communities REIT	MHCu.TO	RS ↔	US\$453	Kornack	US\$18.05	US\$0.56	US\$0.56	US\$0.56	3.1%	3.1%	3.1%	3.4%	US\$1.27	US\$1.40	\$1.60	14.3x	14.3x	12.9x	US\$25.65	US\$21.75	23.6%	↑

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
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

Adjoint :

Kristian Koschany : 416 507-8123

Sélections

- › [Hudbay Minerals](#)
- › [Lundin Mining](#)
- › [NGEx Minerals](#)
- › [Solaris Resources](#)
- › [Taseko Mines](#)

Le marché sécurise l'approvisionnement en cuivre avant de potentiels droits de douane

Le marché du cuivre continue de fluctuer au gré de l'humeur des investisseurs et des flux de nouvelles tandis que les prix sont volatils en 2025, secoués par les annonces de droits de douane, les espoirs d'une reprise en Chine et les prévisions concernant les besoins en électricité des centres de données pour l'IA. Les marchés du logement restent faibles en Chine, tout comme le secteur mondial de la fabrication en raison des craintes d'inflation et de l'impact de l'escalade du conflit commercial qui touche la demande dans un contexte d'augmentation de l'offre mondiale. L'enthousiasme du marché pour les besoins en énergie de la production de VÉ, de l'IA et de ses centres de données a été relégué au second plan pour faire place aux craintes liées aux taxes à l'importation des États-Unis sur le cuivre, entraînant un bond des prix du COMEX, car les entreprises constituent des stocks du métal, malgré des niveaux de stocks mondiaux élevés et les attentes d'un excédent de cuivre en 2025. Nous nous attendons à ce que l'imposition des droits de douane inverse les flux de cuivre des États-Unis vers le marché mondial, ce qui exercera une pression à la baisse sur les prix.

Les caractéristiques fondamentales restent 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 besoins énergétiques mondiaux (comprenant les besoins en énergies renouvelables). Les projets de mise en valeur ont été ralentis par les tensions inflationnistes, par des pénuries de main-d'œuvre locales et par 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. Nous nous attendons à ce qu'une autre vague de projets soit en progrès au cours des prochaines années; toutefois, le rythme actuel est nettement inférieur aux niveaux qu'il faudrait atteindre pour répondre à la croissance de la demande à plus long terme.

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, un thème qui pourrait être freiné par l'imposition de nouveaux droits de douane et les changements politiques aux États-Unis, mais qui est peu susceptible de disparaître totalement.

Premiers choix :

- ▶ **Hudbay Minerals Inc. (HBM: TSX)** - La société se négocie à des ratios de flux de trésorerie et de BAIIA inférieurs à ceux des sociétés comparables malgré des prévisions de croissance solide tout au long de 2025, sachant que les catalyseurs à Copper World, notamment l'annonce d'un accord de partenariat, un programme de financement prudent avant le lancement d'une étude de faisabilité et les résultats d'exploration imminents des emplacements cibles satellites prioritaires à proximité de Constanca, sont autant d'autres facteurs positifs.
- ▶ **Lundin Mining (LUN: TSX)** - La valorisation de Lundin repose sur des perspectives d'exploitation stables, une production de FTD abondants et des catalyseurs à venir grâce à l'élimination de la dette nette suite à la vente des activités en Europe (Neves-Corvo et Zinkgruvan) pour US\$1.40 milliard au comptant. Alors que les risques devraient augmenter en raison des engagements de capital associés à la coentreprise Josemaria/Filo, nous n'anticipons pas de charge de trésorerie importante à court terme et nous nous attendons à plusieurs mises à jour d'exploration positives tandis que les activités de forage à Filo entrent dans les mois d'été les plus productifs.
- ▶ **NGEx Minerals (NGEX: TSX)** - On ne connaît pas encore l'ampleur de la découverte de Lunahuasi, la dernière en date dans le district de Vicuña, alors que plusieurs des meilleurs forages exploratoires de l'année dernière ont permis de définir les marges. Une campagne de forage « de croissance maximale » bien financée, dont les premiers résultats sont imminents, pourrait faire prendre beaucoup d'ampleur à la découverte.

- ▣ **Solaris Resources. (SLS: TSX)** - Solaris continue de faire progresser son projet à grande échelle Warintza en vue de la présentation d'un rapport technique initial au deuxième semestre de 2025, avec une valorisation à décote reposant sur de nouveaux succès dans les activités d'exploration et l'émigration de la société en Suisse, qui lui offrira davantage d'options stratégiques pour cristalliser la valeur.
- ▣ **Taseko Mines (TKO: TSX)** - Nous maintenons nos prévisions de croissance entraînant une transformation de la société pour Taseko en 2025, l'entrée en production de Florence étant prévue d'ici la fin de l'année, tandis que la baisse des coûts d'exploitation en glissement annuel et les contrats de couverture en place réduisent les risques liés à la baisse des prix du cuivre.

Symbole	Cote du Titre	Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 6/2	12 mois			Analyste	BPA			C/B		FTP			C/FT		Valeur Actif Net	C/VAN	
						Cible	Δ	Dern.Ex.		est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	Dern.Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2				
Production																						
Alius Minerals	ALS	RS	-	1,220	46.3	27.55	37.00	-	Nagle	0.27c	0.22c	0.32c	118.5x	82.2x	0.68c	0.46c	0.55c	57.3x	48.3x	27.32	1.0x	
Capstone Copper	CS	RS	-	5,670	762.2	6.83	8.50	-	Nagle	0.10u	0.29u	0.51u	18.8x	14.6x	0.55u	1.10u	1.32u	4.9x	4.1x	7.72	0.9x	
Ero Copper	ERO	RS	↑	2,007	103.6	17.54	23.00	↑	Nagle	0.78u	2.29u	2.60u	6.2x	7.5x	1.66u	4.06u	4.09u	3.5x	3.5x	18.79	0.9x	
First Quantum Minerals	FM	RS	-	16,959	834.2	18.88	24.00	-	Nagle	(0.02)u	0.31u	0.69u	47.7x	29.3x	2.31u	2.21u	1.73u	6.7x	8.6x	23.45	0.8x	
Horizon Copper	HCU	RM	-	111	86.5	1.05	1.50	-	Nagle	(0.07)u	(0.05)u	(0.05)u	n/a	n/a	0.15u	0.06u	(0.05)u	15.8x	n/a	1.97	0.5x	
Hudbay Minerals	HBM	RS	-	4,830	394.9	10.30	14.50	-	Nagle	0.47u	0.34u	0.21u	25.9x	57.4x	1.82u	1.76u	1.73u	5.1x	5.2x	14.95	0.7x	
Lundin Mining	LUN	RS	-	11,096	854.2	11.71	15.50	-	Nagle	0.43u	0.48u	0.65u	19.9x	20.1x	1.62u	1.51u	1.68u	6.3x	5.6x	18.22	0.6x	
MAC Copper	MTAL	AO	-	1,002u	82.4	9.53u	12.25u	↑	Nagle	0.14u	0.85u	0.93u	14.3x	13.0x	2.23u	2.46u	2.87u	3.6x	3.1x	8.68	1.1x	
Sherritt International	S	RM	-	74	496.3	0.15	0.25	-	Nagle	(0.14)u	(0.22)u	0.07u	n/a	2.3x	(0.07)u	(0.11)u	0.05u	n/a	2.3x	0.91	0.2x	
Taseko Mines	TKO	RS	-	978	316.5	3.22	4.50	-	Nagle	0.19c	0.11c	0.49c	27.7x	6.3x	0.86c	0.83c	1.03c	3.7x	3.0x	6.56	0.5x	
Teck Resources	TECKb	RS	-	25,383	499.1	48.77	70.00	-	Nagle	2.62c	2.09c	2.43c	24.3x	21.0x	5.65c	6.88c	10.56c	7.4x	4.8x	56.43	0.9x	
Sociétés de mise en valeur																						
Arizona Metals	AMC	RS	-	178	136.7	1.30	3.75	-	Nizami	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	5.56	0.2x	
Bravo Mining	BRVO	RS	-	286	109.1	2.62	4.50	-	Nizami	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	5.26	0.5x	
Foran Mining	FOM.TO	RS	-	1,309	420.9	3.11	5.75	-	Nizami	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	4.47	0.7x	
Marimaca Copper	MARI	RS	-	472	101.0	4.67	7.50	-	Dusome	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	10.08	0.5x	
NGEx Minerals	NGEX.TO	RS	-	3,132	207.0	15.13	17.00	-	Nizami	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	23.56	0.6x	
Osisko Metals	OM.V	RS	-	274	609.6	0.45	1.25	-	Nizami	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	1.56	0.3x	
Solaris Resources	SLS	RS	-	998	163.7	6.21	12.50	↑	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	16.78	0.4x	
Trilogy Metals	TMQ	RM	-	266	161.1	1.65	2.50	-	Nizami	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	3.77	0.4x	
Western Copper and Gold	WRN	RS	-	317	198.4	1.60	3.50	-	Nizami	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	4.83	0.3x	
Producteurs de minéraux critiques																						
Cameco	CCO.TO	RS	-	34,721	435.3	79.76	81.00	-	Sidibé	0.62c	1.23c	1.89c	64.7x	42.3x	2.09c	2.09c	2.86c	38.2x	27.9x	49.98c	1.6x	
Lithium Argentina	LAR.N	RM	-	283u	162.0	1.75u	2.90u	-	Sidibé	(0.09)u	(0.10)u	(0.08)u	n/a	n/a	(0.14)u	(0.19)u	(0.16)u	n/a	n/a	5.24c	0.3x	
Uranium Energy Corp.	UEC.N	RS	-	2,442u	428.7	5.70u	9.00u	-	Sidibé	(0.07)u	(0.17)u	0.06u	n/a	89.1x	(0.27)u	(0.13)u	(0.04)u	n/a	n/a	6.69u	0.9x	
Exploration avancée de minéraux critiques																						
American Lithium	LIV	RM	-	79	220.4	0.36	0.60	-	Sidibé	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.68c	0.5x	
Denison Mines	DML.TO	RS	-	1,864	896.3	2.08	3.75	-	Sidibé	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	3.15c	0.7x	
IsoEnergy	ISO.TO	RS	-	479	48.1	9.97	17.00	-	Sidibé	n/a	n/a	0.03u	n/a	332.3x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	17.67c	0.6x	
Lithium Americas	LAC.TO	RM	↓	792	218.9	3.62	5.50	↓	Sidibé	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	6.33c	0.6x	
NexGen Energy	NXE.TO	RS	-	4,694	569.7	8.24	11.75	-	Sidibé	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	9.74c	0.8x	
Patriot Battery Metals	PMET.TO	RS	-	331	162.3	2.04	7.00	-	Sidibé	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	8.10c	0.3x	
Sociétés de redevances sur les minéraux critiques																						
Lithium Royalty Corp.	LIRC.TO	RS	-	299	55.6	5.38	6.75	↓	Sidibé	(0.02)u	(0.08)u	(0.02)u	n/a	n/a	(0.02)u	(0.04)u	0.03u	n/a	124.9x	12.24c	0.4x	
Uranium Royalty Corp.	URC.TO	RM	-	398	133.6	2.98	4.00	-	Sidibé	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.00c	n/a	

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

—

Adjoint :

Sameer Keswani : 416 869-8029
Adam Smiarowski : 416 869-7535
Andrew Dusome : 416 507-8177



Rabi Nizami

Analyste
416 869-7925

—

Adjoint :

Roberto Rossi : 416 869-6537



Alex Terentiew

Analyste
416 433-8053

—

Adjoint :

Marc Ferrari : 416 869-8045

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, combattue par la hausse des taux d'intérêt. 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. Après les avoir maintenus inchangés depuis juillet 2023, elle a inauguré un cycle de réduction des taux d'intérêt lors de la réunion de septembre 2024 avec une baisse de 50 pb. Les dernières prévisions consensuelles émanant du marché annoncent des baisses de taux supplémentaires d'environ 50 pb attendues en 2025, l'incertitude qui entoure l'imposition de droits de douane par Donald Trump poussant la Fed à maintenir le statu quo. 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 et de l'annonce de mesures politiques 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) qui dégagent d'abondants FTD.

Sélections

Producteurs d'or/d'argent :

- › *Aya Gold & Silver Inc.* (AYA : TSX; cours cible de CA\$18.75)
- › *Endeavour Mining* (EDV : TSX, cours cible de CA\$51.00)
- › *Kinross Gold Corp.* (K : TSX; cours cible de CA\$25.00)
- › *G Mining Ventures Corp.* (GMIN : TSX, cours cible de CA\$24.00)
- › *IAMGOLD Corp* (OGC : TSX, cours cible de CA\$15.00)

Prospecteurs :

- › *Artemis Gold Inc.* (ARTG: TSX, cours cible de CA\$26.00)

Redevances :

- › *Redevances OR inc.* (OR : TSX; cours cible de CA\$38.00)

			Cap. bours.	Actions e.c.	Cours 6/2	12 mois		Analyste	BPA			C/B		FTPA			C/FT		Valeur Actif Net	C/VAN	
Symbole	Cote du Titre	Δ				Cible	Δ		(A) Dern.Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	(A) Dern.Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2			
Grands producteurs (production >1 Moz)																					
AEM	RS	-	85,740	503.40	170.32	215.00	-	Nagle	2.24u	4.23u	6.54u	29.4x	19.0x	5.61u	7.75u	10.58u	16.0x	11.7x	118.09	1.44x	
ABX	RM	-	47,857	1,719.00	27.84	35.00	-	Nagle	0.84u	1.26u	1.74u	16.1x	11.7x	2.38u	2.78u	3.46u	7.3x	5.9x	37.74	0.74x	
K	RS	-	26,491	1,230.44	21.53	25.00	-	Nagle	0.44u	0.68u	1.14u	23.0x	13.7x	1.20u	1.64u	2.05u	9.6x	7.6x	26.67	0.81x	
NGT	RM	-	85,288	1,200.00	76.15	94.00	-	Nagle	1.61u	3.48u	4.56u	16.0x	12.2x	3.90u	6.44u	7.20u	8.6x	7.7x	92.63	0.82x	
Sociétés de redevances																					
ELE	RM	-	356	245.8	1.48	1.65	-	Nagle	(0.01)u	0.04u	0.05u	25.5x	27.7x	0.04u	0.12u	0.11u	9.0x	9.3x	1.87	0.79x	
EMX	RS	-	345	106.8	3.23	4.75	↑	Nagle	(0.01)u	(0.00)u	0.02u	n/a	151.6x	0.08u	0.12u	0.14u	20.5x	17.3x	5.58	0.58x	
FNV	RM	-	44,512	192.6	233.56	260.00	-	Nagle	3.26u	4.49u	5.20u	37.6x	44.5x	4.20u	5.78u	6.47u	29.2x	26.1x	105.27	2.22x	
GROY	RS	-	315u	170.5	1.49u	2.30u	-	Nagle	(0.01)u	(0.02)u	(0.00)u	n/a	n/a	0.01u	0.03u	0.07u	42.4x	18.2x	2.64	0.56x	
MTA	RS	-	410	92.6	4.19	6.50	↓	Nagle	(0.07)u	(0.01)u	0.05u	n/a	90.1x	0.01u	0.10u	0.14u	32.9x	22.9x	6.61	0.63x	
OR	RS	-	6,559	187.0	32.72	38.00	-	Nagle	0.52c	0.83c	1.01c	42.2x	34.8x	0.87c	1.11c	1.26c	31.7x	27.8x	27.65	1.18x	
RGLD	RS	-	11,709u	65.7	180.38u	215.00u	↑	Nagle	5.27u	7.17u	8.45u	24.8x	21.1x	7.49u	9.66u	11.09u	13.5x	11.7x	95.76	1.88x	
SSL	RS	-	3,554	293.4	11.61	15.00	-	Nagle	0.07u	0.21u	0.26u	42.1x	46.6x	0.46u	0.46u	0.49u	19.2x	18.0x	9.83	1.18x	
TFPM	RS	-	6,039	200.8	28.00	38.00	↑	Nagle	0.57u	0.82u	0.70u	26.8x	42.7x	1.06u	1.30u	1.13u	16.9x	19.5x	20.76	1.35x	
WPM	RS	-	53,962	453.8	113.24	135.00	-	Nagle	1.47u	1.97u	2.15u	44.0x	55.4x	2.26u	3.06u	3.20u	28.4x	27.1x	51.63	2.19x	
Producteurs intermédiaires (production >250 Koz)																					
AGI	RS	-	16,009	427.14	37.48	50.00	↓	DeMarco	0.53u	0.80u	1.25u	34.1x	21.9x	1.28u	1.57u	2.08u	17.4x	13.2x	33.58	1.12x	
AAUC	RS	-	1,860	319.6	5.82	9.00	-	Sidibé	0.00u	(0.03)u	0.14u	-	41.6x	0.00u	(0.14)u	0.98u	-	5.9x	14.63	0.40x	
ORA	RS	-	2,462	72.4	34.00	34.00	-	Nizami	0.44u	(0.42)u	2.51u	n/a	9.9x	1.66u	3.23u	3.95u	7.7x	6.3x	32.59	1.04x	
B2Gold	BTO	RS	5,536	1,318.0	4.20	6.50	-	DeMarco	0.25u	0.29u	0.17u	14.6x	25.1x	0.61u	0.63u	0.47u	6.7x	8.9x	6.31	0.67x	
CG	RS	-	2,136	207.56	10.29	13.50	-	DeMarco	0.05u	0.71u	0.76u	10.6x	9.9x	0.93u	1.18u	1.26u	6.4x	5.9x	16.86	0.61x	
DSV	RS	-	1,303	399.7	3.26	4.00	-	Nizami	(0.04)u	0.24u	0.27u	9.8x	2.4x	(0.04)u	0.30u	0.43u	7.8x	5.5x	4.90	0.67x	
DPM	RS	-	3,342	169.4	19.73	25.00	-	DeMarco	0.64u	0.99u	1.30u	19.9x	15.2x	1.19u	1.48u	1.91u	13.3x	10.3x	27.52	0.72x	
ELD	RS	-	5,941	206.50	28.77	36.00	↑	DeMarco	0.53u	1.56u	1.85u	18.4x	15.5x	2.11u	3.09u	3.48u	6.8x	6.0x	32.22	0.89x	
EDV	RS	-	9,842	243.8	40.37	51.00	↑	Sidibé	1.35u	0.95u	0.93u	42.5x	43.4x	4.51u	2.72u	3.90u	14.8x	10.4x	67.97	0.59x	
EQX	RS	-	4,292	456.1	9.41	14.00	↑	Sidibé	0.07u	0.20u	0.67u	46.1x	14.0x	1.46u	0.67u	1.43u	14.0x	6.6x	16.20	0.58x	
IMG	RS	-	5,888	575.0	10.24	15.00	↑	Sidibé	0.09u	0.88u	0.88u	13.8x	8.5x	0.28u	1.10u	1.67u	6.8x	4.5x	18.25	0.56x	
LUG	RS	-	14,265	240.2	59.39	66.50	-	DeMarco	0.62u	0.54u	1.76u	67.2x	33.8x	1.88u	1.93u	2.48u	30.8x	24.0x	34.25	1.73x	
MUX	RS	-	549	53.1	10.35	20.00	-	DeMarco	0.00u	(0.23)u	(0.28)u	-	-	0.00u	0.69u	0.34u	14.9x	30.7x	33.35	0.31x	
NGD	RS	-	4,962	791.37	6.27	6.75	↑	Sidibé	0.07u	0.20u	0.40u	31.0x	15.5x	0.39u	0.44u	0.82u	10.4x	5.6x	7.22	0.87x	
OGC	RS	-	4,455	698.20	6.38	7.50	↑	DeMarco	0.16u	0.29u	0.65u	22.2x	9.8x	0.56u	0.83u	1.11u	5.6x	4.2x	5.60	1.14x	
SSRM	RM	-	3,520	202.54	17.38	19.00	↓	DeMarco	1.36u	0.28u	1.28u	44.5x	9.9x	2.73u	2.18u	22.8x	5.8x	24.76	0.70x		
TXG	RS	-	3,822	85.99	44.45	61.50	-	DeMarco	1.95u	1.73u	2.61u	25.7x	17.0x	4.47u	3.97u	5.34u	11.2x	8.3x	43.55	1.02x	
Producteurs d'argent																					
AYA	RS	-	1,308	130.8	10.00	18.75	-	DeMarco	0.04u	0.07u	(0.00)u	140.0x	-	0.11u	0.08u	0.02u	120.7x	489.8x	12.46	0.80x	
CDE	RS	-	5,521u	639.70	8.63u	10.00u	-	Dusome	(0.23)u	0.18u	0.63u	35.7x	10.0x	0.17u	0.41u	1.00u	15.4x	6.3x	7.27	1.19x	
AG	RM	-	3,668	478.8	7.66	11.75	-	DeMarco	(0.41)u	(0.08)u	(0.14)u	-	-	1.04u	0.10u	0.41u	75.9x	18.7x	7.78	0.98x	
FVI	RM	-	2,293	306.9	7.47	10.00	-	Sidibé	0.15u	0.08u	0.51u	93.4x	14.7x	0.73u	0.87u	1.37u	8.6x	5.5x	9.26	0.81x	
HL	RM	-	3,561u	632.56	5.63u	6.50u	↓	Dusome	(0.05)u	0.02u	0.18u	204.7x	22.4x	0.19u	0.46u	0.50u	8.9x	8.2x	3.08	1.83x	
PAAS	R	-	R	363.0	35.56	R	R	DeMarco	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R
Petits producteurs (production <250 Koz)																					
ARIS	RS	-	1,396	171.0	8.16	9.75	-	DeMarco	0.25u	0.38u	0.34u	21.4x	23.9x	0.51u	0.82u	0.98u	9.9x	8.3x	16.35	0.50x	
GMNI	RS	-	4,861	224.9	21.61	24.00	-	Nizami	(0.01)u	0.39u	1.04u	40.6x	15.8x	0.56u	1.47u	28.3x	10.7x	24.86	0.87x		
IAU	RS	-	340	409.8	0.83	2.00	-	DeMarco	(0.26)u	(0.32)u	(0.26)u	-	-	(0.22)u	(0.24)u	(0.21)u	-	-	3.52	0.24x	
KNT	RM	-	3,110	238.5	13.04	13.75	-	DeMarco	0.19u	0.17u	0.54u	77.4x	24.1x	0.32u	0.33u	0.72u	40.0x	18.2x	17.33	0.75x	
WDO	RS	-	2,665	149.9	17.78	26.75	-	DeMarco	(0.04)u	(0.01)u	0.91u	-	19.5x	0.32u	0.77u	1.61u	23.2x	11.1x	17.58	1.01x	
Sociétés de mise en valeur																					
ABRA	RS	-	396	128.7	3.08	5.75	-	DeMarco	(0.02)u	(0.02)u	(0.17)u	-	-	(0.05)u	(0.05)u	(0.17)u	-	-	5.18	0.60x	
AMX	RS	-	185	120.9	1.53	2.50	-	Nizami	-	-	-	n/a	n/a	-	-	-	n/a	n/a	3.35	0.46x	
ARTG	RS	-	5,086	225.3	22.58	26.00	-	DeMarco	(0.14)u	(0.06)u	(0.15)u	-	-	(0.05)u	(0.05)u	(0.04)u	-	-	28.45	28.45x	
LGD	RS	-	115	384.1	0.30	0.75	-	Nizami	-	-	-	n/a	n/a	-	-	-	n/a	n/a	1.17	0.26x	
MAG	R	-	2,293	103.1	22.23	R	R	DeMarco	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R
MAU	RS	-	916	239.1	3.83	4.15	-	Sidibé	(0.01)u	(0.05)u	(0.09)u	-	-	(0.06)u	(0.09)u	(0.09)u	-	-	6.88	0.56x	
STLR	RS	-	51	61.0	0.84	2.00	-	Nizami	-	-	-	n/a	n/a	-	-	-	n/a	n/a	4.38	0.19x	
NFG	RS	-	449	200.5	2.24	3.00	-	Nizami	-	-	-	n/a	n/a	-	-	-	n/a	n/a	3.00	0.75x	
NOVAGOLD Resources Inc.	NG	RM	2,058	399.7	5.15	6.00	-	Nizami	-	-	-	n/a	n/a	-	-	-	n/a	n/a	11.66	0.44x	
ODV	RS	-	370	136.6	2.71	4.75	-	DeMarco	(1.83)u	(1.76)u	(0.69)u	-	-	(0.17)u	(0.71)u	(0.32)u	-	-	8.06	0.34x	
PPTA	RS	-	1,439	70.3	20.48	24.00	-	Nizami	-	-	-	n/a	n/a	-	-	-	n/a	n/a	37.18	0.55x	
SGD	RS	-	1,249	158.5	7.88	15.00	-	Nizami	-	-	-	n/a	n/a	-	-	-	n/a	n/a	15.11	0.52x	
VZLA	RS	-	878	278.7	3.15	5.75	-	DeMarco	(0.05)u	0.04u	(0.12)u	72.0x	-	(0.03)u	(0.04)u	(0.03)u	-	-	5.16	0.61x	

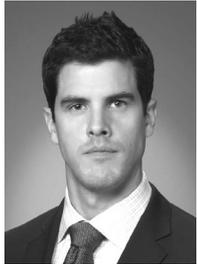
Système de notation: RS = Rendement supérieur; RM = Rendement moyen; RI = Rendement inférieur; R = Restriction; AO = Accepter offre; ER = En révision

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, LSEIG

u = dollar US; c = dollars canadiens

Moyennes sociétés et services pétroliers



Dan Payne
Analyste
403 290-5441

Adjoints :
Amy Chen : 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

- › Suncor Énergie Inc.
- › Tourmaline Oil Corp.

Perspectives dans le secteur du pétrole brut

Avec l'escalade de la guerre commerciale du président Trump et la décision inattendue de l'OPEP d'intensifier ses approvisionnements du marché plus tôt que prévu, les prix du brut se sont effondrés au premier semestre de l'année, les craintes d'une offre excédentaire et d'une demande insuffisante éclipsant les perspectives macroéconomiques globales. Plus récemment, l'OPEP a confirmé une troisième hausse consécutive de sa production, de 411,000 b/j en juillet, et il semble que l'organisation s'en tienne à son plan qui a pour but de reconquérir des parts de marchés et de punir ceux qui produisent trop. Du côté de la demande, nous tablons désormais sur une croissance plus stagnante à court terme, car la confiance des investisseurs est faible et l'aversion pour le risque prévaut, tandis que les investissements en immobilisations ralentiront probablement jusqu'à ce que le marché offre une certaine stabilité et une logique discernable. En outre, l'impact probable sur l'économie mondiale (la production manufacturière risque de souffrir à court terme, certaines économies pourraient tomber en récession, les pressions inflationnistes font leur retour) et les effets sur le commerce mondial ne sont pas encore bien compris, alors que les marchés et les gouvernements essaient de mieux appréhender la probabilité que Donald Trump assouplisse ou reporte encore davantage les droits de douane en échange de concessions (ou si des droits de douane réciproques sont la meilleure option à adopter). Les trois grands prévisionnistes (EIA, AIE, OPEP) ont revu à la baisse leurs prévisions de croissance de la demande pour cette année, avec une fourchette prévisionnelle de 0.70-1.30 Mb/j de croissance de la demande cette année et de 0.70-1.28 Mb/j l'année prochaine. Du point de vue de l'offre, nous pensons que les marchés surestiment la croissance attendue de l'offre cette année. En l'état actuel des choses, nous anticipons le retour de la production de l'OPEP+ sur le reste de l'année et jusqu'en 2026 (le plan communiqué précédemment prévoyait un retour de 2.2 Mb/j de production qui faisait l'objet de restrictions sur les 18 prochains mois), ainsi qu'une croissance de l'offre du Brésil, des États-Unis, du Canada et de la Guyane. En outre, ce recul des prix entraînera probablement une diminution ou un report de la croissance dans le secteur amont (de nombreuses entreprises américaines ont déjà revu à la baisse leurs projets de dépenses lors des conférences téléphoniques qui ont accompagné la publication de leurs résultats du T1) compte tenu de la complexité de l'élaboration et de l'exécution des plans de croissance avec un tel niveau de volatilité (sans parler des risques accrus d'inflation). Comme nous l'avons vu avec la chute du nombre d'appareils de forage en service récemment, le nombre d'appareils de forage dans les bassins non conventionnels est assez fluctuant, alors que les volumes de production nécessitent sans doute qu'il reste à peu près stable afin de maintenir ce niveau de production de plus de 13 Mb/j. En outre, de nombreux pays de l'OPEP+ ne pourront probablement pas équilibrer leurs budgets dans le contexte actuel des prix. Compte tenu de ces éléments et des risques géopolitiques généralisés (Russie, Iran, Venezuela), nous nous attendons à ce que la production réagisse à cette baisse des prix si la situation entourant les droits de douane ne trouve pas une issue globale à brève échéance. Soulignons que les prix et différentiels intérieurs restent bien maîtrisés, avec le soutien d'une dynamique favorable en termes d'acheminement et de stockage, ce qui devrait rester le cas pour les perspectives prévisibles de faible croissance. Les prix à terme pour le WTI en 2025 (équilibre) et en 2026 se situent actuellement à US\$58.81/b et US\$58.87/b.

Perspectives dans le secteur du gaz naturel

En raison de conditions météorologiques favorables et du soutien structurel de la demande d'électricité, ainsi que des exportations nettes importantes des terminaux de GNL, le niveau des stocks de gaz naturel des États-Unis contigus a été rétabli au cours du T1 2025, et cette dynamique positive pour ce produit de base a été soutenue par des prix au comptant et à terme en hausse, en moyenne de 24% et 33% respectivement, au cours de la même période. Le maintien des niveaux de production à plus de 105 Gpi³/j (volumes atteignant tout juste 107 Gpi³/j et, plus récemment, dans une fourchette de 105-106 Gpi³/j), le ralentissement des exportations de GNL (elles se situent actuellement à environ 15 Gpi³/j, comparativement à des records récents de plus de 17 Gpi³/j) et une consommation d'électricité faible pour la saison (en raison d'un temps doux et d'une production d'énergies renouvelables plus importante que prévu) ont fait considérablement augmenter les niveaux de stocks sur le deuxième trimestre, les niveaux actuels dépassant la moyenne quinquennale d'environ 4%. Malgré une réévaluation des

prévisions d'équilibre entre l'offre et la demande tout au long de l'année pour les raisons évoquées ci-dessus, nous continuons de tabler sur un marché sous-approvisionné en 2025 (rééquilibrage prévu d'ici 2026, principalement grâce à des augmentations de production soutenues par la demande d'électricité et la mise en service de capacités d'acheminement du GNL). Globalement, malgré le changement structurel observé dans les prix du gaz naturel ces dernières semaines, les exploitants restent disciplinés et, bien que nous reconnaissons que le changement structurel amorcé récemment sur les marchés du gaz naturel aux États-Unis puisse être cahoteux (compte tenu de la complexité des entrées et sorties de molécules et de la rapidité avec laquelle les déséquilibres à court et moyen terme entre l'offre et la demande s'ajustent au fil du temps), la capacité supplémentaire d'acheminement et d'exportation des gazoducs à partir du golfe du Mexique prévue au cours des deux prochaines années soutient favorablement la forte dynamique globale observée sur les marchés du gaz naturel aux États-Unis. Le principal mécanisme de cette thématique reste la mise en service prochaine (et en cours) du projet GNL Canada (phase 1; environ 2 Gpi³/j), qui devrait contribuer à une forte hausse de la demande dans le bassin, et réinitialiser l'équilibre offre/demande et les capacités de stockage pour soutenir l'environnement des prix intérieurs à mesure que l'infrastructure atteint sa pleine capacité d'ici la fin de l'année (la configuration de la consommation de la consommation d'électricité par les centres de données reste un thème à plus longue échéance et un catalyseur plus tangible que celui que l'on observe sur les marchés américains). Nos attentes (et commentaires sur le marché) sont que les flux acheminés par CGL devraient augmenter au cours des prochaines semaines (précisons qu'Interconnexion Willow Valley atteint récemment environ 0.3 Gpi³/j par intermittences) avec un premier transport par méthanier attendu en milieu d'année, ce qui devrait être un indicateur de cette réinitialisation prospective pour le gaz naturel produit dans le BSOC. Récemment, les prix de base de l'AECO ont diminué, et ce gaz naturel continue de se négocier à un différentiel historiquement élevé : le différentiel des prix de base se situe toujours dans une fourchette de \$1.80-\$2.00/ki³ jusqu'en 2026 (contre une fourchette historique de \$1.00-\$1.20/ki³) et, compte tenu du fait que le groupe des sociétés canadiennes que nous couvrons vend environ 50% de ses volumes de gaz aux prix de l'AECO, il en résulte une sensibilité moyenne des FTPA de 10% à une normalisation des prix de base (ce qui reflète une sensibilité directe aux prix AECO). Les prix à terme NYMEX et AECO pour 2025 se situent actuellement à US\$3.69/ki³ et CA\$2.20/ki³, respectivement.

Premiers choix :

► **Suncor Énergie Inc. (SU : TSX; NYSE)**

Soutenue par une performance des actifs nettement améliorée et un portefeuille intégré unique, Suncor a connu un changement de culture ces deux dernières années, et inscrit de nombreux records tant dans ses activités amont qu'aval (en termes de production et d'utilisation notamment), ce qui témoigne des améliorations opérationnelles importantes mises en œuvre dans l'ensemble de son portefeuille. Grâce à l'interconnectivité de ses actifs en amont, Suncor a réalisé des gains importants en minimisant les temps de mise à l'arrêt et en optimisant les volumes de production, ce qui a permis de réduire considérablement les coûts d'exploitation par baril au cours de la même période, tandis que le segment aval et les circuits de commercialisation ont constamment amélioré les marges, confirmant notre opinion selon laquelle Suncor est l'une des entreprises les mieux intégrées sur le continent. Malgré ses succès sur le plan opérationnel et organisationnel, Suncor conserve une valorisation relative attrayante, se négociant à une décote de plus de 2.0x par rapport à son ratio VE/FTCD historique moyen de 2017 à 2019. De plus, nous nous attendons à une augmentation significative de la valeur par action grâce aux rachats d'actions qui se poursuivent, suite à la récente évolution de la société vers une rémunération des actionnaires à hauteur de 100% des FTD.

► **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, 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 6/2	Cap. bours. (M)	Rend. (%)	VE/FTCD			Dette nette/FT		FTPAs dilués			C/FTPAs		12 mois Cours		Δ
									act. 2023A	act. 2024E	est. 2025E	act. 2024E	est. 2025E	act. 2023A	act. 2024E	est. 2025E	act. 2024E	est. 2025E	Cible	Rend.	
Grandes sociétés/Intégrées																					
Canadian Natural Resources	CNQ	RM		Wood	2061.3	\$42.22	\$87,030	6%	6.1x	7.0x	6.2x	1.3x	1.0x	\$13.84	\$6.94	\$7.61	6.0x	5.5x	\$43.00	7%	↑
Cenovus Energy	CVE	RM		Wood	1749.8	\$18.31	\$32,040	4%	5.6x	4.6x	3.8x	0.6x	0.5x	\$4.57	\$4.38	\$5.21	4.1x	3.4x	\$23.00	30%	
Imperial Oil	IMO	RM		Wood	496.3	\$99.54	\$49,398	3%	6.1x	8.1x	7.6x	0.3x	0.1x	\$11.17	\$12.21	\$13.01	7.8x	7.5x	\$101.00	4%	
Suncor Energy	SU	RS		Wood	1227.7	\$50.21	\$61,641	5%	4.5x	4.5x	5.5x	0.5x	0.7x	\$9.51	\$10.86	\$9.06	4.5x	5.5x	\$63.00	30%	↑
Grandes cap./Cap. Moyennes																					
Advantage Oil & Gas	AAV	RS		Payne	169.8	\$11.22	\$1,905	0%	4.9x	9.2x	4.3x	3.0x	0.9x	\$1.82	\$1.45	\$3.06	7.8x	3.7x	\$15.00	34%	
ARC Resources Ltd.	ARX	RS		Wood	550.5	\$29.22	\$16,084	3%	4.6x	7.4x	5.2x	0.6x	0.8x	\$4.31	\$4.15	\$6.19	7.0x	4.5x	\$35.00	22%	↑
Athabasca Oil	ATH	RS		Payne	510.8	\$5.24	\$2,677	0%	7.4x	4.6x	5.3x	-0.2x	-0.4x	\$0.51	\$1.01	\$0.93	5.2x	5.6x	\$6.00	15%	↓
Baytex Energy	BTE	RS		Payne	779.9	\$2.32	\$1,809	4%	3.5x	2.0x	2.2x	1.2x	1.3x	\$2.26	\$2.42	\$2.05	1.0x	1.1x	\$5.00	119%	↓
Birchcliff Energy	BIR	RS		Payne	267.5	\$6.66	\$1,781	2%	7.7x	8.4x	3.9x	2.3x	0.6x	\$1.13	\$0.87	\$1.91	7.7x	3.5x	\$8.50	29%	↑
Freehold Royalties	FRU	RS		Wood	164.0	\$12.30	\$2,017	9%	9.1x	9.3x	8.7x	1.2x	0.9x	\$1.59	\$1.52	\$1.46	8.7x	8.4x	\$14.00	23%	
Headwater Exploration	HWX	RS		Payne	237.8	\$6.36	\$1,512	7%	5.4x	4.4x	4.7x	-0.2x	-0.1x	\$1.21	\$1.42	\$1.32	4.5x	4.8x	\$8.50	41%	
Kelt Exploration	KEL	RS		Payne	200.0	\$6.88	\$1,376	0%	4.2x	6.6x	3.9x	0.6x	0.2x	\$1.40	\$1.11	\$1.84	6.2x	3.7x	\$10.00	45%	
MEG Energy	MEG	RM		Wood	253.4	\$24.62	\$6,238	2%	4.9x	5.0x	6.0x	0.5x	0.7x	\$4.87	\$5.13	\$4.22	4.7x	5.8x	\$24.00	-1%	
NuVista Energy	NVA	RM		Payne	203.3	\$14.02	\$2,851	0%	3.4x	5.3x	4.1x	0.4x	0.1x	\$3.40	\$2.64	\$3.45	5.3x	4.1x	\$16.00	14%	
Ovintiv Inc (US\$)	OVV	RS		Wood	252.5	\$36.58	\$9,235	3%	4.1x	3.4x	3.8x	1.3x	1.6x	\$14.77	\$15.19	\$14.27	2.4x	2.5x	\$56.00	56%	
Paramount Resources	POU	RM		Payne	143.2	\$19.37	\$2,774	3%	4.7x	3.2x	6.5x	0.2x	-0.6x	\$6.51	\$6.24	\$2.78	3.1x	7.0x	\$25.00	32%	
Peyto Exploration & Development	PEY	RS		Wood	200.5	\$18.88	\$3,785	7%	5.1x	6.3x	5.0x	1.9x	1.3x	\$3.72	\$3.62	\$4.57	5.3x	4.1x	\$24.00	34%	↑
PrarieSky Royalty	PSK	RM		Wood	235.5	\$23.16	\$5,455	4%	13.3x	14.4x	13.8x	0.4x	0.4x	\$1.60	\$1.59	\$1.66	14.5x	13.9x	\$30.00	34%	
Saturn Oil & Gas	SOIL	RM		Payne	199.2	\$1.80	\$359	0%	2.1x	2.6x	2.2x	2.3x	1.7x	\$2.15	\$2.05	\$2.23	0.9x	0.8x	\$3.50	94%	
Spartan Delta	SDE	RS		Payne	203.3	\$3.15	\$640	0%	3.9x	4.2x	3.8x	0.9x	0.8x	\$2.45	\$0.94	\$1.03	0.0x	0.0x	\$6.00	90%	
Tamarack Valley Energy	TVE	RS		Payne	518.9	\$4.46	\$2,314	3%	3.7x	3.4x	3.7x	0.9x	0.8x	\$1.37	\$1.56	\$1.43	2.9x	3.1x	\$6.50	49%	↑
Topaz Energy	TPZ	RS		Payne	154.4	\$25.36	\$3,917	5%	10.5x	14.3x	12.3x	1.8x	1.3x	\$1.97	\$1.90	\$2.12	13.4x	12.0x	\$33.50	37%	
Tourmaline Oil	TOU	RS		Payne	389.6	\$63.11	\$24,589	3%	6.5x	7.7x	6.0x	0.5x	0.3x	\$10.73	\$8.93	\$11.13	7.1x	5.7x	\$75.00	22%	
Vermilion Energy Inc.	VET	RS		Wood	149.6	\$9.30	\$1,391	6%	3.3x	2.0x	2.4x	0.8x	1.4x	\$6.98	\$7.36	\$6.84	1.2x	1.3x	\$17.00	88%	
Whitecap Resources	WCP	RS		Wood	1230.5	\$8.68	\$10,681	8%	4.0x	3.6x	4.2x	0.6x	1.0x	\$2.94	\$2.72	\$3.10	3.1x	3.5x	\$15.00	81%	
Petites capitalisations																					
Kiwitohk Energy	KEC	RS		Payne	43.7	\$17.55	\$767	0%	2.9x	3.6x	2.1x	1.0x	0.3x	\$5.43	\$6.11	\$9.58	2.9x	1.8x	\$24.00	37%	↑
Logan Energy	LGN	RS		Payne	622.2	\$0.62	\$386	0%	16.2x	7.9x	3.7x	0.5x	0.6x	\$0.09	\$0.10	\$0.19	6.1x	3.2x	\$1.50	142%	
Lycos Energy	LGX	RM		Payne	53.2	\$1.51	\$80	0%	6.8x	1.6x	2.2x	0.3x	0.3x	\$0.71	\$1.11	\$0.79	1.4x	1.9x	\$2.00	32%	
Surge Energy	SGY	RS		Payne	103.0	\$5.37	\$553	10%	3.5x	2.5x	2.8x	0.8x	0.9x	\$2.89	\$2.87	\$2.46	1.9x	2.2x	\$9.00	77%	
Tenaz Energy	TNZ	RS		Wood	28.8	\$18.02	\$519	0%	1.3x	20.2x	5.7x	-0.4x	-0.2x	\$0.98	\$0.79	\$2.98	21.0x	6.0x	\$23.00	28%	↑
Yangarra Resources	YGR	RM		Payne	98.7	\$0.93	\$92	0%	2.7x	2.3x	1.7x	1.4x	0.8x	\$1.01	\$0.73	\$0.89	1.3x	1.0x	\$1.25	34%	

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

Source: Rapports des sociétés, FBN, LSEG

	Symb.	Cote du titre	Δ	Analyste	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Prix de l'action 6/2	BAIIA (M)			VE/BAIIA			Dette nette / BAIIA			12 mois cours		
								act. 2023A	act. 2024E	est. 2025E	act. 2023A	act. 2024E	est. 2025E	act. 2023A	act. 2024E	est. 2025E	Cible	Rend.	Δ
Services pétroliers																			
CES Energy Solutions	CEU	RM		Payne	\$ 1,468.91	233.5	\$6.29	\$ 315.8	\$ 403.2	\$ 403.2	7.5x	6.1x	4.7x	2.1x	1.5x	1.1x	\$10.50	67%	
Enerflex	EFX	RM		Payne	\$ 1,222.81	124.1	\$9.85	\$ 512.7	\$ 432.0	\$ 481.2	4.6x	4.3x	3.4x	2.3x	1.6x	1.0x	\$14.50	47%	
Pason Systems	PSI	RM		Payne	\$ 976.94	79.4	\$12.30	\$ 171.5	\$ 161.8	\$ 174.1	4.2x	5.0x	4.5x	-1.0x	-0.5x	-0.5x	\$17.00	38%	
Precision Drilling Corp.	PD	RM		Payne	\$ 833.11	13.8	\$60.46	\$ 645.7	\$ 568.6	\$ 545.9	2.6x	2.7x	2.5x	1.3x	1.3x	1.0x	\$110.00	82%	
Trican Well Services	TCW	RM		Payne	\$ 827.49	188.9	\$4.38	\$ 235.6	\$ 219.2	\$ 216.9	3.3x	3.4x	3.1x	-0.4x	-0.1x	-0.3x	\$5.75	31%	

*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 6/2	BAIIA (M)			VE/BAIIA		Dette nette / BAIIA			12 mois cours			
								act. 2023A	act. 2024E	est. 2025E	act. 2024E	est. 2025E	act. 2023A	act. 2024E	est. 2025E	Target	Return	Δ	
Carburants de transition																			
Tidewater Renewables	LCFS	RI		Payne	\$ 84.38	34.9	\$2.42	\$ 41.1	\$ 105.3	\$ 68.1		4.6x	3.6x	9.2x	1.4x	1.7x	\$3.50	45%	

*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 :

Derick Or : 403 290-5447

Johnathan Pescod : 403 355-6643

Sélections

- › AltaGas
- › Capital Power
- › TransAlta
- › TC Énergie

Aperçu

Mise à jour sur les produits de base

Le pétrole brut s'est établi à US\$61/b pour le WTI, sachant que les droits de douane sont désormais suspendus et que l'OPEP+ augmentera sa production en juillet. Le WTI était en moyenne d'environ US\$61/b en mai, en repli d'environ 3% par rapport au niveau moyen d'avril de près de US\$63/b, avec un risque de baisse accru dû aux spéculations actuelles entourant l'OPEP. Du côté du gaz naturel, le NYMEX affichait en moyenne US\$3.47/kpi³ environ en mai, en baisse par rapport à la moyenne d'avril de près de US\$3.42/kpi³ en raison d'une accumulation dans les stocks plus importante que prévu au début de l'entrée dans la saison de constitution des stocks, tandis que l'AEEO s'est établi en moyenne à \$1.96/kpi³ pendant le mois. Du côté du marketing, le différentiel du pétrole lourd WCS était en moyenne d'environ US\$10/b en mai, s'étant resserré par rapport à la moyenne d'avril de près de US\$11/b.

Mise à jour sur les sociétés pipelinières et le secteur intermédiaire

Le débit du Réseau principal a enregistré un record de 3.2 Mb/j, alors que la prévision interne pour l'exercice 2025 complet était de près de 3.0 Mb/j. Rappelons qu'ENB a récemment validé jusqu'à \$2 milliards d'investissements en immobilisations sur le Réseau principal jusqu'en 2028 et lancé un appel d'offres contraignant visant Flanagan South pour soutenir la phase 1 d'optimisation du Réseau principal afin d'ajouter 150,000 b/j de capacité supplémentaire et desservir des destinations dans le golfe du Mexique aux États-Unis dans le cadre de la croissance de la production du BSOC. Cependant, ENB a acquis une participation de non-exploitant de 10% dans le pipeline Matterhorn Express (MXP) de 2.5 Gpi³/j pour US\$0.3 milliard, opération dont la clôture est attendue au T2 2025, sous réserve de satisfaire aux conditions de clôture. Par ailleurs, ENB a autorisé la construction du pipeline Traverse en coentreprise avec Whitewater Midstream, MPLX LP et Targa Resources, qui sera destiné à transporter jusqu'à 1.8 Gpi³/j de gaz naturel entre Agua Dulce et Katy, TX. La participation effective d'ENB dans le pipeline Traverse s'élèvera à 13.3% et fait l'objet d'ententes de transport fermes avec des contreparties de qualité investissement, dans l'attente de la réception des autorisations réglementaires d'usage et autres (entrée en service prévue en 2027).

Le pipeline Southeast Gateway d'environ US\$3.9 milliards est achevé et prêt à entrer en service, même si la société attend la validation finale des tarifs réglementés (relativement au service interruptible) par la Commission nationale de l'Énergie (CNE), attendue à la fin de mai (au lieu du 1er mai). Rappelons que le coût final du projet de 1.3 Gpi³/j et de 715 km était inférieur de 13% au budget initial de US\$4.5 milliards. TRP a également autorisé le projet Northwoods de US\$0.9 milliard et 0.4 Gpi³/j (entrée en service prévue fin 2029) qui étend son réseau ANR afin qu'il puisse répondre à la demande de production d'électricité à partir de gaz naturel des centres de données et à la croissance économique dans le Midwest américain; le projet est sous contrat à 100% dans le cadre d'un contrat d'enlèvement ferme de 20 ans. Ailleurs, TRP a autorisé le projet MCR (remplacement des composantes majeures) de l'Unité 5 de Bruce Power de \$1.1 milliard (net) qui devrait commencer au T4 2026, avec une reprise du service anticipée d'ici début 2030.

La PHMSA américaine a publié une injonction d'action corrective (Corrective Action Order) imposant à SOBO d'exploiter Keystone sous certaines restrictions de pression en attendant la réalisation complète d'une analyse des causes profondes de défaillance (RCFA) et d'essais métallurgiques (T3 2025). Notons que SOBO a récupéré la quasi-totalité des volumes rejetés et progresse vers la mise en œuvre de plans d'assainissement du site d'ici la mi-2025. La société prévoit que les coûts liés à la remise en état du site seront largement couverts par les indemnités d'assurance (avec un impact minime sur le BAIIA donc). Globalement, SOBO s'attend à pouvoir honorer ses engagements contractuels de 585,000 b/j grâce à son solide facteur d'exploitation du système (de 98% au T1 2025) et à sa capacité à utiliser des ARF. Pendant ce temps, du côté de la croissance, le projet Connexion Blackrod de US\$180 millions reste en bonne voie d'entrer en service début 2026, la phase de construction des pipelines de pétrole brut et de gaz naturel de 25 km étant achevée, et la construction des installations devant se poursuivre jusqu'au deuxième semestre de 2025.

PPL a conclu des accords d'enlèvement à long terme avec un grand producteur de Montney le long de sa chaîne de valeur incluant le pipeline Peace, les réseaux Pouce Coupé et le pipeline NEBC, tandis que les accords de

fractionnement, nouveaux ou prorogés, promettent une utilisation accrue du complexe Redwater, incluant RFS IV (entrée en service prévue au premier semestre de 2026) et le projet de dééthaniseur de RFS III. Cependant, malgré le fait que Dow a récemment reporté la construction du projet Path2Zero, PPL continue d'évaluer les options lui permettant d'honorer son engagement d'approvisionnement en éthane de 50,000 b/j au maximum (entrées en service auparavant projetées en 2027 et 2029). Par ailleurs, la société a sélectionné ses contreparties de prédilection et entamé des négociations en vue de conclure des accords définitifs pour remettre en marché la capacité de 1.5 Mt/a de son projet de GNL Cedar.

ALA a désormais dépassé son objectif de tarif pour sa franchise d'exportations de GPL d'ici 2027, ayant signé récemment des contrats à long terme avec Keyera, Inter Pipeline et une grande société mondiale de produits chimiques; la société envisage d'élargir sa base sous contrat, son BAIIA consolidé étant désormais couvert à 85% contre l'exposition directe aux prix des matières premières. En parallèle, le projet d'expansion de l'installation d'exportation d'énergie de Ridley Island (REEF – Ridley Island Energy Export Facility) de 55,000 b/j et \$1.35 milliard respecte toujours l'échéancier et le budget (mise en service prévue en 2026), 60% environ (auparavant 50% environ) des coûts totaux étant engagés. En outre, ALA a avalisé le projet de suppression du méthanol de RIPET qui assurera l'acheminement de propane fongible entre RIPET et REEF (entrée en service prévue fin 2026). En outre, la construction de Pipestone II reste en bonne voie pour une entrée en service fin 2025, la construction étant achevée à 76%. En ce qui concerne les sociétés de services publics, la DCPSC a ordonné une autre extension de PROJECTpipes 2, tandis que SEMCO arrive aux dernières étapes du processus d'approbation réglementaire pour son pipeline de raccordement Keweenaw d'environ US\$120 millions (entrée en service prévue en 2027).

KEY a officiellement validé son projet d'expansion KFS Frac III de 47,000 b/j pour environ \$500 millions (entrée en service prévue à la mi-2028) qui, avec le projet de désengorgement KFS Frac II (entrée en service prévue à la mi-2026), viendra rehausser les capacités de fractionnement de KEY d'environ 60%, sachant que le complexe KFS dans sa globalité fait l'objet de contrats à hauteur d'environ 85% d'une échéance moyenne de huit ans. Cependant, KEY fait progresser le projet KAPS Zone 4, pour lequel les négociations commerciales entrent dans les dernières phases. Par ailleurs, KEY a conclu de nouveaux contrats à long terme qui prévoient que son système de condensats soutienne des volumes d'acheminement presque records et, à ce titre, elle évalue ses options de désengorgement et l'utilisation d'ARF.

À Gateway, GEI a achevé le projet de dragage de 52 pieds (auparavant 47) en respectant l'échéancier et le budget, positionnant l'actif comme l'un des deux seuls terminaux au Texas capable de charger jusqu'à 1,6 Mb sur des TGTB et un Suezmax à pleine capacité. En conjonction avec le projet de connexion Cactus II de \$20 millions donnant accès à environ 700,000 b/j d'offre supplémentaire (entrée en service prévue au T3 2025), GEI reste en bonne voie d'atteindre son objectif de croissance du BAIIA de Gateway de 15% à 20% d'ici la fin de l'année 2025. Parallèlement, le partenariat stratégique de \$50 millions avec Baytex pour étendre sa présence dans les infrastructures de liquides de la région de Pembina Duvernay est en bonne voie, les constructions devant s'achever d'ici le T4 2025. Nous continuerons de surveiller les mises à jour relatives à ses économies annuelles de coûts de plus de \$25 millions d'ici la fin de 2025 (\$6 millions réalisés au T1 2025 avec un objectif annuel actuel de \$18 millions annualisés). GEI a également nommé Dave Gosse aux postes de vice-président principal et chef de l'exploitation, avec prise d'effet au 20 mai 2025.

Mise à jour – Électricité et services publics

Réaffirmant sa stratégie FlexGen, CPX a [annoncé récemment](#) la plus importante transaction de son histoire, reposant en partie sur un financement par actions pour environ \$667 millions afin de financer l'acquisition de US\$2.2 milliards (environ \$3.0 milliards) de deux centrales au gaz sur le marché de PJM (clôture attendue au T3 2025), incluant la centrale à cycle combiné Hummel de 1,124 MW et la centrale de pointe Rolling Hills de 1,023 MW. Par ailleurs, la société poursuit son approche des clients de centres de données; en Alberta, elle travaille avec des contreparties commerciales tout en menant des travaux d'ingénierie approfondis pour un projet de centre de données en colocation sur le site de Genesee. Rappelons que CPX a une file d'interconnexion de la société aux centres de données en Alberta de 1.5 GW avec l'AESO. Cependant, parmi ses actifs aux États-Unis, la société progresse dans des négociations de renouvellement ou de prorogation de contrats, pouvant inclure des constructions commerciales pour le développement de centres de données; mais la société ne peut pas garantir une quelconque annonce en 2025.

TA continue de faire progresser sa stratégie de centres de données en Alberta; la société passe à la phase de commercialisation de Keepphills 2 (395+ MW) et cible un accord définitif en fin d'année. Cependant, les négociations pour un projet de prolongation de la durée de vie concernant sa centrale Centralia de 650+ MW se poursuivent, avec un accord définitif envisagé d'ici la mi-2025. Parallèlement, TA a annoncé un investissement stratégique dans Nova Clean Energy, LLC, un développeur américain de projets d'énergie renouvelable pour le WECC aux États-Unis, comprenant un prêt à terme de US\$75 millions sur six ans (convertible en une participation minoritaire d'environ 23%) et une facilité de crédit renouvelable de US\$100 millions sur cinq ans, qui donne à TA le droit exclusif d'acquérir le portefeuille de projets d'énergie renouvelable de Nova de plus de 4.0 GW (environ 1.0 GW net), avec une décision finale d'investissement attendue entre 2027 et 2028. TA a également racheté \$24 millions d'actions ordinaires depuis le début de l'année dans le cadre de son programme de rachat d'actions de \$100 millions pour 2025.

Titres favoris

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.

	Cote du titre		Parts e.c. (M)	Cours 6/2	Cap. bours. (M)	Distributions par part			Rendement des distr.		FTPA distr. Dilués			C/FT distr.		Dette/ Enc. distr. 25e	12 mois		Rendement Δ combiné		
						Symb.	titre	est. 2024	est. 2025e	est. 2026e	2024e	2025e	est. 2024	est. 2025e	est. 2026e		2025e	2026e		Cible	Rend.
Pipelines et divers																					
AltaGas	ALA	RS	295.9	\$38.52	\$11,398	\$1.19	\$1.26	\$1.34	3.3%	3.5%	\$2.58	\$3.35	\$3.59	11.5x	10.7x	4.8x	44.00	14.2%	↑	17.5%	
Enbridge Inc.	ENB	RM	2179.0	\$64.58	\$140,720	\$3.66	\$3.77	\$3.88	5.8%	6.0%	\$5.56	\$5.65	\$5.91	11.4x	10.9x	5.0x	64.00	-0.9%	↑	4.9%	
Gibson Energy	GEI	RM	165.0	\$23.09	\$3,810	\$1.64	\$1.72	\$1.81	7.4%	7.8%	\$2.29	\$2.09	\$2.79	11.0x	8.3x	3.4x	24.00	3.9%		11.4%	
Keyera	KEY	RM	229.2	\$41.42	\$9,492	\$2.04	\$2.12	\$2.21	5.1%	5.3%	\$3.36	\$3.36	\$3.82	12.3x	10.8x	2.6x	43.00	3.8%	↑	8.9%	
Pembina Pipelines	PPL	RM	581.0	\$52.01	\$30,218	\$2.74	\$2.82	\$2.93	5.4%	5.6%	\$5.25	\$4.58	\$4.74	11.4x	11.0x	3.8x	56.00	7.7%	↓	13.1%	
South Bow Corp. (1)	SOBO	RM	208.2	\$25.90	\$5,393	\$0.50	\$2.00	\$2.00	7.7%	7.7%	\$2.93	\$2.56	\$2.96	10.1x	8.8x	4.4x	25.00	-3.5%		4.2%	
Superior Plus	SPB	RM	222.5	\$7.78	\$1,731	\$0.60	\$0.18	\$0.18	2.3%	2.3%	\$1.08	\$1.22	\$1.20	4.6x	4.6x	3.4x	7.50	-3.6%		-1.3%	
Tidewater Midstream	TWM	RI	431.2	\$0.20	\$84	\$0.00	\$0.00	\$0.00	0.0%	0.0%	-\$0.03	-\$0.05	\$0.05	-3.6x	4.3x	3.5x	0.10	-48.7%	↓	-48.7%	
TC Energy Corp.	TRP	RS	1040.0	\$70.43	\$73,247	\$3.70	\$3.40	\$3.50	4.8%	5.0%	\$4.35	\$5.16	\$5.65	13.7x	12.5x	4.8x	75.00	6.5%	↑	11.3%	
Producteurs d'électricité et services publics																					
ATCO Ltd.	ACO	RM	112.2	\$51.64	\$5,793	\$1.96	\$2.02	\$2.08	3.9%	4.0%	\$4.52	\$4.81	\$4.62	10.7x	11.2x	5.0x	50.00	-3.2%	↑	0.7%	
Brookfield Infrastructure (1)	BIP	RM	793.0	\$33.14	\$26,280	\$1.62	\$1.72	\$1.82	5.2%	5.5%	\$1.98	\$2.25	\$2.52	14.7x	13.2x	6.9x	34.00	2.6%	↓	7.8%	
Canadian Utilities	CU	RM	271.6	\$38.40	\$10,428	\$1.81	\$1.83	\$1.85	4.8%	4.8%	\$3.76	\$3.81	\$4.02	10.1x	9.6x	5.8x	39.00	1.6%		6.3%	
Capital Power	CPX	RS	151.5	\$54.98	\$8,329	\$2.53	\$2.69	\$2.81	4.9%	5.1%	\$6.34	\$6.58	\$6.95	8.4x	7.9x	3.6x	62.00	12.8%	↓	17.7%	
Emera Inc.	EMA	RM	303.4	\$62.43	\$18,942	\$2.88	\$2.91	\$2.95	4.7%	4.7%	\$3.33	\$4.07	\$4.62	15.4x	13.5x	5.3x	60.00	-3.9%	↑	0.8%	
Fortis Inc.	FTS	RM	508.2	\$66.74	\$33,918	\$2.39	\$2.49	\$2.62	3.7%	3.9%	\$4.91	\$5.58	\$6.04	12.0x	11.1x	6.2x	65.00	-2.6%	↑	1.1%	
Hydro One Ltd.	H	RM	596.9	\$50.77	\$30,306	\$1.24	\$1.31	\$1.39	2.6%	2.7%	\$2.05	\$2.12	\$2.17	24.0x	23.4x	5.9x	47.00	-7.4%	↑	-4.8%	
TransAlta	TA	RS	300.4	\$13.54	\$4,068	\$0.24	\$0.26	\$0.26	1.9%	1.9%	\$1.88	\$1.59	\$1.19	8.5x	11.4x	4.7x	16.00	18.2%	↓	20.1%	

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 et SOBO sont en USD

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

- › Stantec Inc.
- › ATS Corporation
- › Russel Metals

Engouement pour le nucléaire : remise en question des attentes implicites pour le segment Nucléaire d'ATRL

Le cours de l'action intègre-t-il déjà l'issue positive?

- ▶ **Quantifier les perspectives que recèle le nucléaire – Les investisseurs en paient le prix, probablement à juste titre**

Dans un paysage réglementaire en pleine évolution, les actions liées au secteur nucléaire captent d'importants flux de fonds et bénéficient d'une expansion des ratios (les sociétés comparables pertinentes se négocient aujourd'hui à des ratios VE/BAIIA de 19x). Nous tentons d'établir une valorisation du segment à l'aide d'une « approche ascendante » en utilisant la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie. Notre chiffre d'affaires de base pour le segment correspond aux objectifs 2027E fixés par ATRL. Nous y avons ajouté les projets actuels et potentiels qui ne sont pas intégrés dans les prévisions internes, en comptabilisant les rentrées de fonds liées aux nouvelles constructions de façon uniforme sur une période de 10 à 12 ans et les projets de remise en état avec des flux de trésorerie plus importants au début sur une période de cinq ans, à un rythme similaire à celui des prévisions. Notre hypothèse de base nous donne une valeur implicite de \$26.24 par action ATRL (avant frais généraux de la société), ce qui est légèrement inférieur à notre valorisation actualisée de \$32.41 basée sur les ratios dans notre estimation de la VAN pour le segment Nucléaire. S'il est possible de soutenir que la croissance pourrait continuer de dépasser les attentes à court terme, on ne peut guère qualifier nos hypothèses à long terme de punitives. Dans l'ensemble, il semble que l'engouement actuel du marché pour le nucléaire soit déjà largement intégré au cours de l'action ATRL; cela dit, l'enthousiasme soutenu par la croissance du carnet de commandes pourrait pousser la valorisation vers des niveaux beaucoup moins raisonnables.

- ▶ **Conclusion – Le nucléaire a son importance; mais le plus gros potentiel de hausse se trouve dans le segment Ingénierie**

Compte tenu du rythme des projets de remise en état, des annonces récentes concernant de nouveaux travaux de construction et des programmes à l'étude (comme OPG), les investisseurs tablent sur un BAIIA de plus de \$800 millions à la fin des années 2020/début des années 2030, ce qui représente une augmentation notable par rapport aux \$204 millions déclarés en 2024. Nous estimons peut-être que le nouveau « paradigme nucléaire » est défendable, mais nous tenons aussi à rappeler aux investisseurs que le principal facteur positif de réévaluation du cours de l'action ATRL est lié à une meilleure exécution dans le segment Ingénierie, une dynamique qui a été occultée dans le rapport du T1 2025 qui faisait la part belle au nucléaire, étant donné la contribution beaucoup plus importante du segment Ingénierie au BAIIA – \$785 millions en 2024 contre \$204 millions pour le nucléaire; plus précisément, une variation du ratio VE/BAIIA de 1x dans le segment Ingénierie se répercute à hauteur de 5% sur la VAN, comparativement à 1.5% pour le segment Nucléaire. Au final, avec un bilan assaini après la cession de sa participation dans l'Autoroute 407, la dynamique du nucléaire et, espérons-le, un meilleur second semestre 2025E pour le segment Ingénierie, nous pensons que l'action ne pourra que monter.

	Symb.	Cote du titre	Δ	12 mois		Cap. bours. (M)	Dernier exerc. déclaré	BPA dilué			C/B		BAIIA (M)			VE/BAIIA		Div. %	Dette nette/ BAIIA Ex1	
				Cours cible	Δ			Cours 6/2	(A) Dern. Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	(A) Dern. Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1			Ex2
Aecon Group	ARE	RS		\$22.00		\$19.02	\$1,199	12 / 2024	-\$0.98	\$0.81	\$1.64	18.6x	9.7x	\$273	\$156	\$251	10.8x	6.5x	4.0%	2.9x
Bird Construction	BDT	RM		\$28.00	↓	\$26.65	\$1,493	12 / 2024	\$2.03	\$2.51	\$3.03	10.7x	8.9x	\$181	\$226	\$266	7.3x	6.2x	3.1%	0.7x
Finning International	FTT	RM	↓	\$53.00	↑	\$49.95	\$6,876	12 / 2024	\$3.80	\$3.50	\$4.04	14.5x	12.6x	\$1,248	\$1,153	\$1,185	7.6x	7.4x	2.4%	1.6x
North American Construction Group	NOA	RS		\$41.00		\$23.51	\$696	12 / 2024	\$3.73	\$3.82	\$4.23	6.3x	5.7x	\$390	\$428	\$441	3.3x	3.2x	2.0%	1.7x
RB Global	RBA	RM	↓	US\$115.00		US\$105.26	US\$20,303	12 / 2024	US\$3.27	US\$3.72	US\$3.92	28.3x	26.8x	US\$1,246	US\$1,334	US\$1,380	16.8x	16.2x	1.1%	1.6x
Russel Metals	RUS	RS		\$55.00		\$42.00	\$2,404	12 / 2024	\$2.83	\$3.90	\$4.25	10.8x	9.9x	\$304	\$392	\$418	6.3x	5.9x	4.1%	0.2x
Wajax Corporation	WJX	RM		\$20.00		\$21.99	\$494	12 / 2024	\$2.38	\$2.23	\$2.59	10.0x	8.6x	\$168	\$166	\$171	4.9x	4.8x	6.3%	2.0x
AtkinsRéalis	ATRL	RS		\$98.00	↑	\$91.00	\$15,908	12 / 2024	\$2.21	\$2.90	\$3.53	29.8x	23.6x	\$753	\$927	\$1,069	16.9x	14.6x	0.1%	0.0x
Stantec	STN	RS		\$147.00	↑	\$143.34	\$16,331	12 / 2024	\$4.47	\$5.38	\$6.06	26.6x	23.6x	\$863	\$1,005	\$1,110	17.4x	15.8x	0.6%	0.0x
Toromont Industries	TIH	RS		\$130.00	↓	\$118.78	\$9,648	12 / 2024	\$6.03	\$5.84	\$6.49	20.3x	18.3x	\$849	\$861	\$924	11.2x	10.5x	1.8%	trésorerie nette; n. s.
WSP Global	WSP	RS		\$292.00		\$282.83	\$35,654	12 / 2024	\$8.02	\$9.46	\$10.69	28.9x	25.6x	\$1,829	\$2,138	\$2,332	18.7x	17.1x	0.5%	2.0x
AutoCanada	ACQ	RS		\$25.00		\$22.41	\$539	12 / 2024	\$0.06	\$1.56	\$2.72	14.3x	8.2x	\$91	\$113	\$183	8.9x	5.5x	0.0%	3.9x
Ag Growth International	AFN	RS		\$51.00	↑	\$38.30	\$729	12 / 2024	\$4.54	\$1.74	\$2.84	22.4x	13.7x	\$265	\$231	\$249	7.0x	6.5x	1.5%	3.8x
ATS Corporation	ATS	RS		\$54.00		\$39.31	\$4,036	03 / 2024	\$2.62	\$1.48	\$2.06	27.8x	20.0x	\$435	\$328	\$401	16.4x	13.4x	0.0%	4.1x
Colliers International	CIGI	RS		US\$169.00		US\$121.67	US\$6,154	12 / 2024	US\$5.71	US\$6.39	US\$7.33	19.0x	16.6x	US\$644	US\$716	US\$808	12.3x	10.9x	0.2%	2.1x
Stella-Jones	SJ	RS		\$93.00		\$76.41	\$4,286	12 / 2024	\$5.65	\$5.54	\$5.66	13.9x	13.6x	\$567	\$557	\$556	10.2x	10.2x	1.6%	2.5x
Médiane												18.8x	13.6x				10.5x	8.8x	1.6%	

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



Jaeme Gloyn, CFA
Analyste
416 869-8042

Adjoint :
Jack Cohen : 416 869-7505

Sélections

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

Points saillants

▶ Element Fleet : La qualité sous-jacente des activités au grand jour

Globalement, le trimestre a été conforme aux attentes, avec une croissance du BPA a/a de 8% qui démontre la qualité sous-jacente des activités. La croissance du chiffre d'affaires net, excluant les impacts du change et les éléments exceptionnels, de 14% a/a a dépassé l'objectif de croissance du chiffre d'affaires sous-jacent de la direction de 11% à 13% pour 2025. Les produits de financement nets se sont distingués, car les initiatives visant les prix et le coût plus faible de la dette ont produit leurs effets. En outre, les initiatives de croissance endogène continuent de soutenir les résultats, car les véhicules sous gestion ont augmenté de 4% a/a et le carnet de commandes continue de croître. De plus, la croissance des dépenses d'exploitation a « considérablement » ralenti au T1 2025, comme l'avait prédit la direction, celle-ci ayant par ailleurs annoncé que la décélération se poursuivrait en 2025. EFN a également repris son programme de rachat d'actions afin de rémunérer ses actionnaires et de soutenir les données de croissance par action. Naturellement, la direction a réaffirmé ses prévisions pour 2025, qui impliquent une croissance à deux chiffres du BPA et des FTPA. À mesure qu'EFN exécute sa stratégie, nous nous attendons à une compression notable du rendement des FTD.

▶ Fairfax Financial : Des résultats supérieurs grâce aux gains de placement et aux souscriptions

Selon nous, les résultats du T1 2025 reflètent la vigueur de la plateforme FFH. FFH a publié un BPA dilué de \$42.70, supérieur au consensus de \$23.70. Ces résultats se traduisent par un RCP annualisé impressionnant de 16%, qui a entraîné une augmentation de 2% t/t de la valeur comptable par action. FFH a présenté un ratio combiné de 99%, meilleur que le consensus de 100% et qui, en excluant les catastrophes essentiellement liées aux incendies de forêt en Californie, s'est établi à 86%, ce qui est très solide. En outre, le portefeuille d'investissement a surpris par la hausse des rendements des placements en actions malgré un début d'année en dents de scie pour les marchés boursiers de manière générale. Nous pensons que la conjugaison 1) de solides résultats de souscription; 2) des revenus d'intérêts et de dividendes consolidés qui restent de l'ordre de \$2.4 milliards; 3) des résultats solides des entités associées clés et des participations consolidées dans Eurobank et Poseidon; et 4) de solides rendements nets des investissements soutient notre opinion selon laquelle Fairfax dégagera une rentabilité constante ces prochaines années. En outre, FFH détient toujours environ \$2 milliards au comptant dans la société de portefeuille et près de \$3.0 milliards de capitaux excédentaires dans ses filiales d'assurance, à déployer dans des transactions qui auront un effet relatif sur le RCP (rachats d'actions ou rachats de participations minoritaires dans ces filiales d'assurance).

▶ ECN Capital : La dynamique enfle

Notre titre favori a dégagé de solides résultats et affiché une dynamique positive au T1. Le chiffre d'affaires ajusté de \$55 millions et le BAIIA ajusté de \$25.5 millions étaient tous deux conformes aux prévisions consensuelles. Les nouveaux prêts de \$538 millions étaient supérieurs à notre estimation de \$525 millions suite à un léger dépassement dans le segment des logements préfabriqués (conformes dans le segment du financement des véhicules récréatifs et des bateaux). La dynamique enfle dans les unités d'exploitation : 1) les nouveaux prêts pour les logements préfabriqués ont augmenté de 35% a/a en mars et de 33% a/a en avril, 2) les soldes actifs de la coentreprise Champion Financing ont augmenté de 28% t/t, et la réserve de \$348 millions présage une poursuite de la croissance, et 3) les nouveaux prêts dans le segment des véhicules récréatifs et bateaux étaient en hausse de 24% a/a au T1. Les solides résultats et la dynamique positive étaient exactement conformes à nos attentes par rapport au T1; par conséquent, nous nous attendons à ce que la confiance grandisse vis-à-vis des prévisions internes d'ECN de \$0.19 à \$0.25 pour 2025.

	Symb.	Cote du titre	Cap. bours. (Md)	Actions e.c. (M)	Cours 6/2	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B 2025	C/B 2026	VCPA			C/VC		Div. %	Cours cible 12 mois	Δ
							2024	est. 2025	est. 2026			dernier Quarter	est. 2025	est. 2026	2025	2026			
Financement immobilier																			
First National Financial	FN	RM	2.33	60.0	38.86	12/2024	3.49	3.38	4.11	11.5	9.5	10.31	11.15	12.61	3.5	3.1	6.4%	39.00	
Timbercreek Financial	TF	RM	0.61	83.0	7.35	12/2024	0.56	0.72	0.73	10.1	10.1	8.28	8.31	8.35	0.9	0.9	9.4%	8.00	
Financement spécialisé																			
ECN Capital	ECN	RS	0.78	281.1	2.79	12/2024	US 0.09	US 0.23	US 0.28	8.9	7.2	US 0.28	US 0.43	US 0.63	4.8	3.2	1.4%	5.00	
Element Fleet Management	EFN	RS	12.72	389.1	32.70	12/2024	US 1.12	US 1.23	US 1.40	19.4	17.0	US 6.76	US 7.04	US 7.46	4.6	4.4	1.6%	40.00	
goeasy	GSY	RS	2.51	16.8	149.47	12/2024	16.89	21.16	26.64	7.1	5.6	71.00	94.34	114.18	1.6	1.3	3.9%	235.00	↓
Brookfield Business Partners	BBU	RS	US 3.62	144.0	US 25.11	12/2024	-US 0.50	US 1.28	US 1.96	19.7	12.8	US 24.15	US 25.48	US 27.57	1.0	0.9	1.0%	US 33.00	↑
Power Corporation of Canada	POW	RM	34.33	646.3	53.11	12/2024	4.47	5.09	5.65	10.4	9.40	36.10	37.97	41.01	1.4	1.3	4.6%	55.00	
Bourses des valeurs																			
TMX Group	X	RM	15.41	277.7	55.47	12/2024	1.70	1.94	2.12	28.7	26.2	16.80	17.42	18.38	3.2	3.0	1.4%	55.00	
Assurance																			
Definity Financial Corp.	DFY	R	8.6	115.9	74.52	12/2024	2.66	R	R	R	R	30.76	R	R	R	R	1.0%	R	
Intact Financial Corp.	IFC	RS	55.53	178.4	311.35	12/2024	14.42	16.02	16.26	19.4	19.2	96.16	102.60	111.51	3.0	2.8	1.7%	341.00	↑
Trisura Group Ltd.	TSU	RS	1.92	47.6	40.44	12/2024	2.80	2.94	3.59	13.8	11.3	17.16	19.37	22.96	2.1	1.8		57.00	
Fairfax Financial Holdings	FFH	RS	51.35	22.0	2335.08	12/2024	US\$160.56	US\$180.37	US\$192.52	9.4	8.9	US 1081.23	US 1223.71	US 1409.04	1.4	1.2	0.9%	2700.00	
Gestion d'actifs																			
Fiera Capital Corp.	FSZ	R	0.59	107.4	5.50	12/2024	0.94	R	R	R	R	2.73	R	R	R	R	7.9%	R	
IGM Financial Inc.	IGM	RS	10.37	236.6	43.81	12/2024	3.95	4.29	4.73	10.2	9.3	33.29	34.92	37.43	1.3	1.2	5.1%	54.00	

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 :

Prashant Kamath: 416 869-8504

Nathan Po: 416 660-1740

Sélections

- › *Dexterra*
- › *DRI Healthcare*
- › *Dentalcorp*

Les caisses pleines pour poursuivre ses acquisitions grâce à une émission d'actions de \$320 millions

Le 15 mai, TerraVest a annoncé l'émission par prise ferme de 1,500,000 actions ordinaires, au prix de \$160.30/action, offre que la société a ensuite bonifiée à 1,740,000 actions ordinaires, pour un produit brut de base de \$278.9 millions. L'émission a été clôturée le 23 mai avec une option de surallocation de 15% exercée en totalité, entraînant l'émission de 261,000 actions ordinaires supplémentaires, pour 2,001,000 actions au total et un produit brut total de \$320.8 millions.

La baisse du ratio dette nette/BAIIA pro forma à environ 2.5x revigore le bilan

Bien que l'augmentation du nombre d'actions de 99% crée une dilution en amont, comme des signes clairs indiquent que les projets de F-A de la société sont nombreux (comme en témoigne la série de transactions qui a fait suite à celle d'Entrans) et que la société a la possibilité de déployer son capital de façon relative pour faire encore doubler la taille de ses activités d'ici cinq ans, nous pensons que cet effet ne sera que temporaire, le ratio dette nette/BAIIA pro forma devant baisser de 3.4x à environ 2.5x et revigorer le bilan en vue de nouvelles F-A ou occasions de croissance endogène. Nous intégrons à notre modèle une dilution du BPA net de 1.2%, car l'augmentation du nombre d'actions est en partie contrebalancée par la réduction de la charge d'intérêt résultant de la baisse des niveaux d'endettement.

Des plateformes en place pour une intégration parallèle

La dernière acquisition en date de TVK, Entrans, agit aussi comme une nouvelle plateforme opérationnelle venant renforcer la stratégie de F-A; la société détient une part de 50% sur le marché nord-américain des remorques-citernes (avec des capacités excédentaires en prime) et a fait une incursion sur le marché des remorques pour le transport de lourdes charges, un créneau mûr pour la consolidation pile dans le champ d'action de la direction. La plateforme décentralisée a déjà été mise à profit après la transaction, TVK ayant réalisé depuis trois autres acquisitions (LBT, Simplex, Tankcon) qui viennent s'ajouter aux plateformes d'Entrans et de Highland Tank, illustrant les capacités de la société capable de mener de front acquisitions et intégrations.

Doubler de taille en cinq ans

En s'appuyant sur la nouvelle plateforme opérationnelle d'Entrans et sur une poursuite de l'expansion dans tous les segments de la société, la direction ne voit aucun obstacle qui empêcherait TerraVest de doubler encore de taille à un horizon de cinq ans. Avec un effet de levier *pro forma* qui se situe à environ 2.5x, nous estimons que TVK peut facilement ajouter \$350-\$450 millions de ventes par année au moyen d'acquisitions tout en maintenant son ratio *pro forma* de la dette nette au BAIIA en dessous de 3x.

Cote Rendement supérieur, cours cible de \$205

Notre cours cible de \$205 repose sur un ratio VE/BAIIA 2027e de 12.5x, composé d'un ratio de base de 10.5x et d'une prime de croissance de 2x liée aux fusions-acquisitions, représentant l'ajout d'environ \$400 millions de ventes par année au moyen d'acquisitions (qui ne sont pas intégrées explicitement dans nos estimations) tout en maintenant un effet de levier *pro forma* inférieur à 3x grâce à une production solide de FTD. Notre cours cible implique un rendement des FTD de 5.1%, qui peut être recréé en appliquant à nos FTA un taux d'actualisation de 11.3%. Compte tenu de ses vastes perspectives en termes de fusions-acquisitions, de ses excellents antécédents d'intégration et de son talent certain pour alimenter sa croissance endogène grâce à des secteurs à faible croissance historiquement, nous attribuons à TVK la cote Rendement supérieur.

	Symb.	Cote du titre	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 6/2	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			Dern. Ex.	Ex1	Ex2						
ADENTRA	ADEN	RS	647.9	25.3	25.60	12/2024	2.99	2.24	2.83	8.3	6.6	184.3	168.7	181.6	6.0	5.3	2.3%	3.7	46.00	↓
Alaris Equity Partners Income Trust	AD	RS	832.3	45.5	18.28	12/2024	4.40	1.98	1.71	9.2	10.7	157.4	146.7	138.3	8.9	9.2	7.4%	3.3	25.00	
Boyd Group Services	BYD	RS	4,408.9	21.5	205.35	12/2024	1.44	0.53	4.67	282.8	32.1	334.8	346.8	481.2	13.0	9.7	0.3%	2.6	245.00	↓
Cascades	CAS	RM	891.9	101.4	8.80	12/2024	0.60	1.05	1.72	8.4	5.1	501.0	571.3	644.0	5.2	4.2	5.5%	3.4	10.00	↓
Chemtrade Logistics	CHE	RS	1,290.8	116.9	11.04	12/2024	1.80	1.60	1.57	6.9	7.0	470.8	460.4	478.5	5.0	4.7	6.3%	2.0	17.00	↑
Doman Building Materials	DBM	RS	737.4	87.4	8.44	12/2024	0.65	0.81	0.90	10.4	9.4	195.6	263.1	276.8	6.1	5.6	6.6%	4.0	10.50	↑
Dentalcorp Holdings	DNTL	RS	1,676.9	189.7	8.84	12/2024	0.43	0.53	0.64	16.7	13.8	284.8	319.3	355.6	9.7	8.7	1.1%	3.7	15.00	
Dexterra Group	DXT	RS	556.8	63.6	8.75	12/2024	0.58	0.71	0.78	12.3	11.2	107.4	110.0	112.7	5.7	5.2	4.0%	0.9	12.50	
DRI Healthcare Trust	DRI	RS	732.3	56.7	12.92	12/2024	2.18	1.76	1.77	5.4	5.3	156.6	159.2	138.1	5.7	5.9	4.3%	2.8	18.50	↑
GDI Integrated Facility Services	GDI	RM	748.2	23.6	31.77	12/2024	1.35	1.74	2.26	18.3	14.1	137.0	159.0	176.2	6.7	5.7	0.0%	2.2	41.50	
Jamieson Wellness	JWEL	RS	1,502.9	42.0	35.80	12/2024	1.62	1.97	2.61	18.2	13.7	141.0	159.3	184.9	11.6	9.8	2.3%	1.9	40.00	↑
KP Tissue	KPT	RM	89.6	10.0	8.97	12/2024	0.31	0.61	0.43	14.7	20.9	264.8	297.9	279.1	6.1	6.7	8.0%	4.0	9.50	↑
Matr	MATR	RS	606.2	63.0	9.63	12/2024	0.68	1.34	1.26	7.2	7.6	108.0	161.0	196.1	6.5	4.6	0.0%	2.9	14.00	↓
Richelieu Hardware	RCH	RM	1,918.7	56.0	34.28	11/2024	1.53	1.59	2.04	21.6	16.8	201.4	212.0	245.4	9.7	8.2	1.8%	1.2	37.50	
Rogers Sugar	RSI	RM	722.3	128.1	5.64	09/2024	0.56	0.51	0.50	11.1	11.3	141.6	146.9	148.1	7.6	8.5	6.4%	2.8	6.25	
Savaria Corporation	SIS	RS	1,369.1	71.9	19.05	12/2024	0.89	0.82	1.11	23.2	17.2	161.2	173.5	193.8	9.2	8.1	2.8%	1.3	24.00	
TerraVest Industries	TVK	RS	↑ 3,658.8	21.5	170.02	09/2024	3.29	5.81	8.33	29.3	20.4	189.6	268.3	349.9	17.3	12.8	0.4%	3.2	205.00	↑

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

Note: Données sur BYD, ADEN, et DHT en USD sauf cours et cours cible. KP Tissue: données de Kruger Products L.P. (KP Tissue détient une participation de 12.7% dans Kruger Products L.P.).

Source: Rapports des sociétés, FBN, LSEG



Richard Tse
Analyste
416 869-6690

Adjoints:
Amy Li: 437 423-3708
Mike Stevens: 416 869-7490



John Shao
Analyste
416 869-7938

Sélections

- › *Constellation Software (CSU)*
- › *Kinaxis (KXS)*
- › *Descartes Systems (DSG)*
- › *Kraken Robotics (PNG)*

Plus sélectif

Pour ce qui est de l'univers des titres que nous couvrons, nous pensons qu'il faudra être (encore plus) sélectif dans le choix des titres par rapport à ces dernières années compte tenu du contexte macroéconomique volatil persistant. Depuis le début de l'année (jusqu'au 2 juin, en cours de séance), l'indice S&P de la technologie de l'information, le Nasdaq 100 et l'indice S&P/TSX de la technologie de l'information ont dégagé des rendements respectifs de -1.11%, +1.96% et -0.18%, comparativement à +0.65% pour le S&P 500. Côté valorisation, bien que le secteur se négocie légèrement en dessous de sa moyenne historique, nous ne considérons pas que les titres du groupe sont bon marché. Dans ce contexte, nous préférons les titres défensifs qui présentent des bilans solides et des flux de trésorerie récurrents et adoptons un positionnement sélectif en faveur de titres aux positions relativement solides (et en amélioration) sur le marché. Au moment d'écrire ces lignes, nos titres favoris sont Constellation Software, Descartes, Kraken Robotics et Kinaxis.

- › **Constellation Software** reste l'un des titres de croissance les plus cohérents de notre univers de couverture – son principal moteur de croissance étant les acquisitions de logiciels de marchés verticaux qui ont donné naissance aux sociétés Topicus et Lumine; celles-ci ajoutent à la valeur des capitaux propres de Constellation, car on s'attend à ce que ces nouvelles entités déploient du capital plus rapidement que Constellation. Ainsi, bien que le rythme de déploiement de capitaux de Constellation ait ralenti, ces scissions ont fait croître de façon considérable la valeur boursière de Constellation. Compte tenu de cela, nous nous attendons à ce que la société procède à de nouvelles scissions cette année, ce qui serait à son avantage.
- › **Descartes Systems**. Nous considérons Descartes comme l'un des meilleurs intégrateurs au Canada, ayant prouvé sa capacité à acquérir et intégrer régulièrement des entreprises afin de dégager une solide croissance de son chiffre d'affaires, de sa rentabilité et des flux de trésorerie disponibles. Alors que le contexte commercial mondial devient de plus en plus complexe, nous pensons que la société est bien positionnée pour tirer parti de la demande actuelle du marché qui exige une meilleure visibilité de la chaîne d'approvisionnement.
- › **Kraken Robotics**. Nous avons récemment commencé à couvrir Kraken Robotics, société de technologie marine qui fournit des systèmes de capteurs et d'énergie sous-marins. Kraken nous semble bien positionnée pour monétiser ses produits et services à la pointe sur le marché tout en capitalisant sur les fortes tendances du secteur qui prise la précision et l'automatisation.

Symb.	Cote du titre	Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 6/2	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			12 mois	Δ	
							Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2					
Alithya Group Inc.*	ALYA	RM	170	96.4	1.76	2024	0.14	0.18	0.10	9.8	17.1	35.5	40.5	44.8	6.9	6.2	1.83	41%	2.00		
Altus Group Limited	AIF	RM	2,515	45.9	54.77	2024	1.39	1.58	2.21	34.6	24.8	120.5	102.2	137.4	27.6	20.5	19.1	15%	60.00		
Blackline Safety Corp.*	BLN	RS	639	82.2	7.77	2024	(0.13)	(0.02)	0.10	NMF	NMF	(2.4)	6.3	16.2	91.8	35.7	1.0	11%	7.50		
CGI Inc.	GIB.A	RS	33,674	227.2	148.22	2024	7.62	8.34	9.02	17.8	16.4	2,952.6	3,199.8	3,423.3	10.5	9.8	44.8	27%	185.00		
Computer Modelling Group Ltd.*	CMG	RS	581	83.1	6.76	2024	0.27	0.30	0.32	23.3	22.0	43.7	42.0	43.0	12.8	12.5	1.0	0%	10.00	↓	
Constellation Software Inc.	CSU	RS	103,190	21.2	4,869.42	2024	84.04u	90.64u	105.83u	38.8	33.3	2,691.0u	3,126.7u	3,669.8u	24.5	20.8	171.8	54%	5500.00		
Coveo Solutions Inc.	CVO	RS	677	96.0	7.06	2024	0.07u	0.01u	0.10u	NMF	NMF	1.0u	(0.0u)	9.2u	NMF	39.7	1.3	0%	8.50	↑	
Descartes Systems Group*	DSG	RS	9,966u	87.1	114.40u	2024	1.34u	1.70u	1.97u	NMF	NMF	247.5u	317.5u	317.5u	30.6	30.6	15.1	0%	135.00u		
Docebo Inc.	DCBO	RM	↓	831u	30.9	26.87u	2024	1.04u	1.09u	1.35u	24.7	20.0	33.6u	42.4u	53.7u	17.4	13.8	1.7	0%	35.00u	↓
D2L Inc.*	DTOL	RS	818	55.8	14.66	2024	0.43u	0.50u	0.66u	21.3	16.2	28.1u	33.0u	41.6u	10.8	8.6	1.5	0%	20.00		
Kinaxis Inc.	KXS	RS	5,666	28.8	196.80	2024	2.27u	3.48u	4.22u	NMF	46.7	106.1u	130.9u	156.8u	28.9	24.1	14.3	0%	225.00		
Kraken Robotics *	PNG	RS	692	269.4	2.57	2024	0.09	0.04	0.08	NMF	31.6	20.7	26.1	41.1	17.5	11.1	0.0	0%	3.00		
Lightspeed Commerce Inc.	LSPD	RM	1,608u	152.1	10.57u	2024	0.45u	0.54u	0.73u	19.6	14.4	53.7u	70.5u	100.2u	NMF	10.5	10.9	0%	13.00u		
Open Text Corporation	OTEX	RM	7,453u	263.8	28.25u	2024	4.17u	3.69u	4.25u	7.7	6.6	1,970.2u	1,740.8u	1,908.1u	7.2	6.6	15.6	61%	34.00u		
Pivotree Inc.*	PVT	RM	34	28.2	1.20	2024	(0.24)	0.05	0.11	24.3	10.7	1.4	6.7	8.9	4.1	3.1	1.7	0%	1.75		
Real Matters Inc.	REAL	RM	423	74.0	5.71	2024	0.03u	0.02u	0.11u	NMF	NMF	1.9u	(0.6u)	11.1u	NMF	23.4	1.5	0%	7.00		
Shopify Inc.	SHOP	RS	138,748u	1295.4	107.11u	2024	1.25u	1.52u	1.84u	NMF	NMF	1,523.0u	1,871.1u	2,324.0u	71.2	57.3	8.5	0%	120.00u		
Tecsys Inc*	TCS	RS	653	14.9	43.71	2024	0.12	0.32	0.86	NMF	NMF	9.6	13.1	20.7	48.3	30.5	4.0	0%	50.00		
TELUS Digital Experience	TIXT	RS	↑	791u	276.0	2.87u	2024	0.41u	0.33u	0.48u	8.6	5.9	481.0u	402.1u	445.1u	5.3	4.8	7.1	43%	3.50u	↑
Thinkific Labs Inc.	THNC	RS	177	69.3	2.55	2024	(0.01)u	0.06u	0.04u	NMF	NMF	(3.0)u	2.8u	3.7u	27.3	20.6	0.6	0%	3.75		

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

u = dollars US

Source: 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

—
Adjointe :
Melissa Deane : 416 864-7001

Sélections

- › Northland Power
- › Boralex
- › Hammond Power

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. En outre, alors que l'incertitude des impacts liés aux droits de douane plane sur les fabricants exposés aux ventes aux États-Unis, HPS.A subit aussi des pressions; cependant, sans changement dans les perspectives de la demande d'électrification, nous pensons que l'impact ne sera que temporaire. Nos titres favoris sont NPI, BLX et HPS.A.

▶ Northland Power Inc. (NPI : TSX; Rendement supérieur; cours cible de \$30) :

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 3.2 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. En 2023, 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 d'environ 15% et 9% respectivement pour ces projets, et il est possible d'améliorer les rendements après l'entrée en service commerciale par des refinancements. Les projets devraient officiellement entrer 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. NPI a récemment nommé Christine Healy au poste de cheffe de la direction, avec prise d'effet dès le 20 janvier 2025; elle apporte à la société une vaste expérience. Nous pensons que cette nomination fera disparaître les craintes connexes qui pénalisaient le cours de l'action. Notre cours cible est fondé sur des FTA à long terme établis par l'application d'un coût des capitaux propres de 9.0%.

▶ Boralex Inc. (BLX : TSX; Rendement supérieur; cours cible de \$42) :

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 6.8 GW). À court terme, BLX a soumissionné pour 590 MW de projets d'énergie solaire à New York, dont l'issue pourrait être connue dès 2025E. BLX a clôturé le T1 2025 avec environ \$504 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%.

Technologies propres et développement durable

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

▣ **Hammond Power (HPS.A: TSX; Rendement supérieur; cours cible de \$140) :**

Hammond Power Solutions a des installations de production en Amérique du Nord et en Inde et détient une part dominante du marché des transformateurs à sec en Amérique du Nord (marché fragmenté d'environ \$3 milliards). Le chiffre d'affaires a augmenté de plus de 100% ces dernières années, parallèlement à la demande de ses produits, et le marché devrait continuer de croître de plus de 10% par an. La croissance provient des marchés résidentiel, commercial, industriel et du transport, et est soutenue par des facteurs favorables sectoriels provenant du rapatriement des chaînes de fabrication, de l'électrification et de la demande grandissante de centres de données. La société élargit également son offre de produits liés à la qualité de l'électricité. Maintenant que son programme en immobilisations de \$80 millions est en grande partie achevé, HPS a augmenté sa capacité de chiffre d'affaires à environ \$1.0 milliard, avec une capacité supplémentaire d'environ \$120 millions qui devrait être achevée d'ici la fin de l'année. Cette capacité supplémentaire réduit les délais d'exécution et ouvre la voie à la conclusion de nouveaux contrats, notamment pour des projets de plus grande envergure (susceptibles de dégager des marges plus importantes). La plus récente annonce d'expansion des capacités de HPS se concentre sur ses produits sur mesure, dont les marges ont tendance à être plus élevées (et qui représentent actuellement environ 52% des ventes). Avec un ratio d'endettement d'environ 0.2 fois le BAIIA, nous pensons que HPS pourrait aisément supporter une dette de \$175 à \$200 millions (soit environ 1.5 fois le BAIIA), pour favoriser la poursuite de la croissance endogène et faciliter les fusions-acquisitions. Les menaces de droits de douane sur les intrants et les produits finis importés du Canada et du Mexique vers les États-Unis pourraient entraîner une certaine volatilité du chiffre d'affaires et du bénéfice, mais HPS note qu'elle peut tirer parti de sa présence en Amérique du Nord pour modérer cet impact, qui ne devrait être que transitoire à mesure que l'entreprise honore son carnet de commandes.

Symb.	Cote du titre	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 6/2	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B			Ventes par action			C/V Ex1 Ex2	Valeur compt.	Ratio d'endet.	Cours cible		
						(A) Dern. Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	(A) Dern. Ex.	est. Ex1	est. Ex2	12 mois				Δ		
Technologie énergétique																				
5N Plus	VNP	RS	712.0	89	8.00	12/2024	0.12u	0.20u	0.24u	27.6	22.9	2.74u	3.18u	3.60u	2.5	2.2	0.99u	0.34	9.00	↑
Algonquin Power	AQN	RS	4,113.6	766	5.37u	12/2023	0.53u	0.37u	0.34u	14.5	15.8	3.91u	3.28u	3.17u	1.6	1.7	9.60u	0.48	6.75u	↑
Ballard Power Systems	BLDP	RM	383.2	299	1.28u	12/2023	(0.59)u	(0.49)u	(0.37)u	nmf	nmf	0.34u	0.27u	0.31u	4.7	4.1	3.31u	0.03	2.00u	↓
Boralex	BLX	RS	3,245.4	103	31.58	12/2024	0.76	0.82	0.72	38.5	43.9	9.92	8.20	8.61	3.9	3.7	19.70	0.52	42.00	↓
Brookfield Renewable	BEP	RS	15,723.5	663	23.71u	12/2024	0.00u	0.00u	0.00u	nmf	nmf	4.25u	4.99u	5.29u	4.8	4.5	24.27u	0.35	30.00u	↓
Exro Technologies	EXRO	RI	47.2	525	0.09	12/2023	(0.30)u	(0.16)u	(0.06)u	nmf	nmf	0.03u	0.05u	0.18u	1.8	0.5	0.16u	9.30u	0.16	↓
Hammond Power Solutions	HPSa	RS	1,189.0	12	100.02	12/2023	5.34	5.21	6.33	19.2	15.8	59.67	65.79	75.00	1.5	1.3	19.40	0.10	140.00	↓
Innergex	INE	AO	2,789.7	203	13.71	12/2024	(0.52)	0.01	0.25	nmf	54.8	5.10	5.05	5.92	2.7	2.3	7.30	0.84	13.75	↓
NanoXplore	GRA	RM	394.1	171	2.31	06/2024	(0.07)	(0.03)	0.06	nmf	38.5	0.76	0.86	1.20	2.7	1.9	0.63	0.16	2.80	↓
Northland Power	NPI	RS	5,214.7	258	20.22	12/2024	(0.70)	1.00	1.64	20.2	12.3	8.84	9.28	9.48	2.2	2.1	18.59	0.60	30.00	↓
Polaris Renewable	PIF	RS	255.3	21	12.10	12/2024	0.56	0.28	0.22	43.2	55.0	3.72	3.62	4.24	3.3	2.9	12.76	0.25	21.00	↓

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

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

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

u = dollars US

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

—

Adjoints :Ahmed Abdullah, CFA: 514 879-2564
Bilal Khan: 416 869-8047**Sélections**

- › BCE
- › Cineplex
- › Spin Master

BCE**Un nouveau discours en 2025 avec une baisse du dividende et d'autres initiatives :**

Les résultats du T1 sont tombés le 8 mai; il était primordial pour la société, en abordant la période de publication des résultats, qu'elle ajuste son dividende et son discours global, qui était devenu plutôt dépassé. Les difficultés persistent et l'équipe de direction a fort à faire pour redresser la barre et renouer avec la croissance, mais une réduction du dividende très tardive a finalement été annoncée (-56% sur un dividende annuel de \$1.75, suppression de la réduction accordée dans le cadre du RRD), les économies sur les coûts de transformation projetés d'ici 2028 ont été relevées de \$1 milliard à \$1.5 milliard (\$500 millions d'économies réalisées entre 2022 et 2024), la nouvelle division Ateko a été lancée et devrait faire croître les revenus tirés des solutions de technologie d'entreprise d'environ \$250 millions aujourd'hui à \$1 milliard d'ici 2030, et un partenariat stratégique a été annoncé avec PSP pour minimiser les risques liés à l'incursion aux États-Unis après la clôture de l'acquisition de Zply Fiber au deuxième semestre de 2025. L'opération Zply/PSP implique la création de Network FiberCo (NFC), qui sera détenue à 51% par PSP et à 40% par Zply dans le cadre d'une structure de financement hors bilan. Au moment de son acquisition par Bell, Zply devrait avoir 1.5 million de clients connectés à la fibre, un chiffre qui pourrait monter à 2.0 millions compte tenu de son réseau de fibre sur ligne cuivre. Bell a prévu que plus de 3 millions de clients Zply soient connectés à la fibre d'ici la fin de 2028, et que NFC aide à financer environ 1 million de raccordements à la fibre dans les quatre États de la côte Pacifique nord-ouest où Zply est implantée, avec des perspectives de monter à 6 millions. Bell situe désormais son ratio d'acquisition VE/BALIA 2025E de Zply plus proche de 13x, alors qu'il se trouvait au départ à 14.3x, s'attend à un rendement d'investissement de plus de 20% de Zply/NFC et considère PSP comme un partenaire clé dans la minimisation des risques liés à l'expansion de son empreinte fibre aux États-Unis. NFC devrait faire croître les FTD de BCE de plus de \$1 milliard (2026-2028), et l'intensité capitalistique devrait maintenant s'établir autour de 14.5% en 2026 au lieu de 16.5% environ, avant de retomber une fois que Zply aura connecté à la fibre les 500,000 clients restants sur son réseau sur ligne cuivre. L'effet de levier pourrait chuter de 24 pb t/t, à 3.56x grâce à l'émission d'obligations hybrides en février et en mars, qui ont totalisé \$4.4 milliards. L'effet de levier avait été projeté à environ 3.5x à la fin de 2027 et à près de 3.0x d'ici 2030. La vente de la participation de 37.5% dans MLSE (produit brut de \$4.7 milliards, produit net de \$4.2 milliards) est attendue cet été. La clôture de la vente de Northwestel pour un montant pouvant atteindre \$1 milliard est toujours attendue en 2025, alors que des efforts sont engagés désormais pour céder deux actifs non essentiels (Maison intelligente et postes radio mobiles bidirectionnels).

Symb.	Cote du titre	Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 6/2	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B		BAIIA (M\$)			VE/BAIIA		Valeur compt.	Ratio d'endet.	Cours cible	
							(A) Dernier Ex	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	(A) Dernier Ex	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2			12 mois	Δ
Radiodiffusion et divertissement																				
Cineplex Inc.	CGX	RS	743	63.4	11.72	12/2024	(0.59)	0.60	1.24	19.4	9.4	93.3	163.8	195.5	8.5	6.6	-1.17	1.11	13.50	
Corus Entertainment Inc.	CJR.b	RI	19	199.4	0.10	08/2024	0.06	(0.26)	(0.33)	NM	NM	283.4	155.2	119.1	6.9	8.7	-2.14	1.67	0.01	
WildBrain Ltd.	WILD	RM	454	212.3	2.14	06/2024	(0.19)	(0.45)	0.05	-4.7	45.7	87.6	92.0	90.4	10.1	9.9	-0.39	1.23	1.75	
Spin Master Corp.	TOY	RS	↑ 2,407	101.9	23.62	12/2024	2.05	2.38	2.87	7.2	6.0	463.6	407.1	478.3	5.1	4.3	13.38	0.13	29.00	↑
Stingray Group Inc.	RAY.a	RS	569	68.0	8.37	03/2024	0.79	0.87	1.07	9.6	7.9	114.1	125.9	139.2	7.6	6.6	3.91	0.60	11.50	
TVA Group Inc.	TVA.b	RI	↓ 35	43.2	0.80	12/2024	(0.32)	(0.43)	(0.14)	NM	NM	11.1	-0.7	16.4	NM	6.6	7.34	0.20	0.25	↓
Emballage, impression et édition																				
AirBoss of America Corp.*	BOS	RM	119	27.1	4.40	12/2024	(0.46)	(0.00)	0.10	NM	33.0	21.9	29.5	30.5	6.5	6.0	4.61	0.46	5.00	
CCL Industries Inc.*	CCL.b	RS	13,961	175.6	79.49	12/2024	4.32	4.60	4.89	17.3	16.3	1497.1	1592.2	1672.3	9.5	8.8	31.07	0.24	94.00	
Thomson Reuters Corp.	TRI	RS	121,847	450.5	270.47	12/2024	3.77	3.86	4.43	51.1	44.5	2779.0	2907.4	3188.2	30.9	27.8	27.29	0.12	286.00	
Transcontinental Inc.	TCL.a	RS	1,791	83.6	21.42	10/2024	2.34	2.46	2.59	8.7	8.3	469.4	461.6	462.1	5.1	4.7	23.47	0.27	23.00	↑
Winpak Ltd.*	WPK	RS	2,800	61.7	45.37	12/2024	2.35	2.18	2.62	15.2	12.6	240.8	225.9	263.7	7.4	6.0	20.55	-0.36	52.00	
Vente au détail																				
Leon's Furniture Ltd.*	LNF	RS	1,935	68.2	28.38	12/2024	2.20	2.18	2.25	13.0	12.6	298.6	318.7	327.8	6.3	5.8	16.73	0.08	34.00	
Publicité et marketing																				
VerticalScope Holdings Inc.	FORA	RM	91	21.8	4.15	12/2024	(0.00)	(0.06)	0.11	NM	NM	29.8	21.0	24.1	4.5	3.3	3.74	0.32	8.00	↓
Yellow Pages Ltd.	Y	RM	154	13.8	11.20	12/2024	1.92	1.68	1.41	6.7	7.9	50.8	41.7	35.0	2.1	2.1	3.91	-0.82	11.00	
Télécommunications																				
BCE Inc.	BCE	RS	27,843	912.3	30.52	12/2024	3.04	2.74	2.35	11.1	13.0	10589.0	10546.2	10695.6	6.6	6.5	15.03	0.73	35.00	↓
Cogeco Communications Inc.	CCA	RS	2,904	42.3	68.70	08/2024	9.35	7.94	7.86	8.7	8.7	1442.3	1447.4	1458.0	5.7	5.5	75.15	0.57	85.00	
Quebecor Inc.	QBR.b	RM	9,166	232.2	39.47	12/2024	3.21	3.69	3.86	10.7	10.2	2367.5	2366.8	2419.6	6.9	6.4	9.62	0.77	38.00	
Rogers Communications Inc.	RCL.b	RS	19,784	538.0	36.77	12/2024	5.04	4.73	4.84	7.6	7.6	9617.0	9768.0	10000.0	7.3	7.0	19.75	0.80	52.00	
Telus Corp.	T	RM	34,005	1504.0	22.61	12/2024	1.04	1.12	1.24	20.2	18.2	7333.0	7550.5	7862.1	8.5	8.1	10.31	0.63	22.00	↑

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, TOY et WPK estimations en dollars US\$, autres données en CA\$.
*BOS, CCL.B, WPK et LNF sont couverts par Ahmed Abdullah.

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

- › [Exchange Income](#)
- › [Mullen Group](#)
- › [Cargojet](#)

Analyse approfondie des facteurs de croissance à long terme du transport intermodal international pour CN et CPKC

Le transport intermodal international est un segment important pour CN (Rendement supérieur, cours cible de \$170.00) et CPKC (Rendement moyen, cours cible de \$117.00). Pour CN, il s'agit de sa plus importante unité, qui représente environ 22% de son chiffre d'affaires total, le transport intermodal international comptant pour 13% du chiffre d'affaires de la société. Pour CPKC, le segment intermodal représente 18% du chiffre d'affaires total et le transport intermodal international, 8%. Nous examinons ci-dessous les facteurs clés de l'évolution des flux commerciaux, l'impact des changements dans les alliances de transport maritime et les plans d'expansion des ports qui pourraient se répercuter sur les réseaux de transport intermodal de CN et CPKC.

▶ Les droits de douane pourraient remodeler les flux commerciaux

Les droits de douane américains, s'ils sont maintenus sur le long terme à des niveaux très élevés, pourraient ralentir les importations de conteneurs en Amérique du Nord et stimuler le secteur de la fabrication aux États-Unis et potentiellement au Mexique (selon les accords commerciaux futurs). Si ce scénario à long terme se confirme, CPKC devrait être la mieux positionnée des deux compagnies ferroviaires canadiennes, étant mieux implantée sur le marché américain et compte tenu également de la plus grande probabilité selon nous que la fabrication à moindre coût se réoriente vers le Mexique. En revanche, s'il s'observe une normalisation des relations commerciales clés entre les États-Unis et le reste du monde, nous nous attendons alors à une croissance régulière des importations en provenance des pays asiatiques et à destination des ports canadiens, qui profitera aux deux compagnies ferroviaires, même si CN aurait probablement plus à y gagner compte tenu de sa franchise plus importante de transport intermodal international. Une accélération du transfert de production hors de Chine vers des pays d'Asie du Sud pourrait réacheminer plus d'importations vers les ports de l'est du pays tels que Halifax et Saint John, où CN est légèrement mieux positionnée selon nous. Si les processus de fabrication, en particulier les activités d'assemblage final, se réorientent vers le Mexique, CPKC serait alors la compagnie ferroviaire la mieux positionnée.

▶ Les expansions de port soutiennent la croissance

Les projets d'expansion de ports sont un facteur clé de la croissance du transport intermodal international pour les compagnies ferroviaires canadiennes, et CN autant que CPKC devrait profiter à terme des projets d'expansion de grands ports présentant des capacités de manutention de conteneurs au Canada et au Mexique. CN devrait observer une croissance durable à Prince Rupert, Halifax et au port de Montréal, tandis que CPKC devrait tirer parti d'une croissance accrue à Saint John et Lazaro Cardenas au Mexique.

▶ Des changements positifs dans les alliances de transport maritime pour CN et CPKC

Les principales compagnies de transport maritime par conteneurs ont toujours fonctionné dans le cadre d'une structure d'alliances, bien que certaines d'entre elles exploitent également des axes en dehors de telles structures. Suite à un récent bouleversement dans l'adhésion aux alliances en février de cette année, il subsiste trois alliances majeures avec un certain nombre d'autres compagnies de transport maritime fonctionnant de façon indépendante (dont MSC, la plus grande compagnie de transport de conteneurs au monde). L'un des changements les plus notables est la création d'une nouvelle alliance entre Hapag-Lloyd et Maersk appelée Gemini Cooperation. Ce nouveau réseau a pour objectif de fournir un service de qualité supérieure avec une fiabilité dans le respect du planning et des horaires de plus de 90%, parmi les meilleures du secteur. Le service de Gemini Cooperation entre l'Asie et l'Amérique du Nord inclura des escales à Vancouver (en partenariat avec CPKC) et à Prince Rupert (CN), ainsi qu'à Lazaro Cardenas au Mexique (CPKC), tandis que le réseau Europe-Amérique du Nord desservira le port de Saint John (CPKC). CN et CPKC devraient toutes deux bénéficier d'un certain transfert de parts de marché grâce à cette nouvelle alliance si celle-ci réussit à proposer une offre haut de gamme. Les premiers indicateurs montrent que les deux compagnies ferroviaires tirent profit de cette évolution dans la structure mondiale des alliances maritimes.

Transport et produits industriels

	Symb.	Cote du titre	Actions e.c. (M)	Cours 6/2	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		Ex1	Ex2	12 mois	Δ
Air Canada	AC	RS	330	18.89	6,234	12/2024	3.55	1.87	2.17	10.1x	8.7x	3,586	3,257	3,650	3.4x	3.0x	86%	24.00	↑		
Andlauer Healthcare Group Inc.	AND	AO	40	53.42	2,129	12/2024	1.58	1.85	2.00	28.9x	26.7x	165	172	186	13.3x	12.3x	24%	55.00			
Bombardier Inc.	BBD.b	RS	100	93.77	9,404	12/2024	u5.16	u6.34	u8.00	10.5x	8.3x	u1,360	u1,525	u1,639	7.4x	6.8x	na	115.00	↑		
BRP Inc.	DOO	RM	74	61.04	4,487	01/2025	4.85	3.61	5.29	16.9x	11.5x	1,058	981	1,161	7.3x	6.2x	85%	66.00	↑		
CAE Inc.	CAE	RS	↑ 321	36.84	11,829	03/2025	1.21	1.30	1.59	28.3x	23.1x	1,147	1,246	1,351	11.6x	10.7x	39%	43.00	↑		
Canadian National Rail	CNR	RS	628	143.79	90,343	12/2024	7.10	7.79	8.48	18.5x	16.9x	8,139	8,803	9,340	12.7x	12.0x	49%	170.00			
Canadian Pacific Kansas City Ltd.	CP	RM	934	111.54	104,212	12/2024	4.25	4.76	5.32	23.4x	21.0x	7,079	7,873	8,446	16.1x	15.0x	31%	117.00	↓		
Cargojet Inc.	CJT	RS	16	91.15	1,425	12/2024	5.32	5.62	6.13	16.2x	14.9x	331	342	369	6.7x	6.2x	52%	121.00			
Chorus Aviation Inc.	CHR	RS	27	20.81	559	12/2024	1.04	2.11	1.48	9.9x	14.1x	212	202	169	4.3x	5.1x	40%	29.00	↑		
Exchange Income Corporation	EIF	RS	52	57.34	2,960	12/2024	2.99	3.64	4.14	15.8x	13.8x	628	702	753	7.4x	6.9x	60%	73.00			
Mullen Group Ltd.	MTL	RS	87	14.16	1,239	12/2024	1.36	1.15	1.38	12.3x	10.2x	332	339	379	6.2x	5.5x	46%	17.50	↓		
NFI Group Inc.	NFI	RS	119	14.97	1,782	12/2024	-u0.03	u0.58	u1.13	19.3x	10.0x	u214	u332	u398	7.4x	6.2x	56%	19.00			
Transat A.T. Inc.	TRZ	RI	39	1.63	64	10/2024	-3.53	-2.50	-1.63	na	na	194	285	310	7.6x	6.9x	na	1.50			
TFI International Inc.	TFII	RS	84	116.44	9,802	12/2024	u5.75	u4.53	u5.96	18.0x	13.6x	u1,294	u1,166	u1,288	8.4x	7.6x	53%	138.00			

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

Succursales

Ancaster • 911, Golf Links Road, Suite 201, Ancaster, ON, L9K 1H9 • 905-648-3813
Baie-Comeau • 600, Boul. Lafèche, bureau 340-B, Baie-Comeau, QC, G5C 2X8 • 418-296-8838
Barrie • 126 Collier Street, Barrie, ON, L4M 1H4 • 705-719-1190
Beauce • 11333, 1^{re} Avenue, bureau 200, Saint-Georges, QC, G5Y 2C6 • 418-227-0121
Bellevue West Van • Suite #209, 1455 Bellevue Avenue, West Vancouver, BC, V7T 1C3 • 604-925-3734
Berthierville • 779, rue Notre-Dame, Berthierville, QC, J0K 1A0 • 450-836-2727
Bin-Scarth • 24 Binscorth Rd, Toronto, ON, M4W 1Y1 • 416-929-6432
Brampton • 10520 Torbram Road (at Sandalwood Parkway), Brampton, ON, L6R 2S3 • 905-456-1515
Brandon • 633-C, 18th Street, Brandon, MB, R7A 5B3 • 204-571-3200
Calgary • 239 8th 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, 2nd 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 410, 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, 6th Street South, Lethbridge, AB, T1J 2C9 • 403-388-1900
Lévis • 1550, boulevard Alphonse-Desjardins, Bureau 110, Lévis, QC, G6V 0G8 • 418-838-0456
London Pall Mall • 256 Pall Mall Street, Suite 201, London, ON, N6A 5P6 • 519-439-6228
London-City Centre • 802-380 Wellington Street, London, ON, N6A 5B5 • 519-646-5711
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^e étage, Mont-Tremblant, QC, J8E 3J9 • 450-569-3440
Montréal International • 1, Place Ville-Marie, Bureau 1700, Montréal, QC, H3B 2C1 • 514-879-5576
Montréal L'Acadie • 9001, boulevard de l'Acadie, Bureau 802, Montréal, QC, H4N 3H5 • 514-389-5506
North Bay • 680 Cassells Street, Suite 101, North Bay, ON, P1B 4A2 • 705-476-6360
Oakville • 305 Church Street, Oakville, ON, L6J 7T2 • 905-849-3558
Oshawa • 575 Thornton Road North, Oshawa, ON, L1J 8L5 • 905-433-0210
Ottawa • 50 O'Connor Street, Suite 1602, Ottawa, ON, K1P 6L2 • 613-236-0103
Outremont • 1160, boulevard Laurier Ouest, App. 1, Outremont, QC, H2V 2L5 • 514-276-3532
Owen Sound • 1717 2nd Ave. E., Suite 202, Owen Sound, ON, N4K 6V4 • 519-372-1277
Peterborough • 201 George Street North, suite 401, Peterborough, ON, K9J 3G7 • 705-740-1110
Plessisville • 1719, rue St-Colixte, Plessisville, QC, G6L 1R2 • 819-362-6000
Kirkland • 16,766 Route Transcanadienne, bureau 503, Kirkland, QC, H9H 4M7 • 514-426-2522
PVM Montréal • 1, Place Ville-Marie, Bureau 1700, Montréal, QC, H3B 2C1 • 514-879-5200
Québec • 500, Grande-Allée Est, Bureau 400, Québec, Qc, G1R 2J7 • 418-649-2525

Québec - Sainte-Foy • Place de la Cité, 2600, boulevard Laurier, Bureau 700, Québec, QC, G1V 4W2 • 418-654-2323
Red Deer • 4719 48th Avenue, Suite 200, Red Deer, AB, T4N 3T1 • 403-348-2600
Regina • 2075, Prince Of Wales Drive, Suite 305, Regina, SK, S4V 3A3 • 306-781-0500
Repentigny • 492, rue Notre-Dame, Repentigny, Québec, J6A 2T7 • 450-582-7001
Richmond • 135-8010 Saba Road, Richmond, BC, V6Y 4B2 • 604-658-8050
Richmond Hill • 9130 Leslie Street, Suite 200, Richmond Hill, ON, L4B 0B9 • 416-753-4016
Rimouski • 127, boulevard René-Lepage Est, Bureau 100, Rimouski, QC, G5L 1P1 • 418-721-6767
Rivière-du-Loup • 10, rue Beaubien, Rivière-du-Loup, QC, G5R 1H7 • 418-867-7900
Rouyn-Noranda • 104, 8^e rue, Rouyn-Noranda, QC, J9X 2A6 • 819-762-4347
Saint John • 69 King Street, 2nd floor, St-John, NB, E2L 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 • 1308, 8th Street East, Saskatoon, Saskatchewan, S7H 0S8 • 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^e avenue, Val d'Or, QC, J9P 1T1 • 819-824-3687
Valleyfield • 1356, boulevard Monseigneur-Langlois, Valleyfield, QC, J6S 1E3 • 450-370-4656
Vancouver - PB1859 • 1076 Alberni Street, Suite 201, Vancouver, BC, V6A 1A3 • 778-783-6420
Vancouver 1 • 475 Howe Street, Suite 3000, Vancouver, BC, V6C 2B3 • 604-623-6777
Victoria • 700-737 Yates Street, Victoria, BC, V8W 1L6 • 250-953-8400
Victoriaville • 650, boulevard Jutras Est, Bureau 150, Victoriaville, QC, G6S 1E1 • 819-758-3191
Waterloo • 116-85 Willis Way, Waterloo, ON, N2J 0B9 • 519-742-9991
White Rock • 2121 160th Street, Surrey, BC, V3Z 9N6 • 604-541-4925
Windsor • 1 Riverside Drive West, Suite 600, Windsor, ON, N9A 5K3 • 519-258-5810
Winnipeg • 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 55th Street, 31st Floor
New York, NY 10022
Tél.: 212-632-8610

National Bank of Canada Financial Inc.

New York

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

Membre de

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

Bureaux corporatifs

Montréal Financière Banque Nationale

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

Toronto National Bank Financial

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

Calgary National Bank Financial

Bankers Court
2nd Street SW
Calgary, AB T2P 1B8
403-462-0677

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.

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

FBN est membre du Fonds canadien de protection des épargnants.

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

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

Les présents renseignements ne doivent être communiqués qu'aux contreparties admissibles et clients professionnels du Royaume-Uni au sens des règles de la Financial Conduct Authority. FBN est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority au Royaume-Uni, et à son siège social au 70 St. Mary Axe, London, EC3A 8BE. FBN n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority ou par la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni.

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

Résidents de l'UE : En ce qui concerne la distribution de ce rapport dans les États membres de l'Union européenne (« UE ») et de l'Espace économique européen (« EEE ») par NBC Paris, le contenu de ce rapport est uniquement à titre informatif et ne constitue pas un conseil en investissement, une recherche en investissements, une analyse financière ou toute autre forme de recommandation générale concernant les transactions sur instruments financiers au sens de la Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 (« MIF 2 »). Ce rapport est destiné uniquement aux investisseurs professionnels et aux contreparties éligibles au sens de la directive MIF 2 et son contenu n'a pas été revu ou approuvé par une autorité de l'UE/EEE. NBC Paris est une entreprise d'investissement agréée par l'Autorité de Contrôle Prudential et de Résolution (« ACPR ») pour fournir des services d'investissement en France et a passé ses services d'investissement dans l'ensemble de l'UE/EEE au titre de la libre prestation de services et a son siège social au 8 avenue Percier, 75008 Paris, France. BNC Marchés financiers, filiale de la Banque Nationale du Canada, est une marque de commerce utilisée par NBC Paris SA. FBN n'est pas agréée pour la fourniture de services d'investissement au sein de l'UE/EEE.

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 NBCFI.

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 ou 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 auriez subie en vous en fondant sur ces informations.

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

Des conflits d'intérêts concernant NBCFMA ou les activités de membres de son groupe sont possibles. Ces activités et intérêts comprennent des intérêts multiples en termes de conseils, transactionnels et financiers, dans les valeurs mobilières et instruments qui peuvent être 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 ou sein du groupe de la Banque Nationale du Canada, y compris la Banque Nationale du Canada et Financière Banque Nationale inc., n'est titulaire d'un permis de la SFC ni n'est inscrite auprès de la SFC. Par conséquent, ces entités et leurs employés ne sont pas autorisés à ni n'ont l'intention de : (i) se livrer à une activité réglementée à Hong Kong; (ii) se présenter comme s'ils se livraient à une activité réglementée à Hong Kong; (iii) ni commercialiser activement leurs services auprès du public de Hong Kong.

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