

Avril 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  
Marc Ferrari

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

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

## 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

## 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  
*Adjoint :*  
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

## Publications

Vanda Bright 416 869-7141  
Directrice  
Wayne Chau 416 869-7140  
Associé publications

## Renseignements

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

# Table des matières



Points saillants .....	4
L'économie .....	6
Taux d'intérêt et marché obligataire . . . .	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
› Liste alphabétique des sociétés .....	73

# Points saillants

## Économie

### MONDE

- Les semaines écoulées depuis la dernière édition de ce mensuel ont été émaillées de rebondissements sur la scène internationale. Après avoir concentré son attention sur trois de ses plus importants partenaires commerciaux (le Canada, le Mexique et la Chine) en début de mandat, l'administration américaine a considérablement élargi son champ d'action protectionniste, tirant salve après salve sur le système d'échange international.
- Aucun pays ne sera complètement épargné par les plus récents développements, mais certains s'en sortiront moins bien que d'autres. À commencer par les États-Unis, où une hausse vertigineuse du droit de douane moyen entraînera sans doute une augmentation marquée de l'inflation de base et une décélération de la croissance en deçà de son potentiel au second semestre.
- Les économies hautement dépendantes des exportations de biens vers les États-Unis sont évidemment également à risque, tout comme celles exposées aux variations du prix des ressources naturelles, car elle risque de pâtir d'un ralentissement de la croissance mondiale et d'une baisse corollaire de la demande de matières premières, en particulier de pétrole.
- Nous avons revu fortement à la baisse nos prévisions de croissance mondiale pour tenir compte d'un environnement beaucoup plus protectionniste que ce que nous avions envisagé à l'origine. Nous prévoyons maintenant que le PIB mondial ne croîtra que de 2,8% en 2025 (contre 3,0% le mois précédent) et de 2,7% en 2026 (contre 3,1%). Nous restons prêts à revoir ce scénario à la hausse en cas de désescalade de la rhétorique tarifaire.

### ÉTATS-UNIS

- L'élargissement considérable du champ d'action protectionniste de l'administration américaine ces dernières semaines a fait grimper le droit de douane moyen imposé sur les marchandises entrant aux États-Unis à plus de 25%. L'impact économique potentiel de ces mesures étant à notre avis intenable à long terme pour Washington, nous nous attendons à ce que le taux moyen soit abaissé à environ 12-15% dans les semaines à venir, par le biais de négociations.
- Un retour au statu quo ante semble toutefois peu probable compte tenu des convictions de l'administration en matière de protectionnisme. Certains droits de douane

resteront donc de toute évidence en vigueur de manière permanente, ce qui aura des impacts stagflationnistes aux États-Unis. La dépréciation importante du dollar américain, un phénomène plutôt atypique dans un contexte d'incertitude comme celui que nous connaissons actuellement, pourrait d'ailleurs exacerber l'effet inflationniste des droits de douane.

- Conscients des nombreux risques, nous avons considérablement relevé nos prévisions de l'IPC de base aux États-Unis pour la fin de l'année (de 2,7% à 3,6%). À l'inverse, nous avons fortement revu à la baisse nos prévisions de croissance pour cette année (de 2,1% à 1,7%) et pour l'année prochaine (de 1,6% à 0,8%), afin de tenir compte des perturbations liées aux droits de douane, qui sont plus importantes que prévu et ont miné la confiance du milieu des affaires. Nous restons prêts à revoir ce scénario à la hausse ou à la baisse en fonction de l'évolution de la politique tarifaire.

### CANADA

- Le Canada est plus que jamais coincé entre l'arbre et l'écorce, alors que les tensions sont grandes avec son principal partenaire commercial dont le penchant protectionniste est désormais indéniable. Nous fondons encore un peu d'espoirs sur le fait que l'administration américaine reconnaîtra que le Canada représente un partenaire commercial de choix et qu'elle lui accordera un statut préférentiel.
- Cette incertitude actuelle est regrettable alors que les conditions semblaient réunies pour un atterrissage en douceur de l'économie, la banque centrale ayant été en mesure de baisser son taux directeur de 225 points de base depuis juin 2024. La reprise économique a d'ailleurs dépassé les attentes des économistes récemment, l'indice de surprises économiques Citi atteignant son plus haut niveau en près de trois ans.
- Mais l'embellie risque d'être de courte durée si l'on se fie au niveau de confiance des consommateurs qui affichait en février une faiblesse record. Il s'avère que le contexte d'incertitude tarifaire a poussé l'insécurité reliée au secteur de l'emploi et aux achats majeurs (maison, auto, etc.) à des niveaux extrêmes. Une fragilisation du marché du travail au Canada est d'autant plus probable que le pessimisme des consommateurs est partagé par celui des entrepreneurs.
- Nous maintenons une croissance du PIB de 1,2% seulement en 2025. Un point de départ meilleur

qu'estimé préalablement est contrebalancé par un affaiblissement important de l'économie au deuxième et au troisième trimestres. Ce faisant, le taux de chômage devrait augmenter dans la fourchette de 7,0% à 7,5% au cours des prochains mois (6,6% en février).

## Taux d'intérêt et devise

- Nous vivons des jours remarquables où les perspectives économiques, les conditions des marchés financiers, la confiance des investisseurs et les convictions des prévisionnistes sont malmenées par les annonces et rétroactions extraordinaires de l'administration américaine. Où en sommes-nous le 10 avril?
- La pause de 90 jours des droits de douane pour beaucoup de partenaires commerciaux des États-Unis (mais pas tous) a réduit les probabilités d'une récession mondiale abrupte et généralisée dont on semblait se rapprocher de manière inquiétante il y a quelques jours à peine. De la même manière, les germes d'une panique associée qui avaient commencé à poindre dans divers recoins des marchés financiers du monde ont été partiellement étouffés, les marchés obligataires revenant à un niveau plus élevé de fonctionnement (mais pas tout à fait optimal) dans la foulée de l'inversion des droits de douane américains.
- Néanmoins, l'économie mondiale ne s'en trouve pas mieux. Les taux effectifs des droits de douane américains restants demeureront sans doute un obstacle. Certaines des relations économiques mutuellement avantageuses des États-Unis ont été mises à mal si ce n'est rompues, et la prévisibilité a été remplacée par l'incertitude. Cette même incertitude a conduit à une paralysie partielle dans des secteurs et des régions sensibles. En somme, les perspectives de croissance mondiale doivent être révisées à la baisse, nos nouvelles prévisions pour l'emploi et la croissance américains ayant nettement faibli. Le contexte économique du Canada reste lui aussi difficile, même si (comme nous nous y attendions toujours) le taux effectif des droits de douane sur les exportations canadiennes vers les États-Unis finira probablement par être moins punitif comparativement à celui imposé à certains autres partenaires commerciaux des États-Unis. Soit dit en passant, une plus grande conformité à l'ACEUM est une avenue de choix pour réduire l'impact douanier général pour le Canada (et le Mexique), ce qui semble donner une importance apparemment encore plus grande à la révision prochaine de cet accord commercial continental.

# Points saillants

- ▶ Dans les pays avancés, certaines grandes banques centrales se croient mal outillées pour répondre pleinement aux dommages infligés par une bataille commerciale sérieuse, qui tirerait en longueur. Jusqu'à un certain point, cela se comprend. L'incertitude entourant les effets inflationnistes reliés aux taxes douanières est considérable, notamment en ce qui concerne leur durée temporaire ou transitoire possible. Le FOMC et la Banque du Canada se disent toutes deux incapables de se projeter dans l'avenir tout en soulignant la nécessité de garder les attentes d'inflation à long terme bien ancrées. Mais cela ne signifie pas que les cycles de détente monétaire ont pris fin, la trajectoire des taux directeurs de la Fed et de la BdC pointe toujours vers une baisse, même si sa cadence sera probablement quelque peu délabrée (et inférieure au scénario de base de notre prévision).
- ▶ Pour le FOMC, des risques concurrents dans les deux volets de son mandat laissent penser qu'il n'y a pas d'urgence immédiate à changer de politique. Mais alors que les fonds fédéraux continuent de rester restrictifs, l'émergence d'une croissance plus faible et d'un chômage plus prononcé devrait se traduire par une baisse des taux de 75 points de base au deuxième semestre de 2025 (c.-à-d., la bonne supérieure de la fourchette cible des fonds fédéraux devrait se situer à 3,75 % à la fin de l'année). Les taux des obligations du Trésor américain pourraient être mécaniquement tirés vers le bas à mesure que la Fed administrera ces baisses, mais une politique budgétaire américaine de plus en plus distendue et une courbe de la dette alarmante par sa forte pente devraient limiter la baisse à l'extrémité éloignée de la courbe. Les investisseurs pourraient exiger une prime de terme plus grande pour financer cette trajectoire budgétaire insoutenable et protéger contre l'incertitude de l'inflation. Comme les événements récents l'ont souligné, l'appétit des investisseurs étrangers pour les obligations du Trésor méritent d'être surveillée de près.
- ▶ À notre avis, la décision de la Banque du Canada sur le taux directeur à court terme (le 16 avril) n'est pas évidente. Bien que loin d'être constructifs sur les perspectives de croissance du Canada, nous croyons que la prochaine décision pourrait être d'attendre de voir, particulièrement après la rétractation suite à l'agression douanière des États-Unis et la stabilisation des marchés financiers. Que la Banque réduise ou non les taux la semaine prochaine, nous entrevoyons un potentiel de réduction des taux de 75 pb de plus en 2025. Si l'anxiété estimée est convertie

en faiblesse confirmée par les chiffres, la prochaine réduction du taux de financement à un jour de la BdC pourrait avoir lieu dès le 4 juin. Comme dans notre prévision de mars, nous pensons que le taux directeur de la Banque du Canada atteindra un niveau terminal de 2 % cette année. Les rendements des OdC pointent vers le bas pour les taux à court terme, mais le potentiel de baisse des rendements à plus long terme semble plus limité. Au-delà des répercussions plus générales/mondiales pour les taux à long terme, l'offre d'obligations canadiennes va augmenter, en partie en raison des mesures de stimulation incrémentielles et de l'appui à une économie fragile. Et le Canada doit lui aussi songer aux investisseurs étrangers auxquels il est exposé, qui contrôlent une proportion sans précédent de la dette du pays.

- ▶ Le Canada et le Mexique, en tant que partenaires de l'ACEUM, ont été en grande partie épargnés par la nouvelle liste tarifaire américaine. Au milieu du chaos, il apparaît clairement que le respect de l'ACEUM est devenu l'enjeu central des politiques tarifaires pour deux des plus grands partenaires commerciaux des États-Unis. Selon les données commerciales américaines les plus récentes (datées de février), seulement 33 % des importations en provenance du Canada étaient conformes à l'ACEUM. À ce niveau de conformité et selon les volumes d'échange, le tarif effectif serait de 15,6 %. Toutefois, nous pensons qu'une « course à la conformité » de la part des producteurs canadiens s'est produit depuis février, ce qui devrait se refléter dans les prochaines données commerciales. Cela ramènerait notre exposition sectorielle globale actuelle à 5,7 %. Cette dynamique place le dollar canadien dans une position favorable à l'appréciation si notre scénario du 9 avril se réalise comme prévu.

## Répartition des actifs et marché boursier

- ▶ Après avoir initialement fait fi de la rhétorique protectionniste agressive de Washington et la menace imminente de droits de douane élevés, les marchés boursiers mondiaux réagissent maintenant. Les taxes à l'importation déjà en place ont porté le taux de droits de douane américain effectif à environ 7 %, le plus élevé depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale. Si Washington procède à une deuxième vague de taxes sur les importations étrangères, comme annoncé récemment, le

taux de droits de douane effectif pourrait grimper à 15 %, un niveau jamais vu depuis les années 1930.

- ▶ Alors que Washington affirme que l'économie est bien positionnée pour résister à une guerre commerciale, en citant le fait que les exportations ne représentent que 11 % du PIB, le marché boursier pourrait en dire autrement. Les ventes à l'étranger représentent 41 % des revenus totaux des entreprises du S&P 500. Parmi tous les secteurs, celui des technologies de l'information est le plus exposé à une guerre tarifaire potentielle et aux mesures de rétorsion de la part des partenaires commerciaux étrangers, avec près de 60 % de ses ventes réalisées à l'étranger.
- ▶ Après avoir initialement résisté à l'impact négatif des menaces tarifaires américaines sur l'économie canadienne, le S&P/TSX a maintenant perdu la quasi-totalité de ses gains de 2025. Au moment où nous écrivons ces lignes, l'indice de référence canadien n'a augmenté que de 0,1 %, seuls trois secteurs (matériaux, énergie et services publics) restant en territoire positif.
- ▶ Ce mois-ci, nous accentuons davantage notre allocation d'actifs défensive en augmentant nos liquidités et en réduisant notre exposition aux actions américaines à 5 points de pourcentage en dessous de l'indice de référence. L'orientation stagflationniste de la politique économique américaine actuelle – marquée par un protectionnisme agressif, un laxisme budgétaire et des mesures d'immigration restrictives – fait peser des risques importants sur les chaînes d'approvisionnement mondiales et la rentabilité des entreprises.

Rotation sectorielle			
Secteurs du S&P/TSX	Pondération*	Recommandation	Variation
Énergie	17.2	Équipondérer	
Matériaux	13.6	Équipondérer	
Industrie	12.2	Sous-pondérer	
Consommation discrétionnaire	3.2	Sous-pondérer	
Consommation de base	3.8	Surpondérer	
Santé	0.3	Équipondérer	
Finance	32.1	Équipondérer	
Technologies de l'information	9.4	Équipondérer	
Services de télécommunications	2.4	Surpondérer	
Services publics	3.9	Surpondérer	
Immobilier	1.9	Sous-pondérer	
<b>Total</b>	<b>100</b>	<b>-</b>	

\* Au 28 mars 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 : La guerre commerciale risque d'exposer d'autres vulnérabilités

Les semaines écoulées depuis la dernière édition de ce mensuel ont été émaillées de rebondissements sur la scène internationale. Après avoir concentré son attention sur trois de ses plus importants partenaires commerciaux (le Canada, le Mexique et la Chine) en début de mandat, l'administration américaine a considérablement élargi son champ d'action protectionniste, tirant salve après salve sur le système d'échange international. L'assaut a commencé le 12 mars, lorsque Washington a annoncé l'imposition de droits de douane de 25 % sur l'acier et l'aluminium en provenance de l'étranger. Une surtaxe identique a ensuite été appliquée aux automobiles construites en dehors des États-Unis et envisagée pour le sous-secteur des pièces.

Puis vint le 2 avril, le « Jour de la libération ». Deux choses ont été annoncées à cette occasion : une taxe de base de 10 % sur la plupart des produits entrant aux États-Unis et des droits de douane qualifiés de « réciproques », dont l'objectif déclaré était de répliquer aux barrières commerciales auxquelles sont confrontés les exportateurs américains à l'étranger. Alors que la première mesure est entrée en vigueur le 5 avril, la seconde a été reportée de 90 jours pour laisser le temps à des négociations, mais, surtout, pour apaiser les marchés boursiers et obligataires.

### Monde : Répit de 90 jours pour apaiser les marchés



Tous les pays n'ont pas bénéficié de ce sursis. La Chine, qui avait réagi aux droits de douane réciproques en

imposant à son tour une surtaxe sur les produits américains et en limitant les exportations de certaines terres rares vers les États-Unis, s'est au contraire engagée dans une escalade spectaculaire qui a abouti à l'imposition de droits de douane de 145 % sur les exportations chinoises vers les États-Unis et de 125 % sur les importations américaines vers la Chine. Washington a ensuite été contraint d'exempter les ordinateurs et les téléphones portables de ces mesures, au risque de provoquer la colère des consommateurs américains et des géants de la technologie tels qu'Apple, mais a maintenu la plupart des autres taxes.

Avant même que ces annonces ne soient faites, les entreprises du monde entier se sont empressées de devancer leurs livraisons vers les États-Unis afin d'éviter toute surtaxe, ce qui a stimulé temporairement la production manufacturière et entraîné une forte augmentation des exportations de marchandises vers les États-Unis.

### Monde : Les entreprises devancent leurs envois vers les États-Unis



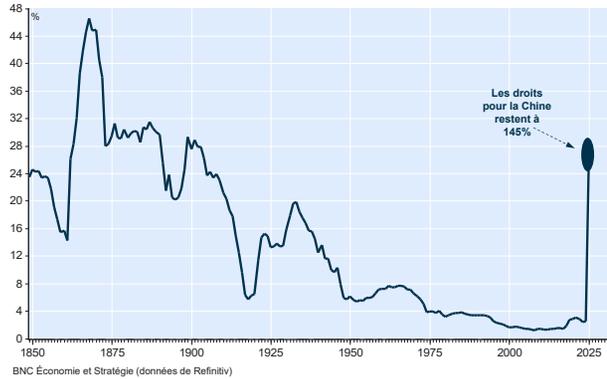
Ce sursaut d'activité risque malheureusement fort bien d'être temporaire, l'impact stagflationniste des droits de douane devant se faire sentir de plus en plus fortement dans les mois à venir. Aucun pays ne sera complètement épargné, mais certains s'en sortiront moins bien que d'autres. À commencer par les États-Unis, où une hausse vertigineuse du droit de douane moyen entraînera sans doute une augmentation marquée de l'inflation de base et une décélération de la croissance en deçà de son potentiel au second semestre. Cette dernière reflétera probablement un ralentissement des investissements des entreprises dans un contexte de

# L'économie

grande incertitude et une consommation plus faible associée à un effet de richesse négatif.

## É.-U. : La hausse des droits de douane rend la stagflation plus probable

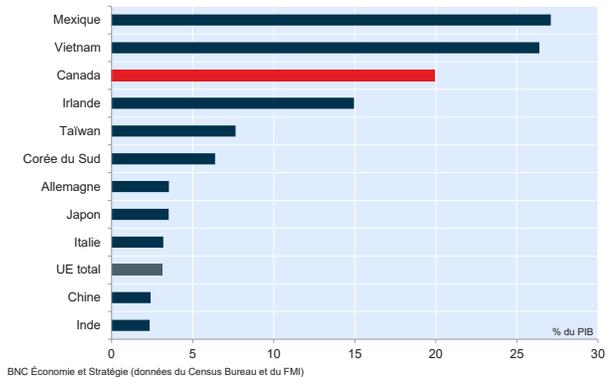
Droits de douane en pourcentage des importations totales



Les économies hautement dépendantes des exportations de biens vers les États-Unis sont évidemment également à risque. On peut citer par exemple le Mexique et le Canada (quoique ceux-ci soient pour l'instant confrontés à des droits de douane moyens moins élevés), mais aussi le Vietnam, l'Irlande, Taïwan et la Corée du Sud.

## Monde : L'exposition au marché américain constitue un facteur de risque

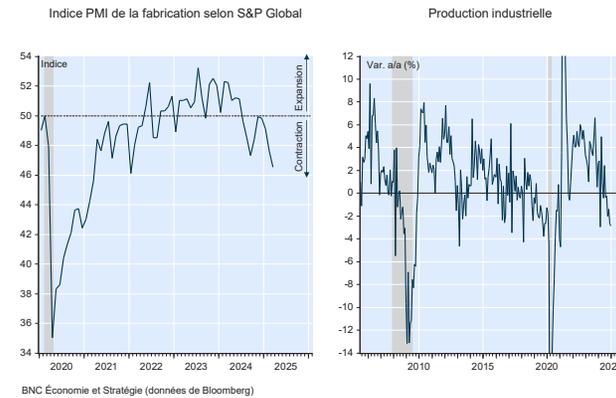
Exportations de marchandises vers les États-Unis en pourcentage du PIB 2023



Au sein de ce groupe, c'est au Mexique que les problèmes risquent de se manifester en premier, pour la simple raison que son économie avait déjà commencé à ralentir de

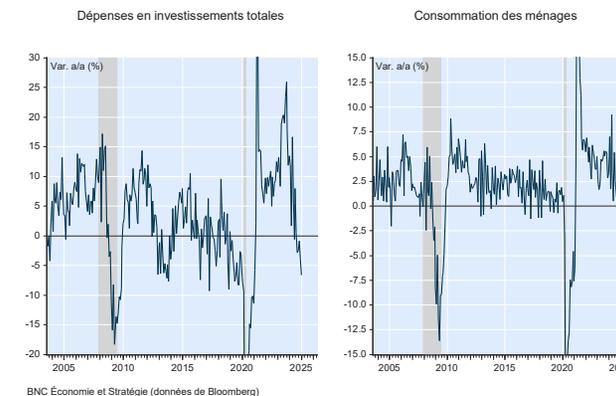
manière significative avant même le début de la guerre commerciale. Le PIB réel a en effet diminué de 0,6 % en termes non annualisés dans le pays au quatrième trimestre et devrait encore baisser au T1, à en juger par les plus récents indicateurs économiques. Ceux-ci montrent que la faiblesse du secteur manufacturier commence à peser lourdement sur la production industrielle...

## Mexique : L'économie déjà faible avant les droits de douane (1)



... ce qui a pour effet de ralentir l'investissement des entreprises et, par le biais d'une baisse de l'embauche, la consommation.

## Mexique : L'économie déjà faible avant les droits de douane (2)



La Chine est une autre économie émergente qui risque de souffrir de manière disproportionnée du virage protectionniste de Washington. Bien que le pays ne dépende

pas beaucoup des exportations de marchandises vers les États-Unis (voir le graphique ci-dessus), le niveau même des droits de douane qui lui sont imposés fait craindre pour son modèle de développement, qui dépend encore fortement de la demande extérieure.

Tout comme le Mexique, la Chine aborde également la période de turbulences actuelle en position de faiblesse, après avoir passé ces dernières années à tenter en vain de relancer le marché immobilier et stimuler la consommation des ménages. Et si les mesures mises en place pour atteindre ces objectifs commencent à se refléter dans les données – notamment sous la forme d'une augmentation des dépenses publiques – elles risquent tout de même d'être insuffisantes pour faire face aux nouveaux défis émanant de Washington.

## Chine : Les efforts de stimulation maintenant visibles dans les données

Stock d'obligations gouvernementales du système

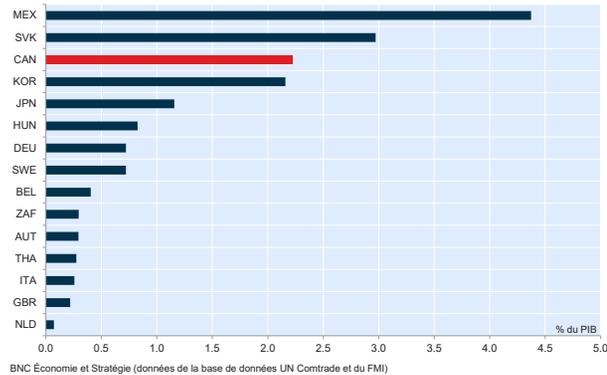


Compte tenu des droits de douane élevés imposés au secteur automobile, les pays pour lesquels les exportations de véhicules et de pièces détachées vers les États-Unis représentent une part disproportionnée du PIB figureront également sur la liste des victimes des politiques de l'administration Trump. Le Canada et le Mexique sont à nouveau représentés dans ce groupe (bien que certaines exemptions leur aient été accordées), mais aussi la Slovaquie, la Corée du Sud, le Japon, la Hongrie et l'Allemagne.

# L'économie

## Monde : Qui est exposé aux droits de douane sur le secteur automobile?

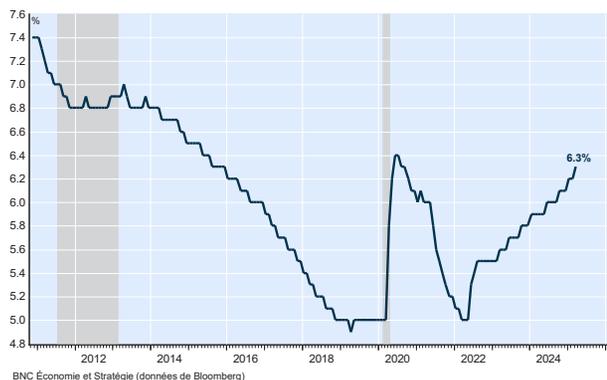
Exportations de véhicules et pièces automobiles vers les États-Unis en pourcentage du PIB (2023)



Dans ce dernier cas, les difficultés accrues du secteur automobile ne feront rien pour aider un marché du travail qui donne déjà des signes de faiblesse. Et bien que le gouvernement allemand ait déjà annoncé une relance budgétaire importante, celle-ci viendra probablement trop tard pour neutraliser complètement les dommages économiques d'une guerre commerciale.

## Allemagne : Les tarifs automobiles, une autre tuile pour le marché de l'emploi

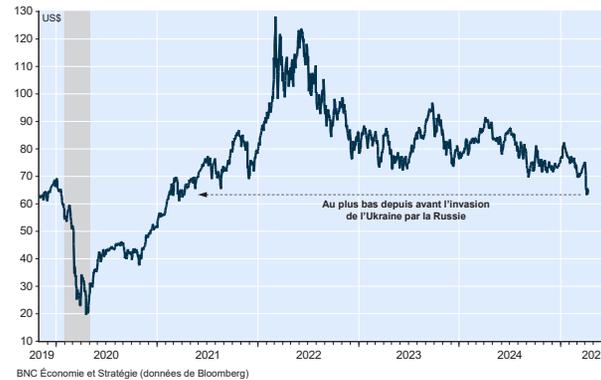
Taux de chômage



Autres victimes potentielles de l'instauration de barrières tarifaires : les pays riches en ressources naturelles. Ceux-ci pourraient en effet pâtir d'un ralentissement de la croissance mondiale et d'une baisse corollaire de la demande de matières premières, en particulier de pétrole. Le baril de Brent se trouve d'ailleurs déjà à son niveau le plus bas depuis l'invasion de l'Ukraine par la Russie.

## Monde : Les matières premières pâtissent des risques d'une guerre commerciale

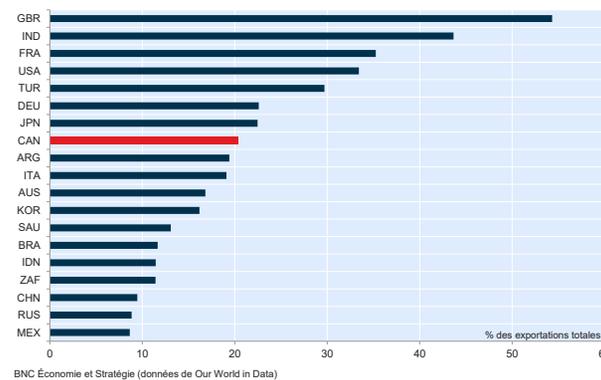
Prix du baril de pétrole brut de Brent



De même que certains facteurs constitueront un handicap dans un environnement de droits de douane élevés, d'autres rendront certains pays plus résistants. Un secteur d'exportation axé sur les services, par exemple, pourrait contribuer à protéger certains pays des pires effets d'une guerre commerciale. Sur ce point, le Royaume-Uni, l'Inde et la France nous semblent bien positionnés, du moins sur une base relative.

## Monde : L'exposition aux services pourrait offrir une certaine protection

Part des services dans les exportations totales (2023)

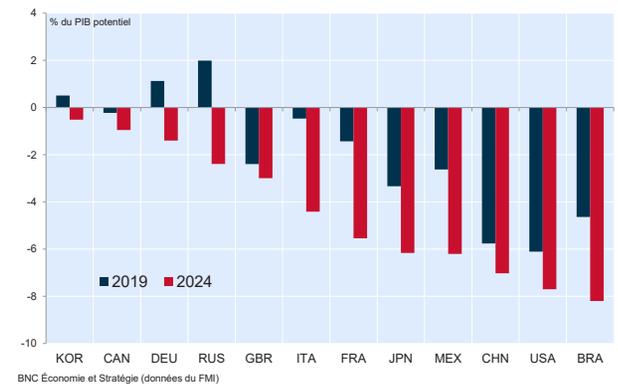


Mais d'une manière générale, un système commercial international moins ouvert est susceptible de peser sur la croissance à peu près partout. Et les droits de douane ne seront peut-être pas les seuls coupables. C'est que la montée du protectionnisme menace de faire remonter à

la surface d'autres problèmes sous-jacents de l'économie mondiale, notamment la situation budgétaire précaire de nombreux pays. Car bien qu'il soit à peu près impossible de savoir avec certitude si le rejet du libre-échange auquel nous assistons se soldera par une récession mondiale – nous continuons de croire que cela peut être évité –, il semble presque inévitable qu'il se traduise par une détérioration des finances publiques. Un ralentissement de la croissance est certes propre à faire baisser les recettes des États, alors que les programmes de soutien aux entreprises touchées par les droits de douane déjà annoncés par de nombreux gouvernements risquent, eux, de faire gonfler les dépenses. Le tout à un moment où les déficits se situent déjà à des niveaux très élevés dans plusieurs régions.

## Monde : Dérapage budgétaire

Équilibre structurel des administrations publiques



Des déficits plus importants se traduiront par une augmentation des émissions de dette, ce qui pourrait s'avérer problématique dans le contexte actuel. Rappelons que le montant d'obligations souveraines émises par les pays riches en 2024 atteignait déjà un record historique et que, par conséquent, toute augmentation de l'offre à partir de ces niveaux serait susceptible de se traduire par une hausse des taux d'intérêt. D'autant plus que les banques centrales, qui sont des acquéreurs généralement moins sensibles aux prix, ont considérablement réduit leurs achats dans le segment et pourraient continuer à le faire à l'avenir si les droits de douane devaient maintenir l'inflation au-dessus de leur objectif, même dans un environnement de croissance moins porteur.

# L'économie

## OCDE : Beaucoup de dette à financer... moins d'aide des banques centrales



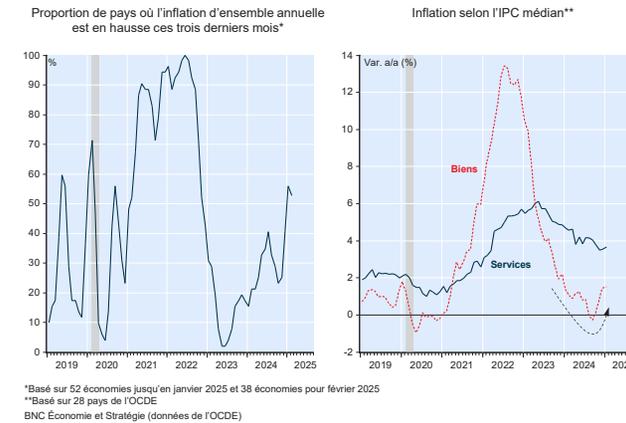
Les acheteurs étrangers de dette souveraine pourraient également se faire plus timides. Dans le passé, de nombreux investisseurs ont en effet recyclé le produit de leurs exportations (principalement des devises étrangères) dans de la dette étrangère. Toute réduction des exportations qui pourrait découler d'une augmentation des droits de douane risque donc de réduire cette demande de manière mécanique.

Il incombera donc aux institutions financières et aux ménages d'absorber cette dette. Ils pourraient se montrer disposés à le faire, mais nous craignons qu'ils ne demandent une rétribution plus importante sous forme d'un taux d'intérêt plus élevé s'ils estiment que le protectionnisme risque de maintenir l'inflation au-dessus de la cible des banques centrales. C'est pourquoi il sera de la plus haute importance de suivre l'évolution des prix dans les mois à venir. Les tensions inflationnistes semblaient déjà s'être intensifiées dans le secteur des biens avant même l'imposition des droits de douane et pourraient rapidement devenir problématiques si les entreprises décidaient de répercuter la hausse de leurs coûts sur les consommateurs.

Selon nous, une résurgence de l'inflation causée par l'imposition de droits de douane punitifs constitue le principal risque pour l'économie mondiale. En plus de réduire le pouvoir d'achat des consommateurs, celle-ci pourrait limiter la capacité des banques centrales à réduire les taux à court terme et conduire à un maintien de taux longs à des niveaux plus élevés qu'ils ne le

seraient autrement. Bien que nous n'ayons pas encore pleinement intégré ce risque dans notre scénario, nous avons tout de même revu à la baisse nos prévisions de croissance mondiale pour tenir compte d'un environnement beaucoup plus protectionniste que ce que nous avions envisagé à l'origine. Nous prévoyons maintenant que le PIB mondial ne croîtra que de 2.8% en 2025 (contre 3.0% le mois précédent) et de 2.7% en 2026 (contre 3.1%). Nous restons prêts à revoir ce scénario à la hausse en cas de désescalade de la rhétorique tarifaire.

## OCDE : Le retour de l'inflation des biens constitue un risque croissant



## États-Unis : Des droits de douane plus élevés, moins de croissance

Après avoir concentré son attention sur trois de ses plus importants partenaires commerciaux (Canada, Mexique et Chine) en début de mandat, l'administration américaine a considérablement élargi son champ d'action protectionniste au cours des dernières semaines, imposant des droits de douane de 25 % sur l'acier, l'aluminium et les automobiles, ainsi qu'une surtaxe de 10 % sur la plupart des autres produits entrant sur le territoire américain.

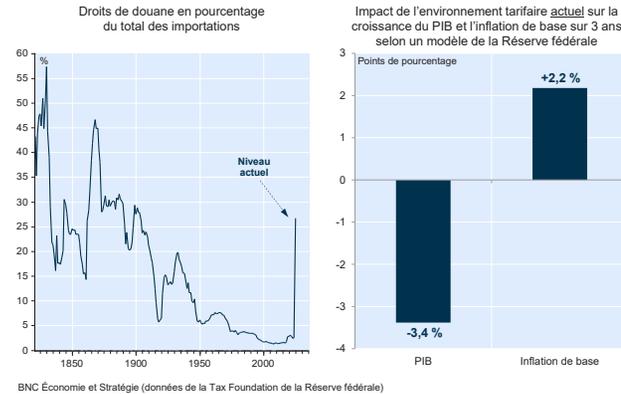
Des droits de douane qualifiés de « réciproques », dont l'objectif déclaré était de répondre aux barrières commerciales rencontrées par les exportateurs américains à l'étranger, ont également été brièvement introduits avant d'être reportés de 90 jours, afin de laisser du temps pour des négociations, mais surtout pour calmer les marchés boursiers et obligataires. Il est important de noter que la Chine n'a pas eu droit à ce sursis. Ayant préféré tenir tête à l'administration américaine en imposant à son tour des tarifs et en limitant les exportations de certains minéraux critiques vers les États-Unis, elle s'est vu imposer des droits de douane de 145 %. Seuls certains appareils électroniques ont été exclus du lot, afin d'éviter d'attiser la colère des consommateurs américains et des géants de la technologie tels qu'Apple.

Résultat : la taxe moyenne imposée sur les marchandises entrant aux États-Unis a explosé, passant de 2,5 % l'an dernier à plus de 25 % actuellement. Et bien qu'il soit difficile de déterminer avec précision l'impact potentiel d'un tel virage protectionniste, la plupart des économistes s'accordent à dire qu'il pourrait être considérable. À titre d'exemple, un modèle présenté par la Réserve fédérale lors du premier mandat du président Trump suggérait qu'une augmentation d'un point de pourcentage du droit de douane moyen amputerait la croissance du PIB de 0,14 point de pourcentage sur trois ans et ferait augmenter l'inflation de base de 0,09 point de pourcentage sur la même période. Selon ce modèle, les politiques douanières mises en place par Washington ces dernières semaines risquent donc de faire baisser le PIB de pas moins de 3,4 points de pourcentage et d'augmenter l'inflation de base de 2,2 points de pourcentage, des chiffres qui dépassent l'entendement.

Perspectives mondiales			
	2024	2025	2026
<b>Économies avancées</b>	<b>1.8</b>	<b>1.3</b>	<b>1.0</b>
États-Unis	2.8	1.7	0.8
Zone euro	0.9	0.8	0.9
Japon	0.1	1.1	0.6
Royaume-Uni	1.1	0.9	1.0
Canada	1.5	1.1	0.9
Australie	1.1	1.9	2.1
Corée du Sud	2.1	1.0	1.5
<b>Économies émergentes</b>	<b>4.2</b>	<b>3.9</b>	<b>3.8</b>
Chine	5.0	4.5	4.2
Inde	6.3	6.2	6.2
Mexique	1.5	-0.4	0.7
Brésil	3.4	1.8	1.6
Russie	4.3	1.5	1.0
<b>Monde</b>	<b>3.2</b>	<b>2.8</b>	<b>2.7</b>

BNC Économie et Stratégie (données BNC et Consensus Economics)

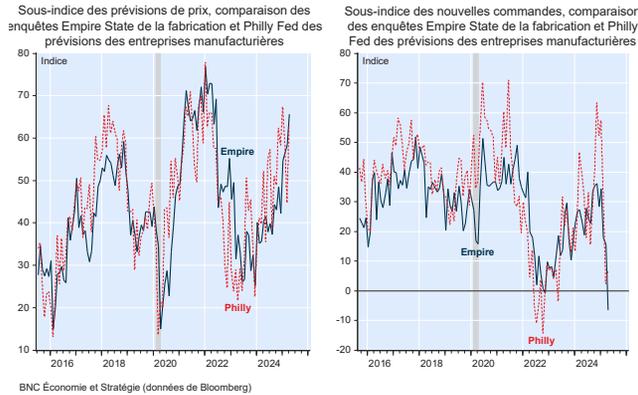
## É.-U. : Difficile de maintenir les droits de douane au niveau actuel



Un tel scénario étant absolument intenable pour l'administration en place, nous nous attendons à ce que le taux moyen soit abaissé à environ 12-15 % dans les semaines à venir par des négociations. Une réduction du taux appliqué aux produits chinois semble particulièrement probable, afin de laisser le temps aux acheteurs américains de trouver d'autres fournisseurs. Un retour au statu quo ante ne paraît toutefois pas envisageable compte tenu des convictions de l'administration en matière de protectionnisme. Certains droits de douane resteront donc de toute évidence en vigueur de manière permanente, ce qui aura des impacts stagflationnistes aux États-Unis.

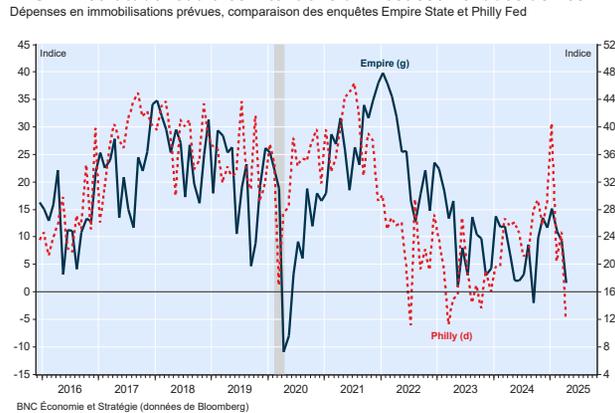
En fait, ces effets commencent déjà à se faire sentir dans les sondages, en particulier ceux réalisés auprès d'entreprises manufacturières. Les enquêtes menées par les Fed régionales, les premières disponibles pour le mois d'avril, ont en effet mis en évidence une inquiétude croissante des usines face à une éventuelle augmentation des prix des intrants et à une baisse des commandes.

## É.-U. : La menace stagflationniste visible dans les données



Cette détérioration des perspectives a, sans surprises, conduit les entreprises sondées à revoir leurs intentions d'investissement à la baisse.

## É.-U. L'incertitude réduit les intentions d'investissement des usines



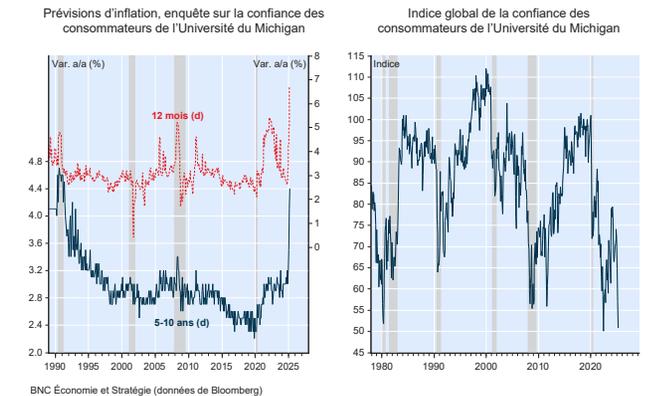
Les inquiétudes pour l'avenir ne semblent pas non plus se limiter au secteur manufacturier. La forte baisse de la confiance des dirigeants d'entreprises laisse plutôt penser qu'elles s'étendent désormais à plusieurs secteurs d'activité.

## É.-U. : La confiance des dirigeants d'entreprise a chuté en mars



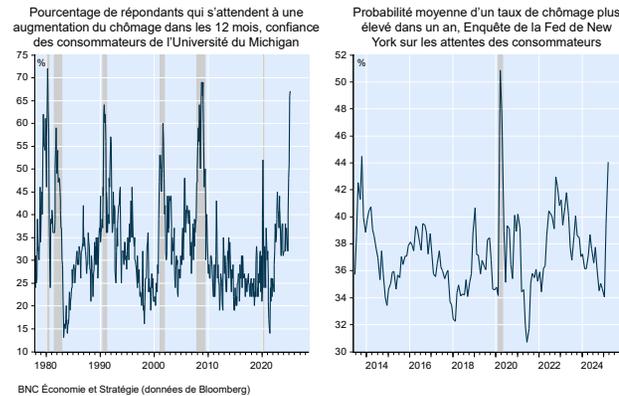
Elles paraissent également très répandues chez les consommateurs, dont le moral est tombé en avril à son deuxième plus bas niveau jamais enregistré, selon une enquête menée par l'Université du Michigan. Là encore, les craintes d'inflation étaient à blâmer...

## É.-U. : La peur de l'inflation fait chuter la confiance des consommateurs



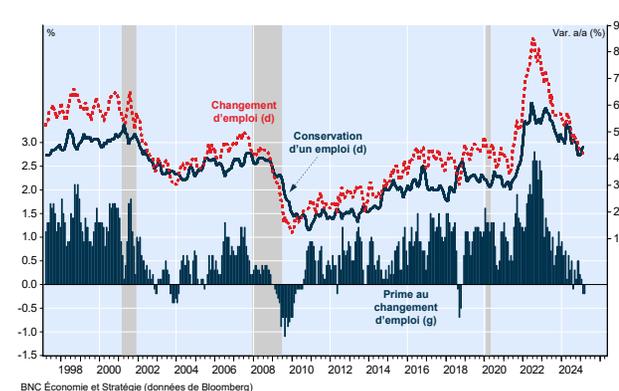
...quoique les attentes en matière d'emploi aient également été en cause, une proportion grandissante des personnes interrogées par divers sondeurs redoutant une augmentation du chômage dans les prochains mois.

## É.-U. : Les ménages plus pessimistes pour leurs perspectives d'emploi



En dehors de la fonction publique, ces craintes s'avèrent jusqu'à maintenant infondées, la création d'emplois demeurant somme toute vigoureuse dans le secteur privé. Des indices de ralentissement de la demande de main-d'œuvre sont toutefois visibles dans les données, notamment celles sur la rémunération. Pour un deuxième mois consécutif, en mars, la croissance des salaires des personnes ayant changé d'emploi a été inférieure à celle des personnes ayant conservé leur gagne-pain, ce qui marque un revirement radical par rapport à la période post-COVID et indique soit que les entreprises n'ont plus les moyens de débaucher les employés de leurs concurrents en leur offrant des salaires plus élevés, soit qu'elles ne cherchent tout simplement pas à le faire dans un contexte où elles n'ont pas besoin de personnel supplémentaire.

## É.-U. : La demande de main-d'œuvre est en baisse



Certes, il faudra peut-être encore quelques mois avant que la demande de main-d'œuvre ne s'affaiblisse suffisamment pour transparaître dans les données concrètes de l'emploi (par exemple le taux de chômage) et mener à un ralentissement plus notable de la croissance des salaires. Mais, dans l'intervalle, les ménages pourraient encore être touchés par la baisse des prix de leurs actifs, en particulier des actions. Il ne faut évidemment pas confondre le marché boursier et l'économie, mais il faut reconnaître que le lien entre les deux s'est renforcé ces dernières années, les actions représentant une part toujours croissante des actifs des ménages. Et si cela a contribué à stimuler l'économie lorsque les marchés étaient haussiers grâce à un effet de richesse positif, l'inverse risque également d'être vrai dans un environnement moins favorable, comme celui dans lequel nous nous trouvons actuellement.

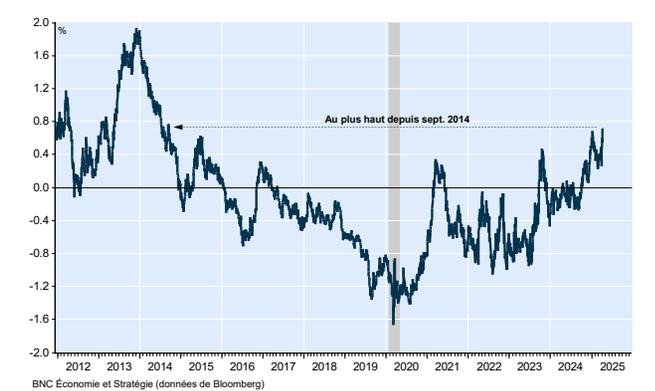
## É.-U. : Les ménages plus exposés que jamais aux aléas de la Bourse



Outre les conséquences directes du nouveau contexte des droits de douane, les entreprises et les ménages pourraient également souffrir à terme du fait que celui-ci pourrait maintenir les taux d'intérêt à un niveau plus élevé qu'autrement. Dans la partie courte de la courbe, cela résulterait de l'incapacité de la Fed à abaisser les taux autant qu'elle le souhaiterait dans un contexte de ralentissement de la croissance, par crainte de voir l'inflation dériver au-dessus de son objectif. À l'extrémité longue de la courbe, c'est le désir des investisseurs d'être mieux rétribués pour la prise d'un risque de durée qui est susceptible de réduire les chances de voir les taux baisser autant qu'ils le font habituellement en période de ralentissement économique. La hausse assez marquée de la

prime à terme ces derniers mois laisse penser que ces considérations pèsent déjà sur les prix des obligations.

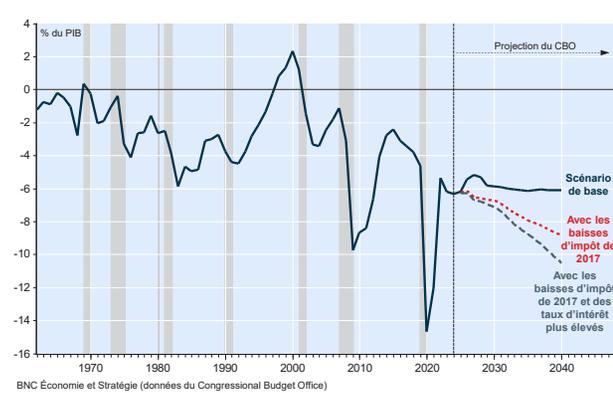
## É.-U. : Plus de compensation demandée pour le risque de durée



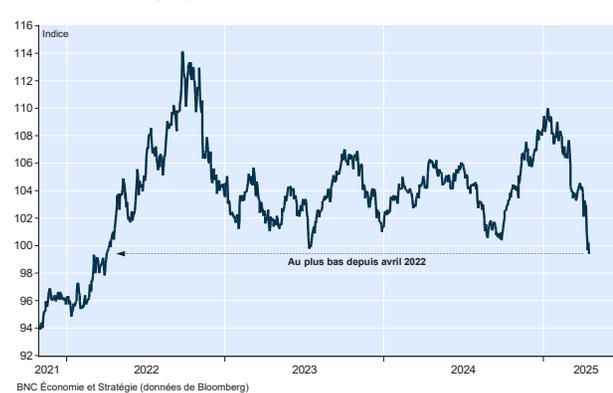
Cette augmentation reflète indubitablement les doutes croissants quant à la capacité de l'inflation à revenir durablement vers l'objectif de la banque centrale, crainte qui n'est qu'exacerbée par les rumeurs d'une possible destitution du président de la Fed, Jerome Powell. Mais la hausse de la prime à terme pourrait également être le fruit de questionnements quant à la trajectoire budgétaire des États-Unis. Jamais le gouvernement fédéral n'a enregistré un déficit budgétaire aussi important pendant aussi longtemps dans une période d'expansion économique et cette situation soulève maintenant plus d'une question sur le statut de valeur refuge dont bénéficie depuis toujours les obligations du Trésor américain. Et pour cause, car une augmentation de leur offre à un moment où la Fed ne serait probablement pas en mesure d'absorber une partie de cette dette risquerait en effet d'en faire baisser le prix.

Le comportement récent du billet vert ne fait que renforcer les doutes des marchés sur le statut de valeur refuge des États-Unis et de leur monnaie. C'est que, au lieu de s'apprécier dans un contexte d'incertitude croissante, comme cela a presque toujours été le cas dans le passé, le dollar américain s'est déprécié d'environ 10 % par rapport à un panier de devises depuis le début de l'année.

## Le trajectoire budgétaire remet en cause le statut des obligations du Trésor



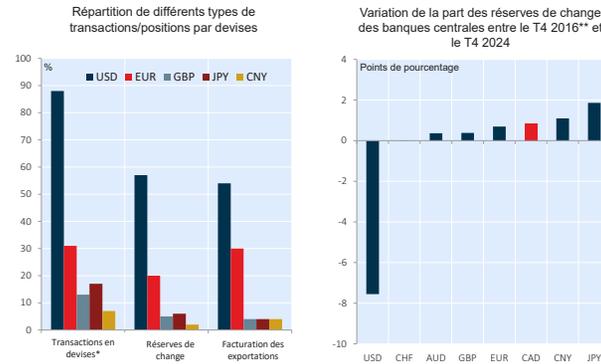
## É.-U. : L'USD peut-il encore être considéré comme une valeur refuge?



Bien sûr, il faut se garder de tirer des conclusions hâtives de ce ralentissement. Après tout, le dollar américain reste plus fort qu'avant la pandémie et continue de régner en maître sur les marchés internationaux, où il est de loin la devise la plus utilisée dans les opérations de change, les réserves de change et la facturation des exportations. Toutefois, il est difficile de ne pas remarquer la baisse significative de la part des réserves de change internationales allouées au dollar américain ces dernières années, tendance qui reflète probablement l'émergence d'un monde plus multipolaire, mais aussi la volonté de nombreuses économies de réduire leur dépendance à l'égard de l'infrastructure commerciale mise en place par Washington après la Deuxième

Guerre mondiale. Il est également difficile de ne pas se demander si cette tendance pourrait s'accélérer dans un contexte où l'administration américaine elle-même semble déterminée à démanteler ces infrastructures.

## Monde : Le dollar américain toujours roi... mais il perd du terrain



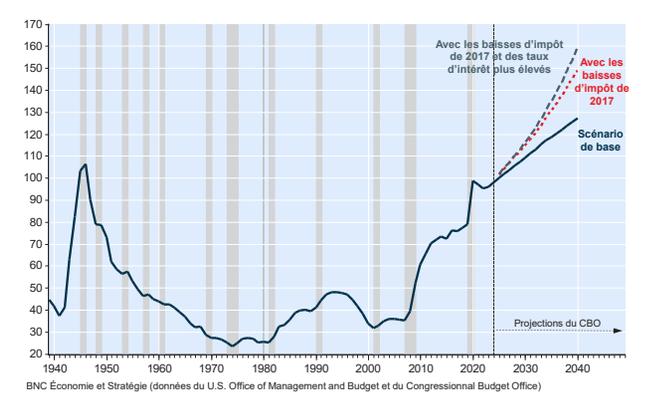
\*La somme est supérieure à 100 parce que chaque transaction concerne deux monnaies  
\*\*Premier trimestre où le CNY a été inclus dans les données  
BNC Économie et Stratégie (données du Conseil de l'Atlantique et du FMI)

Et bien qu'un dollar américain structurellement plus faible puisse indéniablement aider les entreprises exportatrices basées aux États-Unis, ces gains s'accompagneraient du coût élevé de l'élimination de ce que Valéry Giscard d'Estaing, alors ministre français de l'Économie et des Finances, a un jour qualifié de « privilège exorbitant » des Américains, à savoir leur capacité d'emprunter à des taux d'intérêt plus bas dans un contexte de demande structurellement plus élevée de la devise américaine et, parallèlement, des obligations du Trésor américain. La perte de ce privilège n'aurait que plus d'impact dans un contexte où la dette publique est sur le point d'atteindre un nouveau record historique.

Mais nous n'en sommes pas encore là et, à court et moyen terme, le principal risque associé à un dollar américain plus faible est qu'il pourrait exacerber l'effet inflationniste des droits de douane. Conscients de ce risque, nous avons considérablement relevé nos prévisions de l'IPC de base pour la fin de l'année (de 2,7 % à 3,6 %). À l'inverse, nous avons fortement revu à la baisse nos prévisions de croissance pour cette année (de 2,1 % à 1,7 %) et pour l'année prochaine (de 1,6 % à 0,8 %), afin de tenir compte des perturbations liées aux droits de douane, qui sont plus importantes que prévu et ont miné la confiance du milieu des affaires. Nous restons prêts à

revoir ce scénario à la hausse ou à la baisse en fonction de l'évolution de la politique tarifaire.

## É.-U. : La perte du « privilège exorbitant » pourrait s'avérer coûteuse



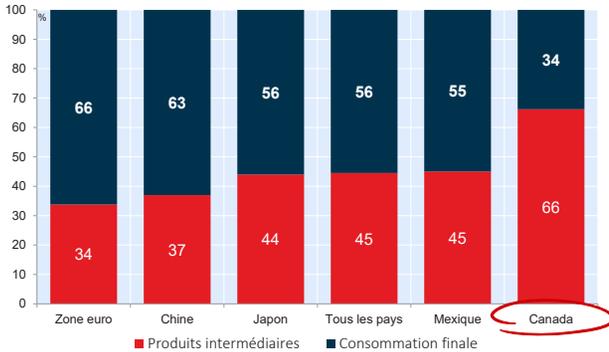
## Canada : Croissance solide, avenir fragile

Le Canada est plus que jamais coincé entre l'arbre et l'écorce, alors que les tensions sont grandes avec son principal partenaire commercial dont le penchant protectionniste est désormais indéniable. Déjà, le Canada s'est vu imposer des droits de douane de 25 % sur l'acier et l'aluminium par les États-Unis. Une taxe de 25 % a également été initialement annoncée par le président sur tous les biens à l'exception de l'énergie et de la potasse taxées à 10 %, mais les produits conformes à l'ACEUM ont été finalement exemptés. Environ 40 % des biens envoyés aux États-Unis sont dans cette situation et une proportion similaire supplémentaire pourrait devenir conforme également. Donc pour l'instant, l'ampleur des tarifs est limitée, mais la situation reste très incertaine et il faudra attendre avril pour y voir plus clair quant aux tarifs que les États-Unis comptent mettre en place sur la base d'une prétendue réciprocité selon les pays. Nous fondons encore un peu d'espoirs sur le fait que l'administration américaine reconnaitra que le Canada représente un partenaire commercial de choix et qu'elle lui accordera un statut préférentiel. Comme nous l'avons mentionné dans le mensuel économique précédent, le Canada est le deuxième partenaire commercial des États-Unis, représentant 14 % de ses échanges de biens, mais seulement 5 % de son déficit commercial total. Si on exclut le secteur de l'énergie,

dont les Américains ont tant besoin pour procéder à leur réindustrialisation, leur pays est en excédent commercial. En outre, 66 % des exportations canadiennes vers les États-Unis sont utilisées comme intrants dans la production américaine, ce qui est bien supérieur à la moyenne de 45 % des autres partenaires commerciaux des États-Unis. Le Canada est donc un partenaire important pour les entreprises américaines qui produisent sur le sol américain et non un concurrent qui chercherait à accaparer des parts de marché auprès des consommateurs américains.

### Canada : Un allié majeur pour les sociétés produisant aux États-Unis

Parts des importations des É.-U. destinées aux produits intermédiaires et de celles pour la consommation



BNC Économie et Stratégie (données de la Fed de San Francisco 2019)

Cette incertitude actuelle est regrettable alors que les conditions semblaient réunies pour un atterrissage en douceur de l'économie, la banque centrale ayant été en mesure de baisser son taux directeur de 225 points de base depuis juin 2024 avec une inflation maîtrisée. La reprise économique a d'ailleurs dépassé les attentes des économistes récemment, l'indice de surprises économiques Citi atteignant son plus haut niveau en près de trois ans.

### Canada : Résurgence économique après la baisse des taux d'intérêt

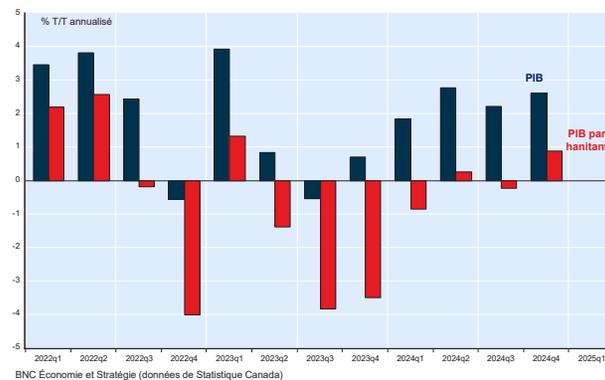
Taux directeur de la Banque du Canada et indice de surprises économiques Citi



Les données des comptes économiques dévoilées pour le quatrième trimestre étaient éloquentes. La croissance de 2,6 % annualisée a été nettement supérieure au consensus de 1,7 % et la croissance au troisième trimestre a été révisée fortement à la hausse (de 1,0 % à 2,2 %). La performance du T4, à un moment où la croissance démographique ralentit, est la bienvenue, car elle permet au PIB par habitant d'augmenter à son rythme le plus fort depuis 7 trimestres.

### Canada : Meilleure performance du PIB par habitant en 7 trimestres

Produit intérieur brut et produit intérieur par habitant



La performance aurait été encore meilleure sans la contribution négative des stocks qui n'était toutefois pas surprenante. Nous mettons nos lecteurs en garde contre une telle éventualité depuis un certain temps, compte tenu des niveaux élevés de stocks dans l'économie. Les entre-

prises ont donc puisé dans les inventaires pour répondre à une demande intérieure en plein essor qui a augmenté à un rythme annualisé de 5,6 % permettant une première augmentation notable de la demande intérieure par habitant depuis 2022.

### Canada : La demande finale intérieure reprend enfin

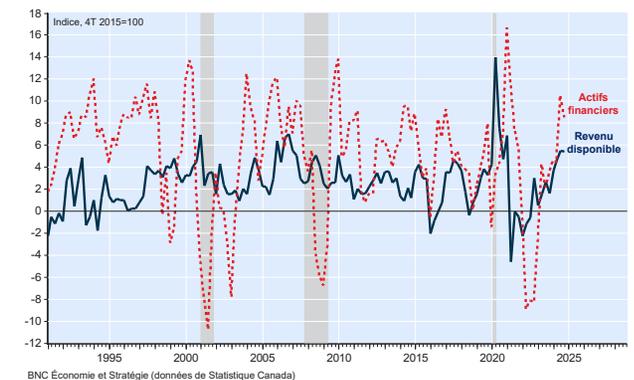
Demande finale intérieure par habitant (dollars en chaîne)



Outre le secteur résidentiel et l'investissement en machines et matériel, la consommation a été également très solide, à 5,6 %. En plus de la solide croissance des revenus et des actifs financiers au cours de la dernière année, il y a lieu de croire que les baisses de taux d'intérêt, qui ont donné un répit aux emprunteurs à taux variable, ont également contribué à cette vigueur.

### Canada : Des consommateurs ne manquant pas de ressources

Revenu réel disponible et actifs financiers réels

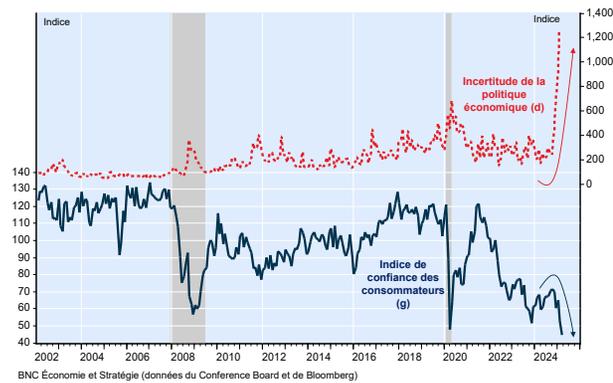


BNC Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

Mais l'embellie risque d'être de courte durée si l'on se fie au niveau de confiance des consommateurs qui affichait en février une faiblesse record dépassant les creux observés au pire de la récession de la COVID et de la crise financière mondiale. Il s'avère que le contexte d'incertitude tarifaire a poussé l'insécurité liée au secteur de l'emploi et aux achats majeurs (maison, auto, etc.) à des niveaux extrêmes.

## Canada : Les consommateurs inquiets de la guerre commerciale

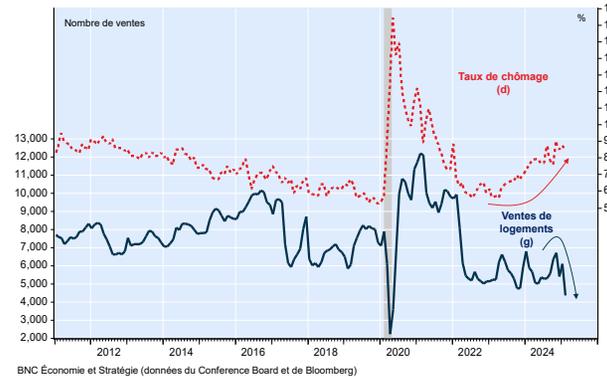
Indice de confiance des consommateurs et incertitude de la politique économique



Cette réticence s'est déjà traduite par une faiblesse des ventes de maisons qui affichait pourtant un bel élan à la fin de l'année dernière. En février, les ventes de logements ont diminué de 9,8 %, soit une troisième contraction consécutive. Le caractère généralisé de la faiblesse était évident, les quatre plus grosses provinces affichant des reculs importants. L'Ontario a enregistré un recul de 20,2 % alors que les ventes dans la Région du grand de Toronto périllicitaient de 29 %. Les seuls moments où les ventes ont été aussi faibles furent lors des confinements liés à la COVID et lors de la crise financière mondiale. Le marché du travail de la Ville reine s'est fortement détérioré dans la foulée du resserrement monétaire depuis 2022. En février, le taux de chômage se situait à 8,5 % alors que, chez les jeunes de 15 à 24 ans, il atteignait 19,2 % (moyenne mobile 3 mois). Un marché du travail difficile comme celui-là et qui est appelé à se détériorer encore davantage n'est pas de bon augure pour le marché de l'immobilier.

## Toronto : Le marché de la revente immobilière est en panne

Vente de logements et taux de chômage



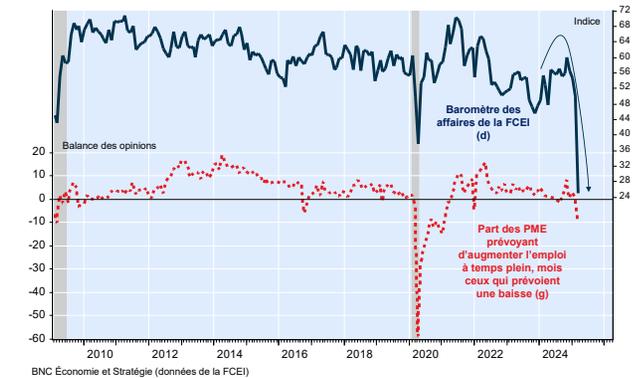
Une fragilisation du marché du travail au Canada est d'autant plus probable que le pessimisme des consommateurs est partagé par celui des entrepreneurs. L'indice de confiance des PME de la FCEI s'est effondré en mars à un creux record dans la foulée des menaces répétées de l'administration américaine. Tous les secteurs sont en chute récemment et il n'est pas surprenant de voir les secteurs manufacturiers et du transport parmi les trois secteurs ayant les niveaux les plus faibles, auquel s'ajoute celui de l'hébergement et la restauration. L'indicateur des intentions d'embauche s'est également fortement détérioré, une plus grande proportion d'entreprises anticipant désormais des baisses du nombre de travailleurs plutôt qu'une hausse. L'indicateur a plongé à un niveau qui n'a été observé que pendant des récessions.

La Banque du Canada est dans un dilemme actuellement. Les données économiques ont été solides au quatrième trimestre de 2024 et le premier trimestre de cette année est dynamisé temporairement par la vigueur des exportations, les entreprises américaines ayant voulu faire le plein de produits canadiens avant la mise en place potentielle des droits de douane. De plus, les ménages ont bénéficié de largesses gouvernementales (congé de TPS/TVH et transferts de Ford). Cela semble avoir causé un sursaut des pressions inflationnistes au pays et pour cette raison la décision de taux d'intérêt en avril pourrait être difficile. Cependant, l'incertitude pourrait durer encore un certain temps et cela serait néfaste pour l'économie. En effet, l'administration américaine a laissé entendre que, après l'annonce des tarifs sur la base de la réciprocité au début d'avril, suivra une période de négociation. Pendant ce

temps, l'interlocuteur canadien aura d'autres chats à fouetter, soit tenter de gagner une élection pour diriger le pays durant les prochaines années. Nous maintenons une croissance du PIB de 1,2 % seulement en 2025. Un point de départ meilleur qu'estimé préalablement est contrebalancé par un affaiblissement important de l'économie au deuxième et au troisième trimestres. Ce faisant, le taux de chômage devrait augmenter dans la fourchette de 7,0 % à 7,5 % au cours des prochains mois (6,6 % en février). La piètre performance économique risque de convaincre la banque centrale qu'un assouplissement monétaire supplémentaire est nécessaire et nous anticipons un taux directeur à 2,0 % à la fin de l'année.

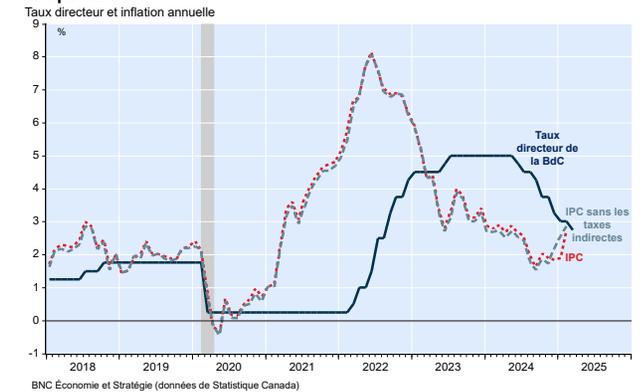
## Canada : Le marché du travail menacé par la méfiance des PME

Baromètre des affaires de la FCEI et intentions d'embauche



## Canada : La hausse des tensions inflationnistes pourrait être temporaire

Taux directeur et inflation annuelle



## 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	1.7	0.8	2.5	0.9	1.4
Dépenses personnelles	3.0	2.5	2.8	2.4	1.1	3.1	1.5	1.2
Construction résidentielle	(8.6)	(8.3)	4.2	0.2	(0.1)	2.8	(0.5)	1.0
Investissements des entreprises	7.0	6.0	3.6	1.8	(0.6)	2.3	1.2	0.3
Dépenses publiques	(1.1)	3.9	3.4	1.6	(0.4)	3.2	(0.0)	0.1
Exportations	7.5	2.8	3.3	1.1	(1.1)	3.0	(0.6)	(0.3)
Importations	8.6	(1.2)	5.3	3.1	(3.0)	5.5	0.1	(1.9)
Variation des stocks (milliards \$)	119.1	33.1	39.0	6.3	(6.3)	8.9	(25.0)	10.0
Demande intérieure	2.3	2.7	3.0	2.1	0.6	3.0	1.1	0.9
Revenu réel disponible	(5.6)	5.1	2.7	1.5	0.5	2.2	1.0	1.3
Emploi des salariés	4.3	2.2	1.3	0.8	(0.3)	1.2	0.1	0.6
Taux de chômage	3.6	3.6	4.0	4.4	4.9	4.1	4.8	4.8
Taux d'inflation	8.0	4.1	3.0	2.7	2.8	2.7	2.9	2.7
Bénéfices avant impôts	7.8	6.9	7.9	(1.1)	1.8	6.9	(6.4)	4.7
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 prévision	T2 2025 prévision	T3 2025 prévision	T4 2025 prévision
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	1.6	3.0	3.1	2.5	0.7	2.9	(0.1)	(0.0)
IPC (var. a/a %)	3.2	3.2	2.7	2.7	2.7	2.3	2.8	2.9
IPC de base (var. a/a %)	3.8	3.4	3.3	3.3	3.1	3.0	3.4	3.6
Taux de chômage (%)	3.8	4.0	4.2	4.1	4.1	4.2	4.4	4.8

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	1.2	1.0	2.4	0.2	1.7
Dépenses personnelles	5.5	1.8	2.4	2.1	1.1	3.6	0.6	1.5
Construction résidentielle	(10.6)	(8.5)	(1.1)	2.0	(0.6)	1.3	(2.2)	2.2
Investissements des entreprises	6.4	1.0	(1.9)	(0.6)	(0.1)	2.6	(2.3)	1.2
Dépenses publiques	2.6	2.6	3.8	2.3	1.9	4.6	1.6	2.1
Exportations	4.2	5.0	0.6	1.9	0.8	0.1	0.6	2.0
Importations	7.5	0.3	0.6	1.7	1.5	0.3	1.3	1.9
Variation des stocks (millions \$)	51,121	25,497	14,428	(4,253)	(1,903)	....	....	....
Demande intérieure	3.3	1.1	2.0	1.9	1.1	3.5	0.5	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	7.0	7.0	6.7	7.3	6.8
Taux d'inflation	6.8	3.9	2.4	2.3	2.0	1.9	2.3	2.1
Bénéfices avant impôts	17.9	(14.8)	(4.2)	4.3	2.9	(3.2)	(0.4)	4.0
Compte courant (milliards, \$)	(8.7)	(18.4)	(13.0)	(20.0)	(17.0)	....	....	....

\* Sauf indication contraire.

### Scénario financier\*\*

	actuel 21/03/25	T1 2025	T2 2025	T3 2025	T4 2025	2024	2025	2026
Taux à un jour	2.75	2.75	2.50	2.25	2.00	3.25	2.00	2.50
Taux préférentiel	4.75	4.75	4.50	4.25	4.00	5.25	4.00	4.50
Bons du Trésor 3M	2.65	2.50	2.35	2.15	1.95	3.15	1.95	2.70
Obligations fédérales								
2 ans	2.51	2.50	2.35	2.15	2.05	2.94	2.05	2.65
5 ans	2.65	2.60	2.45	2.30	2.25	2.97	2.25	2.75
10 ans	3.01	2.95	2.80	2.70	2.65	3.24	2.65	2.95
30 ans	3.24	3.20	3.00	2.90	2.85	3.34	2.85	3.05
Taux de change								
CAD par USD	1.44	1.47	1.45	1.42	1.40	1.44	1.40	1.37
Prix du pétrole (WTI), \$U.S.	69	67	64	61	60	72	60	66

\*\* fin de période

### Dynamique trimestrielle

	T1 2024 publié	T2 2024 publié	T3 2024 prévision	T4 2024 prévision	T1 2025 prévision	T2 2025 prévision	T3 2025 prévision	T4 2025 prévision
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	1.8	2.8	2.2	2.6	2.3	(1.5)	(0.2)	0.4
IPC (var. a/a %)	2.8	2.7	2.0	1.9	2.4	2.2	2.2	2.3
IPC ex. aliments et énergie (var. a/a %)	2.9	2.8	2.5	2.1	2.6	2.8	2.9	2.8
Taux de chômage (%)	5.9	6.3	6.6	6.7	6.6	7.0	7.3	7.3

Banque Nationale du Canada

## Prévisions économiques provinciales

	2022	2023	2024e	2025p	2026p	2022	2023	2024e	2025p	2026p
	<b>PIB réel (croissance en %)</b>					<b>PIB nominal (croissance en %)</b>				
Terre-Neuve-et-Labrador	-1.9	-2.6	2.5	1.4	1.0	6.5	-5.5	3.5	1.0	1.9
Île-du-Prince-Édouard	4.4	2.2	3.0	1.8	1.0	10.4	4.9	5.4	4.3	3.3
Nouvelle-Écosse	3.5	2.0	1.8	1.3	0.9	7.4	8.0	4.3	3.5	2.7
Nouveau-Brunswick	2.0	1.6	1.5	1.0	0.7	10.4	3.2	4.2	3.7	2.8
Québec	3.4	0.6	1.3	1.0	0.8	8.7	5.0	5.1	4.1	2.9
Ontario	4.1	1.7	1.2	1.0	0.8	9.4	5.4	4.2	3.5	2.6
Manitoba	4.2	1.7	1.2	1.2	1.0	10.8	4.5	3.7	3.5	2.5
Saskatchewan	7.2	2.3	1.6	1.8	1.7	30.4	-4.8	3.9	2.3	2.1
Alberta	6.0	2.3	2.8	1.8	1.7	24.4	-4.3	5.4	2.9	2.3
Colombie-Britannique	4.0	2.4	1.1	1.2	1.1	10.8	3.6	4.1	3.8	2.6
Canada	4.2	1.5	1.5	1.2	1.0	12.4	2.9	4.6	3.5	2.6
	<b>Emploi (croissance en %)</b>					<b>Taux de chômage (%)</b>				
Terre-Neuve-et-Labrador	4.0	1.7	2.7	0.2	0.2	11.1	9.8	10.0	10.2	9.9
Île-du-Prince-Édouard	5.0	6.2	3.6	1.9	1.2	7.7	7.3	7.8	8.1	7.2
Nouvelle-Écosse	3.5	2.7	3.1	0.8	0.7	6.6	6.4	6.5	6.2	5.5
Nouveau-Brunswick	2.9	3.4	2.8	0.8	0.6	7.2	6.6	7.1	7.2	6.7
Québec	3.1	2.9	0.9	1.3	0.3	4.3	4.4	5.4	5.8	5.8
Ontario	4.8	3.1	1.7	0.9	0.2	5.6	5.6	7.0	7.8	7.8
Manitoba	3.6	2.7	2.6	0.8	0.4	4.5	4.9	5.5	7.2	7.2
Saskatchewan	3.5	1.6	2.6	0.9	0.6	4.6	4.7	5.5	5.8	6.2
Alberta	4.9	3.7	2.9	1.8	0.7	5.8	5.9	7.1	7.7	8.0
Colombie-Britannique	3.4	2.6	2.4	0.7	0.3	4.6	5.2	5.6	6.2	6.1
Canada	4.1	3.0	1.9	1.1	0.3	5.3	5.4	6.4	7.0	7.0
	<b>Mises en chantier de logements (000)</b>					<b>IPC (Croissance en %)</b>				
Terre-Neuve-et-Labrador	1.5	1.0	1.7	1.5	1.5	6.4	3.3	1.8	2.0	1.9
Île-du-Prince-Édouard	1.0	0.9	1.2	1.1	1.1	8.9	2.9	1.9	2.0	1.9
Nouvelle-Écosse	5.6	7.1	7.4	6.8	7.0	7.5	4.0	2.3	2.2	2.0
Nouveau-Brunswick	4.6	4.7	6.2	5.8	6.0	7.3	3.5	2.2	2.2	2.0
Québec	58.5	39.9	48.7	47.0	49.0	6.7	4.5	2.3	2.4	2.0
Ontario	96.0	90.0	74.6	65.0	63.0	6.8	3.8	2.4	2.2	2.0
Manitoba	8.1	7.1	7.2	7.5	7.2	7.9	3.6	1.0	2.1	2.0
Saskatchewan	4.2	4.6	4.3	4.5	4.2	6.6	3.9	1.4	2.2	2.0
Alberta	36.4	35.9	47.8	50.0	48.0	6.5	3.3	2.9	2.3	2.0
Colombie-Britannique	46.7	50.6	45.8	43.0	41.0	6.9	4.0	2.6	2.6	2.0
Canada	262.7	241.8	245.0	232.2	228.0	6.8	3.9	2.4	2.3	2.0

e: estimé

p: prévision

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

# Taux d'intérêt et marché obligataire

---



# Taux d'intérêt et marché obligataire



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



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



**Ethan Currie**  
Analyste associé principal  
416 432-4056

## FOMC : Alors, vous sentez-vous libéré(e)?

Par où commencer? Le début de la présidence Trump a été chaotique, mais le tumulte a culminé avec le « jour de la libération ». Le dévoilement, le 2 avril, de droits de douane « justes et réciprocques » était connu depuis des semaines et l'administration n'avait eu de cesse de prévenir que ce serait du lourd, « a big one », comme dit le président. Et pourtant, les marchés n'ont pas anticipé la taille et la portée des taxes douanières annoncées, qui ont été établies sur la base d'une méthodologie suspecte.

### Méthode suspecte de calcul des droits « réciprocques »

Quelques pays affectés par les droits réciprocques et les calculs utilisés

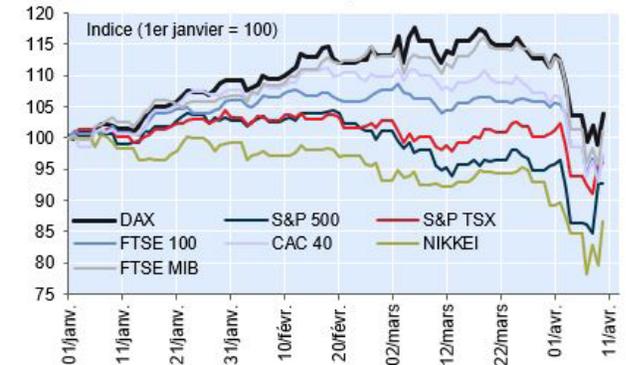
Pays	Déficit commercial américain	Importations aux États-Unis	Taux « facturés » aux É.-U.	Taux des droits réciprocques
Cambodge	12,3	12,7	= 97 %	+2= 49 %
Vietnam	123,5	136,6	= 90 %	+2= 45 %
Thaïlande	45,6	63,3	= 72 %	+2= 36 %
Chine	295,4	438,9	= 67 %	+2= 34 %
Taiwan	73,9	116,3	= 64 %	+2= 32 %
Indonésie	17,8	28,1	= 64 %	+2= 32 %
Suisse	38,4	63,4	= 61 %	+2= 31 %
Inde	45,7	87,4	= 52 %	+2= 26 %
Corée du Sud	66,0	131,5	= 50 %	+2= 25 %
Japon	68,5	148,2	= 46 %	+2= 23 %
UE	231,8	597,7	= 39 %	+2= 20 %
Israël	7,4	22,2	= 33 %	+2= 17 %

Source : BNC, gouvernement américain

La destruction de richesse battait déjà son plein bien avant que cette nouvelle ère de la politique commerciale américaine eût le temps d'affecter de manière importante l'économie. L'indice de référence S&P 500 a perdu plus de 12 % entre le « jour de la libération » et le jour où les droits de douane sont entrés en vigueur. Cette chute a apparemment déclenché « l'option de vente Trump ». Pas même 24 heures après la mise en application des droits réciprocques, le président a annoncé qu'une pause de 90 jours de cette taxe serait accordée aux pays qui ne répliqueraient pas. Pour ceux qui, d'une manière ou d'une autre, répliqueraient, la taxe allait rester en place de plein effet. En outre, le président a annoncé que le taux de la taxe frappant la Chine, déjà élevé à 104 %, allait augmenter à 125 %. Le rebond a été important, allant plus de la moitié des pertes antérieures. Néanmoins, la volatilité extrême n'est pas sans conséquences et le préjudice aux portefeuilles d'actions qui perdure aura probablement des implications pour la consommation et l'investissement. Sans parler des répercussions des droits de douane eux-mêmes.

## Un carnage boursier, à commencer par l'indice S&P 500

Évolution des marchés boursiers du G7 depuis le début de l'année



Par ailleurs, les rendements des obligations du Trésor ont chuté immédiatement après l'annonce avec une montée en flèche des attentes d'une baisse des taux par la Fed. Cette réaction réflexe a cependant été de courte durée et les taux à long terme ont bondi au-dessus de leur niveau d'avant le « jour de la libération » dans la semaine qui a suivi.

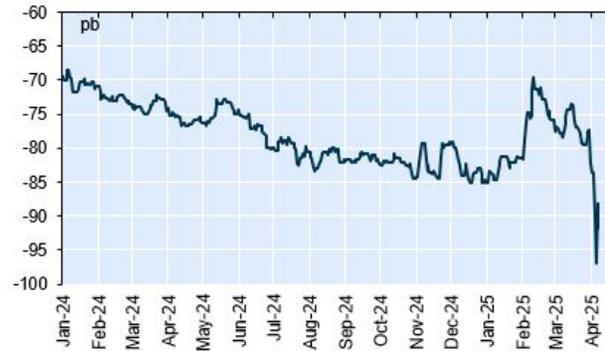
Et si l'annonce d'une pause de 90 jours a donné un coup de fouet aux actions, l'effet réflexe était comparativement faible du côté des taux d'intérêt. Le marché reste volatil, mais au moment de rédiger ces notes, le taux d'une obligation de 10 ans se situait à 4,31 % (comparativement à 4,20 % le 1er avril et à un creux en cours de séance de 3,85 % le 4 avril). Pendant ce temps, le taux à 30 ans est remonté à 5 %, mais était retombé à 4,77 % au moment de la rédaction de ces lignes. L'impact sur les écarts de swap qui en a découlé était frappant. L'élargissement initial porté par l'optimisme dû aux réformes de la réglementation a été largement annulé. En cours de séance, l'écart sur 30 ans s'est creusé à -100 pb avant la pause sur les droits de douane.

Tout en étant volatile, la dynamique des prix du marché des obligations du Trésor était riche en enseignements. Quand les rendements ont initialement chuté après le « jour de la libération », c'était essentiellement en fonction de leur point mort (c.-à-d. de l'inflation implicite). Et quand les taux ont monté, c'était plus en fonction des rendements réels. Au total, l'inflation implicite est aujourd'hui plus basse qu'avant l'annonce des droits de douane réciprocques. Cela indique que les marchés s'attendent à ce que les pressions sur les prix reliées aux droits de douane, au-delà du court terme, soient transitoires.

# Taux d'intérêt et marché obligataire

## Les écarts de swap reflètent la montée de l'anxiété

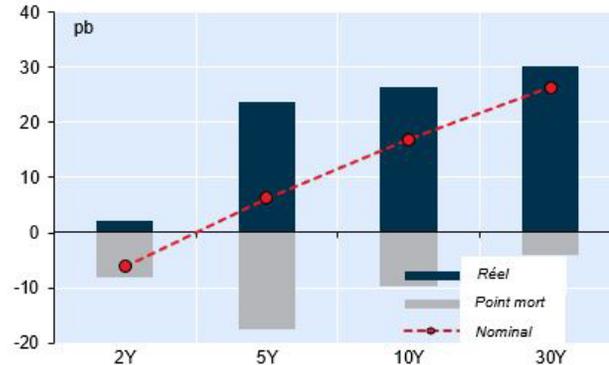
Écart de swap 30 ans depuis 2024



Source : BNC, BBG

## Pour le marché obligataire, l'inflation due aux droits de douane se dissipera rapidement

Décomposition des variations des taux des obligations depuis le 1<sup>er</sup> avril



Source : BNC, BBG

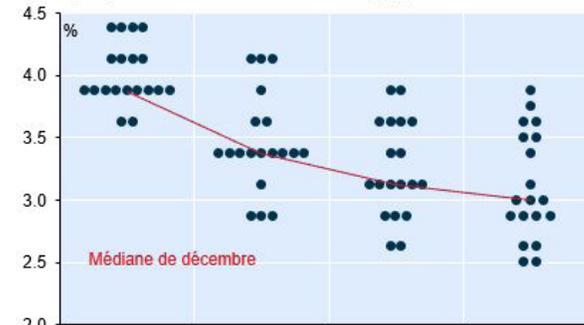
Cela semble concorder avec le scénario de base du président de la Fed Jerome Powell. Le mois dernier, celui-ci a avancé l'idée que l'inflation due aux droits de douane pourrait être « transitoire », ce qui est un choix de mot surprenant étant donné l'historique de la banque centrale avec ce terme. Un discours postérieur au « jour de la libération » a réitéré ce sentiment (cette fois-ci, le mot « transitoire » était remplacé par le mot « temporaire »). Cependant, cela ne signifie pas que les pressions sur les prix seront ignorées et que des réductions des taux sont imminentes. M. Powell a aussi souligné qu'il est « possible » que les effets soient plus persistants. D'autres représentants de la Fed ont

insisté davantage sur le risque. L'élément marquant est que la Fed ne sait pas comment se dérouleront les prochains mois, ni en matière de politique commerciale ni en ce qui concerne les implications économiques exactes d'une guerre commerciale prolongée. Tout ce qu'elle peut dire c'est qu'il y a des risques concurrents pour les deux volets de son double mandat, si bien que, pour le moment, il n'y a pas de raison de changer de politique.

C'est d'ailleurs le message qui a été communiqué il y a longtemps, à la réunion de la Fed de mars. À l'époque, le FOMC a révisé à la baisse les projections de croissance en même temps qu'il a revu à la hausse les prévisions d'inflation. L'effet net sur la projection médiane pour les fonds fédéraux? Aucun. Dans son plus récent discours, M. Powell a reconnu que des hausses de droits de douane plus importants que prévu auront probablement un effet plus important que prévu sur la croissance et l'emploi. Là encore, la réponse appropriée en termes de politique à ce genre de situation est ambiguë. L'inertie implique donc le maintien d'une politique de statu quo.

## L'inertie maintient les points en place, malgré l'augmentation des risques

Graphique à points du FOMC de mars 2025 avec la projection médiane de décembre



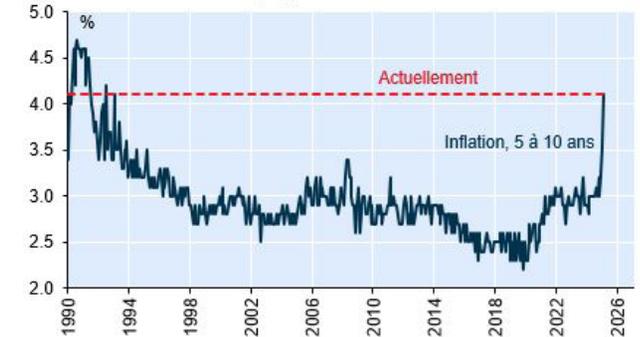
Source : BNC, Fed

Pour le moment, les données économiques dont dispose la Fed n'impliquent pas une nécessité immédiate de réduire les taux. Malgré un chiffre plus faible que prévu de l'IPC pour mars, l'inflation reste supérieure à la cible, certains signes préliminaires laissant entrevoir que les droits de douane et l'incertitude pourraient se répercuter sur les prix des biens. Pendant ce temps, les mesures de l'inflation basées sur une enquête augmentent, étant plus importantes à court terme. Les prévisions à plus long terme sont un peu plus contrastées avec peu voire

aucune hausse pour certains (NY Fed), alors que d'autres indiquent une augmentation importante (UMich).

## Selon l'UMich, des indices d'attentes débridées?

Indice de l'Université du Michigan, prévisions d'inflation dans 5 à 10 ans



Source : BNC, BBG

Notons que la croissance pourrait ralentir fortement au premier trimestre si on se fie au modèle GDP Now de la Fed d'Atlanta (en fait, elle pourrait être négative). Cependant, l'estimation de ce modèle est en grande partie fonction de la hausse des importations au T1 qui fait mécaniquement baisser la croissance du PIB. La demande intérieure sous-jacente, bien que ralentie, va continuer de croître. De la même manière, le marché du travail reste en bonne forme (ou, du moins, l'était en mars 2025). L'embauche a surpris à la hausse et, si le taux de chômage a monté d'un cran, c'était attribuable à une augmentation plus forte de la population active.

Bien entendu, si la pause de 90 jours de la Maison-Blanche ne devient pas permanente, les perspectives de croissance déjà chancelante se mueront presque assurément en récession. À ce stade, nous continuons d'espérer que la désescalade se poursuivra. Certes, des droits de douane, sous une forme ou une autre, resteront en vigueur, c'est presque sûr. Cela infligera des dommages aux perspectives de croissance et aura aussi des implications pour l'inflation. Cependant, ces effets pourraient être suffisamment modérés pour éviter que l'économie des États-Unis s'enraye complètement. Dans ce contexte, celui d'une croissance plus lente et d'un environnement plus inflationniste, nous gardons confiance dans notre prévision antérieure concernant les taux de la Fed et qui implique une baisse de 75 points de base cette année.

# Taux d'intérêt et marché obligataire

En ce qui concerne le marché des obligations du Trésor, les rendements pourraient baisser un peu à mesure que la Fed assouplira sa politique. Mais, nous ne nous attendons qu'à des baisses timides à l'extrémité éloignée de la courbe puisqu'une politique budgétaire de plus en plus distendue continue d'entraîner une montée de la courbe de la dette américaine. L'administration américaine prétend que les recettes douanières (plus les gains d'efficacité de l'appareil gouvernemental) seront suffisantes pour financer la reconduction des réductions d'impôt de 2017, mais nous n'en sommes pas convaincus. Les investisseurs exigeront de plus en plus une meilleure rémunération (c.-à-d., des primes de terme) pour financer une trajectoire budgétaire insoutenable.

## Une reconduction des réductions d'impôt augmentera probablement les émissions d'UST

Scénario du CBO + autres projections de la dette en proportion du PIB



Source : BNC, CBO | Nota : Scénario de base selon les projections de mars 2024

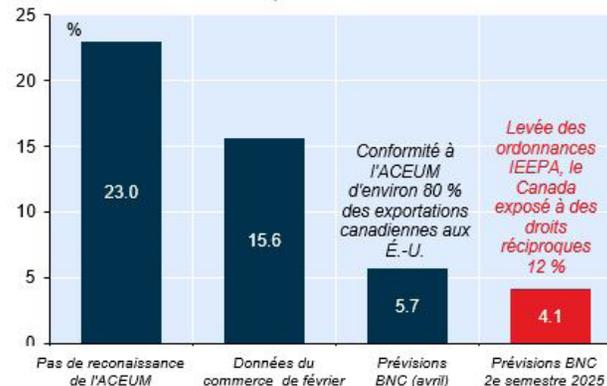
## BdC: Répit modeste pour une économie fragile

Le Canada a peut-être échappé à de nouveaux droits de douane le « jour de la libération », mais cela ne veut pas dire que l'horizon s'est éclairci le 2 avril. D'autres droits de douane avaient déjà été infligés au voisin nordique des États-Unis. Cela avait commencé dès le début de mars (après un report d'un mois) avec l'application de droits généralisés de 25 %, sauf quelques exemptions pour des secteurs tels que celui de l'énergie (soumis à une taxe de 10 %). Des taxes sur l'acier et l'aluminium ont suivi, avant une autre qui, peu après, s'est abattue sur l'automobile. En fait, ce fut une rafale de décrets-lois étourdissante qui, avant quelques exceptions, équivalait à une taxe effective de 23 % sur les exportations canadiennes à destination des États-Unis.

Dans les faits, la taxe imposée sur les marchandises canadiennes est plus faible et pourrait encore changer. Les droits de douane imposés sous prétexte de lutte contre les importations de fentanyl et de sécurité de la frontière comportent des exemptions pour les biens en conformité avec l'ACEUM, qui, en février, couvraient environ un tiers du commerce de marchandises. Cela fait baisser le taux effectif à 15 %. Pour la plupart des produits, la démonstration de la conformité à l'ACEUM nécessite la préparation de simples déclarations, ce qui a probablement entraîné une multiplication des inscriptions en mars. Nous présumons qu'environ 90 % des échanges commerciaux pourraient être certifiés conformes, ce qui ramènerait les droits effectifs au taux plus gérable de 6 %. Si les taxes reliées à l'IEEPA (c.-à-d., celles se rapportant au fentanyl et à la sécurité de la frontière) sont, à terme, supprimées, nous estimons que le taux effectif des droits de douane pourrait s'établir à moins de 5 %. Cela semble bien plus avantageux que les 25 %, mais c'est encore bien supérieur aux taux de moins de 1 % en vigueur avant les rodontades douanières de Washington.

## L'ACEUM, première source de baisse des droits de douane

Taux effectif des droits de douane pour le Canada selon divers scénarios

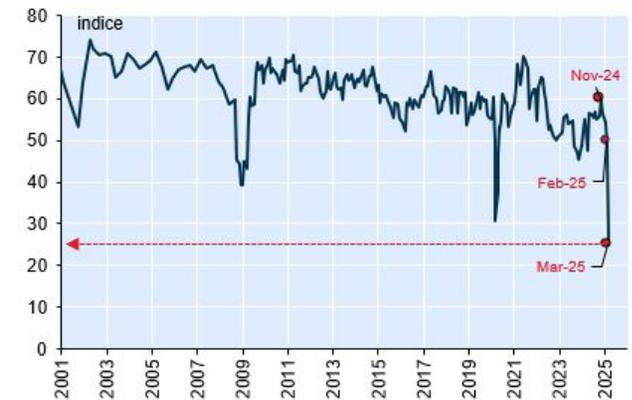


Source : BNC, US Census Bureau | Nota : Selon les pondérations du commerce de la Feb, politiques douanières actuelles

Le commerce international finira par se stabiliser avec le temps (et nous l'espérons, rapidement), mais pour le moment, c'est l'incertitude qui domine. La confiance des petites entreprises se détériore régulièrement depuis le début de 2025. La chute du baromètre des affaires de la FCEI en mars a atteint un record et situe la série au plus bas à ce jour (depuis environ 25ans).

## Le baromètre des affaires de la FCEI à un creux record

Indice du baromètre des affaires de la FCEI



Source : BNC, FCEI | Nota : Reflète les prévisions pour les 12 prochains mois

La plus récente Enquête sur les perspectives des entreprises de la Banque du Canada présente le même tableau déprimé. Son indicateur s'est contracté au T1 après avoir progressé régulièrement depuis les niveaux les plus pessimistes enregistrés au milieu de 2023. Cela s'explique par un ralentissement de la prévision des ventes, des intentions d'investissement réduites et de sérieuses révisions à la baisse des plans d'embauche. Alors que cette évolution n'a rien d'étonnant, ce rapport sous-estime peut-être même le degré d'anxiété puisque le sondage a été effectué entre le 6 et le 26 février, avant l'entrée en vigueur du plus gros des taxes.

## L'incertitude sape un peu plus le moral des entreprises

Enquête sur les perspectives des entreprises et évaluation des conditions actuelles



Source : BNC, BdC | Nota : L'indicateur des perspectives des entreprises est trimestriel, avec une interpolation pour produire des chiffres mensuels

# Taux d'intérêt et marché obligataire

Les consommateurs ne sont guère plus optimistes. L'indice de confiance des consommateurs du Conference Board a aussi chuté à un creux record en mars. Les consommateurs américains étaient aussi sous pression, mais de loin pas autant. C'est ce qui ressort de l'Enquête sur les attentes des consommateurs au Canada de la Banque du Canada. Les Canadiens se montrent de plus en plus inquiets pour la sécurité de l'emploi et, par conséquent, prévoient de réduire les dépenses discrétionnaires et de retarder certains achats importants. L'impact le plus tangible de l'anxiété collective canadienne se manifeste le plus nettement sur le marché de l'immobilier résidentiel, dont l'activité s'est grandement calmée.

## Les Canadiens broient du noir comme jamais

Indice de confiance des consommateurs du Conference Board, comparaison Canada et États-Unis

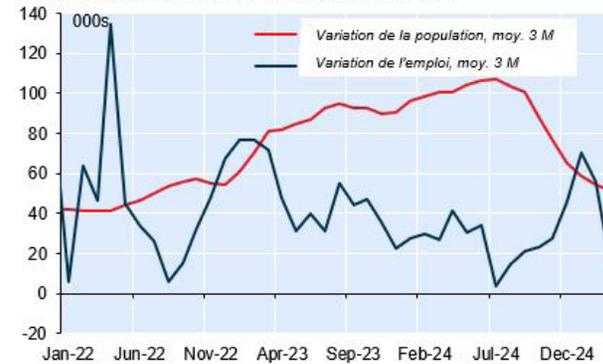


Source : BNC, Conference Board

Jusque-là, la faiblesse a surtout été mesurée dans des estimations de perception. Mais cela commence à changer. Les données rétrospectives du PIB (pour le T1 et janvier) ne semblent pas problématiques, mais l'Enquête sur la population active plus contemporaine commence à révéler des signes de fissures. La reprise impressionnante de l'embauche à la fin de 2024 et au début de 2025 s'est arrêtée net en février et a commencé à s'inverser en mars où l'emploi a chuté comme jamais depuis janvier 2022. Après avoir commencé à se consolider, le taux de chômage a repris son ascension. C'est une tendance dont nous prévoyons qu'elle continuera au cours des prochains mois.

## Le marché du travail préfigure-t-il une faiblesse dans les données statistiques fermes ?

Variation de la population et de l'emploi selon l'EPA, MM 3M



Source : BNC, Statistique Canada

Dans la plupart des circonstances, cette crise de confiance (et, maintenant, les signaux d'alerte du marché du travail) ferait anticiper un assouplissement de la politique monétaire de Banque du Canada, la banque centrale se montrant volontiers anticipatrice. Mais la situation actuelle est loin de la normale et, par conséquent, comme l'a dit le gouverneur dans une allocution le mois dernier, la conduite de la politique monétaire est aussi loin de la normale :

« Lorsque le scénario de référence est très incertain, nous accordons plus d'attention aux risques. Nous cherchons moins à trouver la politique monétaire optimale pour une perspective économique donnée qu'à formuler une politique qui fonctionne pour divers résultats. [...] Nous devons donc formuler une politique qui limite les risques. Cela signifie qu'il faut moins anticiper qu'à l'habitude, et attendre que la situation s'éclaircisse. Et cela pourrait aussi vouloir dire qu'il faut agir vite quand les choses se cristallisent. »

Il n'est pas étonnant de voir une incertitude élevée et des droits de douane généralisés détruire la confiance et ralentir l'embauche. Le ralentissement de la croissance du PIB est aussi quasiment assuré. Ce que nous ne savons pas avec la moindre certitude c'est quel sera l'impact de l'inflation. Or, c'est que qui pourrait limiter la portée de la détente monétaire, particulièrement dans l'immédiat (c.-à-d., à la décision du 16 avril).

## Les marchés ne sont pas convaincus d'une baisse des taux par la BdC en avril

Réduction des taux implicites selon les swaps indexés sur le taux à un jour (pb) à la réunion d'avril de la BdC, depuis la réunion de mars

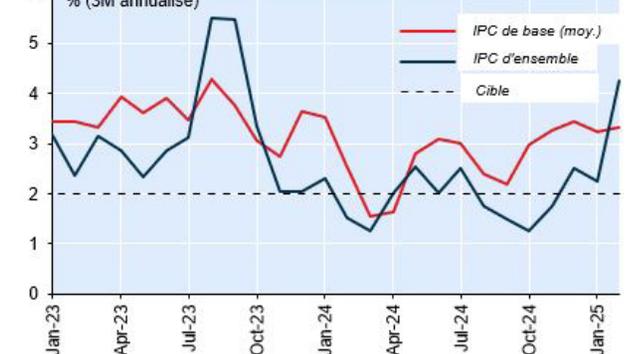


Source : BNC, BBG

Tout en se maintenant fermement dans la fourchette-cible de 1-3 %, l'inflation selon l'indice IPC tous éléments confondus a augmenté ces derniers mois, comme c'est le cas dans une économie qui se raffermie. Les mesures de base donnent des indications encore plus fortes.

## IPC d'ensemble et de base maîtrisé, mais trop haut

IPC d'ensemble et de base (3M t. a. désais.), trois dernières années



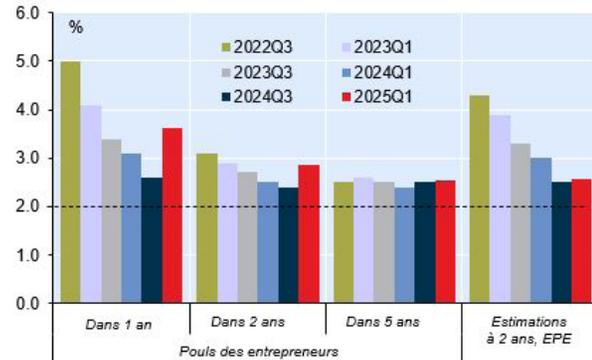
Source : BNC, BBG | Nota : La mesure de base est la moyenne de l'IPC tronqué et de l'IPC médian

À ce contexte sous-jacent de l'inflation, nous pouvons ajouter les répercussions potentielles des mesures de rétorsion du Canada et peut-être les impacts indirects de la hausse des attentes d'inflation. Ce faisant, il n'est pas difficile de voir pourquoi la BdC n'est pas pressée de réduire les taux d'intérêt.

# Taux d'intérêt et marché obligataire

## Les prévisions d'inflation remontent

Attentes d'inflation sur divers horizons, du Pouls des entrepreneurs et de l'Enquête sur les perspectives des entreprises (EPE)



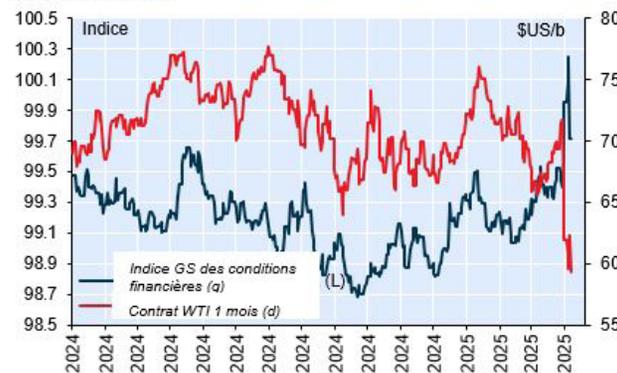
Source : BNC, BdC

Nous pensons qu'une approche attentiste l'emportera lors de la prochaine décision, particulièrement après la rétractation dans l'agression douanière des États-Unis et la stabilisation des marchés. Mais, que la Banque réduise les taux ou non en avril, nous pensons qu'il reste beaucoup de marge pour une poursuite de la détente en 2025. Si les nouvelles statistiques économiques se révèlent plus faibles, comme nous le prévoyons, la prochaine baisse du taux de financement à un jour pourrait avoir lieu dès le 4 juin. Et à mesure qu'il sera démontré et accepté que les effets négatifs sur la croissance de cette guerre commerciale sont plus importants que les pressions résultantes de l'inflation, de nouvelles baisses des taux auront lieu. Comme dans notre prévision de mars, nous pensons que le taux directeur de la Banque du Canada atteindra un niveau terminal de 2 % cette année.

Il y a cependant des risques dans les deux sens à cette prévision. D'une part, des tensions inflationnistes plus fortes que prévu pourraient limiter la baisse des taux d'intérêt, même si la croissance ralentit. D'autre part, l'effet sur la demande mondiale et les prix des produits de base pourrait être plus important, particulièrement si la pause de 90 jours des droits de douane réciproques n'est pas prolongée. Cela pourrait conduire à des baisses de taux encore plus importantes. La situation reste fluide. Un stress des marchés financiers prolongé pourrait aussi entraîner une intervention de la banque centrale, il importe donc de surveiller de près les conditions financières.

## Les conditions financières reflètent les droits de douane

Indice de la confiance des consommateurs du Conference Board, comparaison Canada et États-Unis



Source : BNC, BBG | Nota : Un chiffre plus élevé de l'indice GS représente des conditions plus tendues

Comme nous sommes d'avis que le choc pour la croissance dictera la trajectoire de la politique monétaire, la trajectoire des rendements des obligations du Canada pointe vers le bas. Cependant, les baisses de taux à long terme seront plus faibles que celles à court terme. Cela tient en partie à l'expansion de l'offre d'obligations alors que les gouvernements (fédéral et provinciaux) augmentent les déficits. Comme on ne manque pas de promesses électorales et vu les réactions potentielles aux droits de douane mettant en jeu le bilan, les risques liés à l'offre tendent à la hausse.

Le mois dernier, la refonte totale de la politique budgétaire de l'Allemagne (voir notre publication In Focus) était un des plus grands événements (non commerciaux) de l'année. L'engagement de plus de 1 000 milliards € de nouvelles dépenses sur la prochaine décennie de la part d'un pays historiquement frugal et qui a grand besoin d'un choc de croissance positif représente un changement sérieux. Nous ne nous attendons pas à ce qu'Ottawa et les provinces se lancent dans un programme de dépenses de la même ampleur, mais on ne manquera pas de demandes de dépenses et d'investissements de ce côté de l'Atlantique non plus. L'envergure de la politique budgétaire canadienne au cours de la prochaine décennie sera peut-être plus limitée, mais son orientation générale sera la même. Une version allégée du programme allemand en quelque sorte.

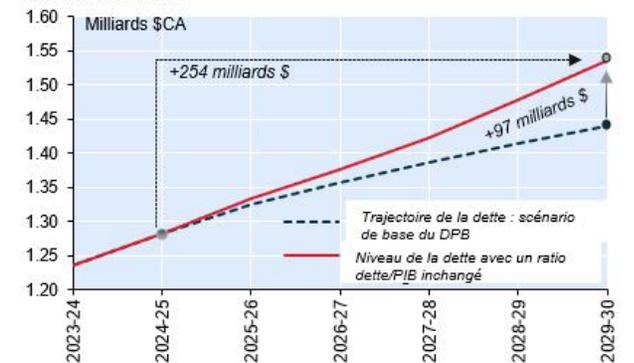
## Les plus fortes émissions brutes depuis le pic de la COVID



Source : BNC, BdC, GdC | Nota : « Div. » renvoie à la somme des émissions d'obligations vertes, d'ORR et de titres de très longue durée

## La règle budgétaire de M. Carney permet un endettement marginal

Scénario de base de la trajectoire de la dette fédérale et trajectoire impliquant un ratio dette/PIB stable



Source : BNC, DPB

# 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

## Des signaux d'alarme clignotent pour l'économie américaine

### Monde : Sous pression

Après avoir d'abord ignoré la rhétorique protectionniste agressive de Washington et la menace rampante de droits de douane généralisés, les marchés boursiers du monde réagissent maintenant. L'indice MSCI Monde (tous pays) a chuté de plus de 4 % en mars et les actions américaines ont pâti le plus (tableau).

### Monde : Les marchés boursiers pâtissent de l'incertitude commerciale

Indice composé MSCI : Évolution des cours

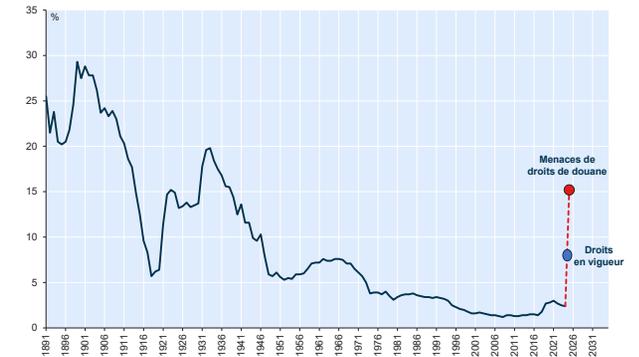
	Depuis le début		
	du mois	du trimestre	de l'année
MSCI Monde (TP)	-4,4	-2,2	-2,2
MSCI Monde	-5,1	-2,9	-2,9
MSCI États-Unis	-6,4	-5,3	-5,3
MSCI Canada	-3,0	-0,1	-0,1
MSCI Europe	-2,6	7,1	7,1
MSCI Pacifique sans le Japon	-1,3	0,1	0,1
MSCI Japon	2,4	-1,7	-1,7
MSCI MÉ	1,7	3,9	3,9
MSCI MÉ EMOA	2,2	6,6	6,6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

3/28/2025  
BNC Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

La mauvaise performance du marché boursier américain souligne l'ampleur de la menace des droits de douane et leur potentiel d'inflexion des résultats des entreprises. Selon Bloomberg, les taxes à l'importation déjà en place ont fait monter le taux effectif des droits de douane américains d'environ 7 % – soit plus haut que jamais depuis la Deuxième Guerre mondiale. Si Washington met en application une deuxième vague de prélèvements sur les importations de l'étranger, comme cela a été annoncé récemment, le taux effectif des droits de douane pourrait bondir à 15 %, ce qui ne s'était plus vu depuis les années 1930 (graphique).

### États-Unis : Retour aux années 1930?

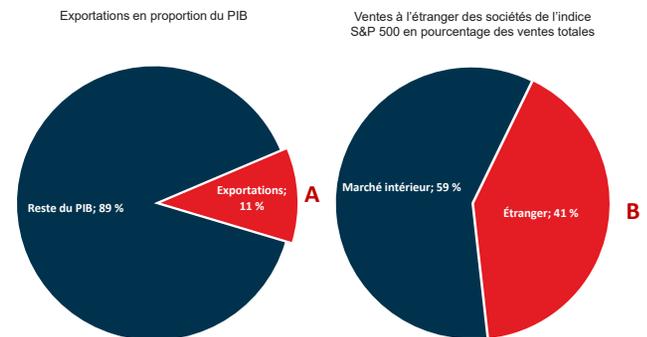
Moyenne historique des droits de douane américains effectifs : appliqués et dont la menace a été brandie



BNC Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Une taxe à l'importation de cette ampleur pourrait avoir des implications importantes pour les sociétés américaines. Alors que Washington affirme que l'économie est bien placée pour pouvoir résister à une guerre commerciale – en faisant valoir que les exportations ne représentent que 11 % du PIB –, le marché boursier pourrait voir les choses différemment. Les ventes à l'étranger représentent une part non négligeable, de 41 %, du chiffre d'affaires total des sociétés de l'indice S&P 500 (graphique).

### S&P 500 : Le marché boursier est très exposé à une guerre commerciale



BNC Économie et Stratégie (données du BEA et de Factset)

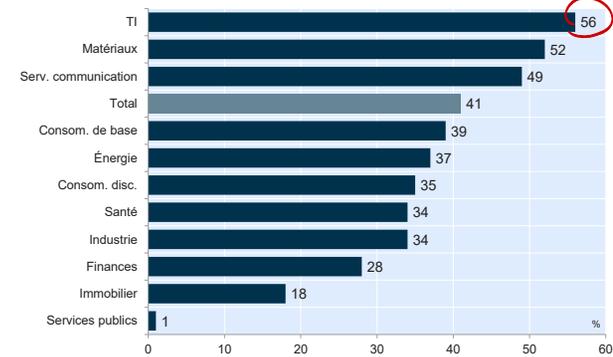
De tous les secteurs, celui de la technologie de l'information est le plus exposé à une guerre tarifaire potentielle et aux mesures de rétorsion des partenaires commerciaux étrangers, réalisant près de 60 % de ses ventes à l'étranger.

# Marché boursier et stratégie de portefeuille

er. Il est suivi de près par ceux des matériaux et des services de communication (graphique).

## S&P 500 : Le secteur technologique est le plus vulnérable

Part des ventes réalisées en dehors des États-Unis

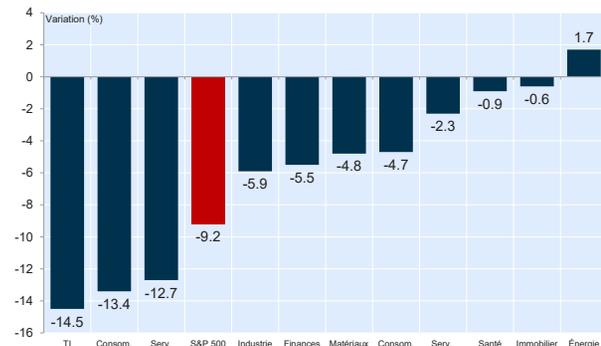


BNC Économie et Stratégie (données du BEA et de Factset)

Il n'est par conséquent pas étonnant que le secteur de la TI – qui représente une part substantielle de 30 % de l'indice S&P 500 – ait été affecté le plus sévèrement et ait chuté de 14,5 % depuis que l'indice a culminé le 19 février 2025. Et la TI n'est pas le seul secteur concerné. Le repli s'est propagé à d'autres secteurs; la consommation discrétionnaire et les services de communication ont notamment reculé de plus de 10 %. L'énergie se démarque comme unique secteur affichant un rendement positif depuis le 19 février (graphique).

## S&P 500 : La baisse dépasse les 10 % dans trois secteurs importants

Rendements depuis le pic de l'indice S&P 500 du 19 février 2025 (jusqu'au 28 mars 2025)

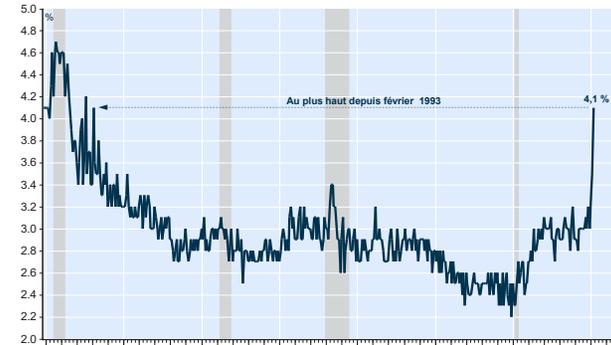


BNC Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

L'incertitude entourant les droits de douane commence aussi à saper la confiance des consommateurs américains. Les attentes d'inflation des ménages à moyen terme ont bondi à un sommet qui n'avait plus été atteint depuis 32 ans, de 4,1 %, en mars (graphique).

## É.-U. : Les attentes d'inflation au plus haut depuis 32 ans

Attentes d'inflation des consommateurs dans les 5-10 prochaines années, enquête sur la confiance des consommateurs de l'Université du Michigan

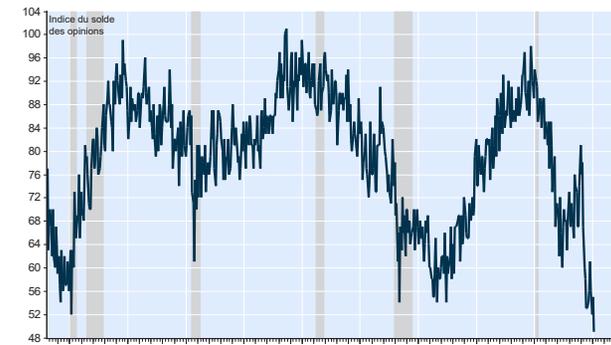


BNC Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Résultat, l'enquête sur la confiance des consommateurs de l'Université du Michigan de mars a enregistré le solde d'opinions sur l'amélioration du pouvoir d'achat le plus négatif de son histoire – dépassant même les creux atteints pendant la période de forte inflation des années 1980 (graphique).

## É.-U. : Les prévisions de pouvoir d'achat atteignent un creux record

Prévisions de revenu réel des ménages au cours des 12-24 prochains mois\*, Université du Michigan

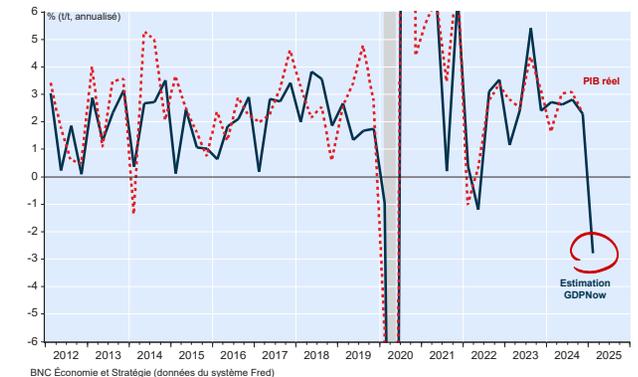


\*Pourcentage de répondants prévoyant une hausse – Pourcentage de répondants prévoyant une baisse + 100  
BNC Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

La combinaison d'une inflation élevée et d'une baisse du pouvoir d'achat – qui est le propre de la stagnation – présente un tableau inquiétant pour l'économie américaine et le volume de ventes futur des sociétés américaines. Selon l'estimation GDPNow de la Fed d'Atlanta, en date du 28 mars, l'économie était en passe d'enregistrer une contraction annualisée de 2,8 % au 1T 2025. À un mois de la première estimation officielle du PIB (des révisions à la hausse sont encore possibles), il s'agit de la plus faible estimation de croissance de l'histoire de GDPNow depuis son lancement en 2011, hors récession COVID (voir graphique).

## É.-U. : Des signaux d'alarme clignotent pour l'économie américaine

Estimation GDPNow de la Fed d'Atlanta et PIB réel



BNC Économie et Stratégie (données du système Fed)

Un ralentissement économique clair – sans parler d'une contraction en bonne et due forme – contraste avec le consensus actuel des analystes, qui tablent sur une croissance des BPA de 11 % en 2025. Cette prévision comprend des apports positifs de tous les grands secteurs sauf de ceux de l'immobilier et de l'énergie. À notre avis, il reste beaucoup de place pour des révisions à la baisse des bénéfices au cours des prochains mois (tableau).

# Marché boursier et stratégie de portefeuille

## S&P 500 : Le consensus table encore sur une croissance du BPA à deux chiffres en 2025

BPA : Réalisé et prévu par les analystes

	Bénéfice par action					Croissance du BPA (%)		
	2024	2025	2026	12 DM	12 PM	2025	2026	12 PM
S&P 500	238	265	304	247	277	11	14	12
ÉNERGIE	46	46	54	46	48	0	19	5
MATÉRIAUX	25	26	31	25	27	4	18	8
INDUSTRIE	43	50	58	44	52	16	16	17
CONS. DISC.	59	63	73	60	65	7	16	9
CONS. DE BASE	39	40	43	39	41	2	8	4
SANTÉ	81	95	105	84	98	18	10	16
FINANCES	46	49	55	47	51	6	13	8
TI	130	156	183	139	166	20	18	19
TÉLÉCOM	16	18	20	16	18	12	14	13
SERV. PUBLICS	21	22	24	21	23	5	8	6
IMMOBILIER	7	7	7	7	7	-4	13	1

3/28/2025

BNC Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

## S&P/TSX : Adieu aux gains de l'année

Après avoir résisté initialement à l'impact négatif des droits de douane américains sur l'économie canadienne, l'indice S&P/TSX a maintenant reperdu la quasi-totalité des gains réalisés depuis le début de 2025. Au moment de rédiger ces notes, l'indice de référence canadien est en hausse d'à peine 0,1 %, et seulement trois de ses secteurs – matériaux, énergie et services publics – affichent encore une progression (tableau).

## S&P/TSX : L'indice reperd ses gains du début de l'année

Indice composé S&P/TSX : Évolution des cours

	Depuis le début		
	du mois	de l'année	du trimestre
S&P TSX	-2,5	0,1	0,1
MATÉRIAUX	6,4	19,3	19,3
ÉNERGIE	2,9	1,0	1,0
SERVICES PUBLICS	1,0	3,3	3,3
CONS. DE BASE	0,4	-2,6	-2,6
IMMOBILIER	-2,0	-2,8	-2,8
TÉLÉCOM	-3,7	-0,2	-0,2
CONS. DISC.	-4,1	-2,2	-2,2
FINANCES	-4,7	-3,0	-3,0
BANQUES	-5,0	-4,0	-4,0
SANTÉ	-5,1	-10,0	-10,0
INDUSTRIE	-5,8	-3,3	-3,3
TI	-12,3	-7,0	-7,0

3/28/2025

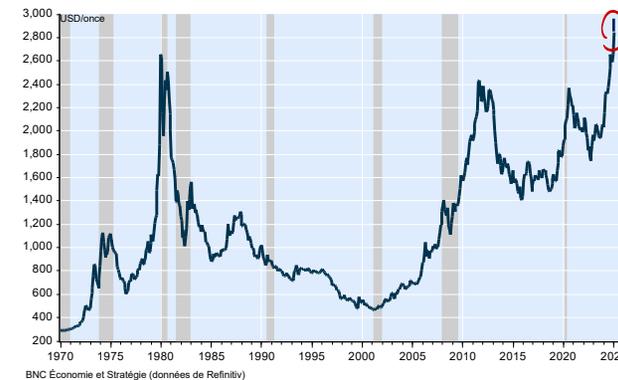
BNC Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Le secteur des matériaux continue de bénéficier de l'ascension parabolique des prix de l'or, nourrie par la dérive protectionniste actuelle et l'augmentation de

l'incertitude géopolitique. En mars, le lingot d'or a dépassé les 3 000 \$ US l'once, enregistrant de nouveaux records à la fois en termes nominaux et après correction des effets de l'inflation (graphique)

## Monde : L'or atteint les 3 000 \$ US l'once

Prix de l'or en dollars constants (corrige de l'IPC américain – données mensuelles)



BNC Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

La tendance à la hausse de l'or continuera-t-elle? Alors que la courbe prévisionnelle laisse entrevoir une augmentation modeste d'environ 3 % sur les six à douze prochains mois, le consensus des analystes pointe un repli potentiel de l'ordre de 8 à 12 % (tableau).

## Prévision de prix des produits de base

Hypothèses des analystes				
	Cuivre	Or	Pétrole brut	Gaz naturel
Prix actuels	9795	3120	69	4,19
Hypothèses des analystes				
T+2	9550	2850	69	3,50
T+4	9700	2723	68	3,75
Croissance (T <sub>t</sub> /T <sub>0</sub> )				
T+2	-2,5 %	-8,7 %	-0,5 %	-16,5 %
T+4	-1,0 %	-12,7 %	-2,0 %	-10,5 %
Prévisions de prix actuelles				
	Cuivre	Or	Pétrole brut	Gaz naturel
Prix actuels	9795	3120	69	4,19
Prix futurs				
T+2	9794	3147	67	4,54
T+4	9762	3211	65	4,46
Croissance (T <sub>t</sub> /T <sub>0</sub> )				
T+2	0,0 %	0,9 %	-3,2 %	8,3 %
t+4	-0,3 %	2,9 %	-6,3 %	6,4 %

3/31/2025

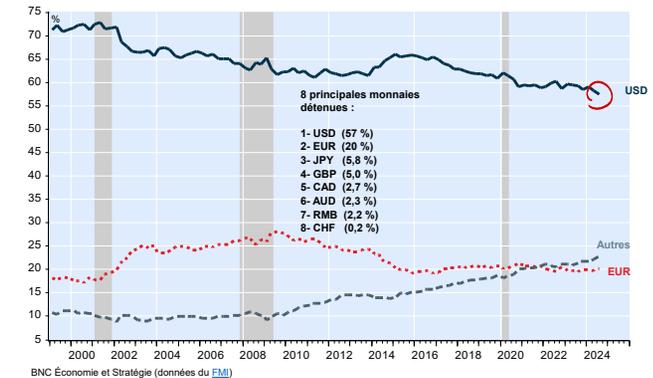
BNC Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

À notre avis, les deux estimations pour le métal jaune semblent exagérément prudentes. Alors que Washington manifeste de plus en plus l'intention de réduire la protec-

tion militaire de ses alliés, le statut du dollar américain comme monnaie de réserve mondiale pourrait être remis en question – ce qui serait probablement positif pour l'or. Selon les données les plus récentes, la part du dollar US dans les réserves de change mondiales a chuté à un nouveau creux générationnel de 55 % (graphique).

## Monde : Le statut de monnaie de réserve de l'USD s'érode

Parts des réserves de change totales attribuées

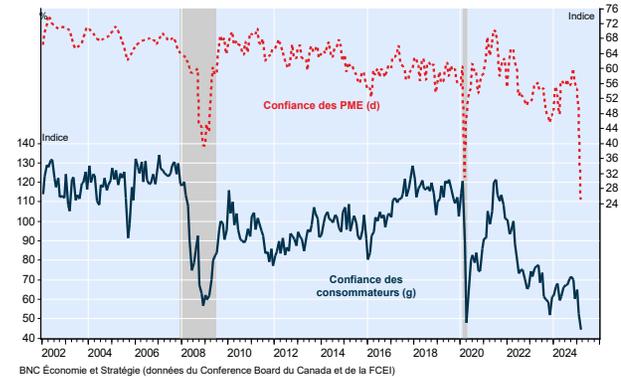


Les perspectives pour l'économie canadienne plus large restent incertaines. Bien qu'on s'attende à une croissance positive forte du Canada au T1 – contrastant avec une contraction probable aux États-Unis –, il y a peu de raisons de s'en complaire, car les facteurs motivant l'élan récent semblent en grande partie passagers. Plusieurs secteurs ont été soutenus par une hausse des exportations alors que les sociétés américaines ont accéléré leurs achats de marchandises canadiennes avant l'imposition des droits de douane attendus. En même temps, les ménages ont profité de mesures de stimulation gouvernementales, dont la suspension de la TPS/TVH et les aides aux ménages avant l'élection en Ontario. À l'avenir, le projet de l'administration américaine d'imposition de droits de douane réciproques au début d'avril représente un risque important pour les perspectives économiques du Canada. L'effondrement récent de la confiance des petites entreprises menace la stabilité du marché du travail et les investissements futurs. Par ailleurs, la confiance des consommateurs a chuté à un plancher record en mars, laissant présager un ralentissement des dépenses des ménages à moins que les tensions avec les États-Unis ne retombent considérablement (graphique).

# Marché boursier et stratégie de portefeuille

## Canada : La confiance a plongé devant l'incertitude douanière

Indice de confiance des consommateurs du Conference Board et baromètre des affaires de la FCEI (confiance des PME)



BNC Économie et Stratégie (données du Conference Board du Canada et de la FCEI)

En conséquence, nous nous attendons à un net ralentissement de l'économie canadienne au deuxième semestre de 2025. Cela prépare le terrain à de possibles surprises négatives dans les résultats des entreprises, particulièrement alors que le consensus table toujours sur une hausse des BPA de 11 % en 2025 (tableau).

## S&P/TSX : Les prévisions de bénéfice semblent ambitieuses

Indice composé S&P/TSX : prévision de BPA des analystes

	Bénéfice par action					Croissance du BPA (%)		
	2024	2025	2026	12 DM	12 PM	2025	2026	12 PM
S&P TSX	1465	1630	1822	1509	1682	11	12	11
ÉNERGIE	197	226	233	204	225	14	3	10
MATÉRIAUX	177	224	278	189	238	27	24	26
INDUSTRIE	233	261	302	239	271	12	16	13
CONS. DISC.	198	204	236	199	211	3	16	6
CONS. DE BASE	471	529	591	480	536	12	12	12
SANTÉ	14	19	21	15	19	34	10	30
FINANCES	344	369	410	353	383	7	11	9
BANQUES	373	402	443	385	419	8	10	9
TI	28	31	37	28	33	11	19	15
TÉLÉCOM	89	85	88	88	85	-5	5	-3
SERV. PUBLICS	109	123	138	112	126	13	12	13
IMMOBILIER	185	236	245	193	239	28	4	24

BNC Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

## Répartition des actifs

Ce mois-ci, nous accentuons notre répartition des actifs défensif en augmentant notre position en liquidités, par la réduction de notre exposition aux actions américaines à 5 points de pourcentage sous la norme de référence. Le penchant de la politique économique américaine actuelle qui conduit à la stagflation – marqué par un protectionnisme agressif, un laxisme fiscal et des mesures restrictives en immigration – représente un risque significatif sur les chaînes d'approvisionnement mondiales et les bénéfices des entreprises. Cette dynamique limite aussi la capacité des banques centrales d'offrir un soutien par leur politique monétaire. Nous prévoyons de maintenir ce positionnement prudent jusqu'à ce que la Maison Blanche adopte des mesures visant à protéger la croissance économique américaine et à rétablir la stabilité macroéconomique.

Répartition des actifs			
	Indice de référence (%)	Recommandation FBN (%)	Variation (%)
<b>Marché boursier</b>			
Actions canadiennes	20	18	
Actions américaines	20	15	-3
Actions étrangères (EAEO)	5	3	
Marchés émergents	5	3	
<b>Marché obligataire</b>	45	53	
<b>Liquidités</b>	5	8	+3
<b>Total</b>	100	100	

BNC Économie et Stratégie

## Rotation sectorielle

Notre répartition sectorielle reste inchangée ce mois-ci.

# Marché boursier et stratégie de portefeuille

## Rotation sectorielle fondamentale - Avril 2025

Nom (secteur/industrie)	Recommandation	Pondération S&P/TSX
<b>Énergie</b>	<b>Équipondérer</b>	<b>17.2%</b>
Équipements et services pour l'énergie	Équipondérer	0.2%
Pétrole, gaz et combustibles	Équipondérer	17.0%
<b>Matériaux</b>	<b>Équipondérer</b>	<b>13.6%</b>
Produits chimiques	Sous-pondérer	1.1%
Emballage et conditionnement	Équipondérer	0.4%
Métaux et minerais *	Équipondérer	11.9%
Or	Sur-pondérer	9.2%
Papier et industrie du bois	Équipondérer	0.3%
<b>Industrie</b>	<b>Sous-pondérer</b>	<b>12.2%</b>
Biens d'équipement	Équipondérer	3.0%
Services aux entreprises	Sous-pondérer	3.9%
Transports	Sous-pondérer	5.3%
<b>Consommation discrétionnaire</b>	<b>Sous-pondérer</b>	<b>3.2%</b>
Automobiles et composants automobiles	Sous-pondérer	0.4%
Biens de consommation durables et habillement	Sous-pondérer	0.3%
Services aux consommateurs	Sous-pondérer	0.8%
Distribution	Équipondérer	1.6%
<b>Biens de consommation de base</b>	<b>Sur-pondérer</b>	<b>3.8%</b>
Distribution alimentaire et pharmacie	Sur-pondérer	3.5%
Produits alimentaires, boisson et tabac	Sur-pondérer	0.3%
<b>Santé</b>	<b>Équipondérer</b>	<b>0.3%</b>
Équipements et services de santé	Équipondérer	0.2%
Produits pharmaceutiques et biotechnologie	Équipondérer	0.1%
<b>Finance</b>	<b>Équipondérer</b>	<b>32.1%</b>
Banques	Équipondérer	19.5%
Services financiers diversifiés	Équipondérer	4.6%
Assurance	Équipondérer	7.9%
<b>Technologies de l'information</b>	<b>Équipondérer</b>	<b>9.4%</b>
<b>Télécommunications</b>	<b>Sur-pondérer</b>	<b>2.4%</b>
<b>Services aux collectivités</b>	<b>Sur-pondérer</b>	<b>3.9%</b>
<b>Immobilier</b>	<b>Sous-pondérer</b>	<b>1.9%</b>

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

# Marché boursier et stratégie de portefeuille

Prévisions Canada			
	Actuel		Cible
<b>Niveau de l'indice</b>	<b>3/28/2025</b>		<b>T4 2025</b>
S&P/TSX	24 759		23 900
<b>Hypothèses</b>			T4 2025
Niveau: Bénéfices	1509		1540
Dividendes	732		748
Ratio C/B passé	16.4		15.5

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

Prévisions États-Unis			
	Actuel		Cible
<b>Niveau de l'indice</b>	<b>3/28/2025</b>		<b>T4 2025</b>
S&P 500	5581		5300
<b>Hypothèses</b>			T4 2025
Niveau: Bénéfices	247		249
Dividendes	76		77
Ratio C/B passé	22.6		21.3

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

Rendement des marchés boursiers internationaux								
	Rendements en monnaie locale (Indices MSCI en \$ US)				Canadian Dollar Returns (%)			Corrélation avec le S&P 500*
	Mois à date	Année à date	1 an	3 ans	Année à date	1 an	3 ans	
	<b>Amérique du Nord - Indice MSCI</b>	-6.3	-5.1	6.2	20.5	-5.7	12.1	
États-Unis - S&P 500	-6.3	-5.1	6.2	22.0	-5.8	12.1	38.5	1.00
Canada - S&P TSX	-2.5	0.1	11.7	12.7	0.1	11.7	12.7	0.94
<b>Europe - Indice MSCI</b>	1.0	11.7	5.9	18.2	10.9	11.7	34.1	0.87
Royaume-Uni - FTSE 100	-1.7	5.9	8.9	15.9	8.7	17.7	30.1	0.88
Allemagne - DAX 30	-0.4	12.8	21.5	55.8	17.1	28.5	74.5	0.94
France - CAC 40	-2.4	7.3	-3.5	20.1	11.3	2.0	34.6	0.74
Suisse - SMI	-1.3	10.7	9.5	5.6	13.1	18.1	27.3	0.80
Italie - Milan Comit 30	1.7	10.8	2.7	26.6	15.0	8.6	41.8	0.85
Pays-Bas - Amsterdam	-1.6	3.3	2.9	26.0	7.2	8.9	41.1	0.94
<b>Zone Pacifique - Indice MSCI</b>	1.7	2.4	1.3	6.2	1.7	6.9	20.6	0.91
Japon - Nikkei 225	-0.1	-7.0	-7.6	32.8	-3.4	-1.8	24.0	0.93
Australie - All ordinaries	-2.5	-2.7	0.5	6.6	-1.7	2.4	1.9	0.95
Hong Kong - Hang Seng	2.1	16.8	41.6	8.0	15.8	50.4	23.5	0.11
<b>MSCI - Monde</b>	-4.5	-2.0	5.8	18.7	-2.6	11.6	34.8	1.00
<b>MSCI - Monde ex. É.-U.</b>	0.8	7.5	4.7	12.5	6.7	10.5	27.7	0.91
<b>MSCI - EAEO</b>	1.2	8.4	4.5	14.0	7.6	10.2	29.4	0.89
<b>MSCI - Marchés émergents (indice libre)</b>	2.1	4.2	7.7	-0.4	3.5	13.7	13.1	0.80

\* Corrélation des rendements mensuels sur 3 ans

# Marché boursier et stratégie de portefeuille

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

3/28/2025

	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			
<b>S&amp;P 500</b>	<b>100</b>	<b>5580.9</b>	<b>-6.5</b>	<b>6.2</b>	<b>11.4</b>	<b>14.4</b>	<b>12.2</b>	<b>21.4</b>	<b>18.7</b>	<b>20.5</b>	<b>14.7</b>	<b>1.68</b>	<b>-1.31</b>
Énergie	3.64	708.2	9.5	-1.8	0.0	19.4	4.8	15.5	13.0	14.7	6.4	3.05	-4.45
Matériaux	2.01	536.3	0.2	-8.4	3.8	17.7	7.5	20.9	17.8	20.0	11.9	2.65	-9.80
Industrie	8.46	1102.7	-2.3	3.4	16.1	16.3	16.6	22.8	19.6	21.8	10.7	1.32	-3.22
Consommation discrétionnaire	10.38	1578.2	-16.0	6.2	6.6	15.7	8.9	25.1	21.7	24.1	14.6	2.70	-2.05
Consommation de base	5.99	878.4	1.8	7.9	1.8	7.9	3.6	21.9	20.3	21.3	6.5	5.85	-3.09
Santé	11.14	1687.1	4.1	-2.1	18.3	10.4	16.0	17.9	16.2	17.5	16.9	1.09	-1.28
Finance	14.58	819.2	1.0	16.8	5.6	13.2	7.6	16.8	14.9	16.2	12.8	2.14	1.72
Technologie de l'information	29.78	4018.8	-14.7	5.2	20.2	17.6	19.2	26.8	22.8	25.1	18.7	1.31	-0.95
Services de télécommunications	9.23	319.0	-8.2	12.2	12.2	13.8	12.7	18.7	16.4	18.1	15.0	1.43	-0.53
Services publics	2.53	396.6	2.5	18.9	5.2	8.0	5.9	17.9	16.6	17.6	8.1	2.97	-0.43
Immobilier	2.11	258.5	2.0	5.1	-3.5	13.4	0.6	40.0	35.3	38.7	14.0	65.44	-6.18

\* Source I/B/E/S

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

# Analyse technique



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

## Un marché en transition

Superficiellement, le graphique S&P/TSX reste positif alors que sa tendance à long terme à la hausse est intacte avec une rupture d'une ligne de tendance à court terme et alors que sa courbe de 50 jours donne de premiers signaux d'avertissement techniques. Cependant, sous la surface, monte une vague de faiblesse technique qui se manifestera au grand jour quand il sera pratiquement trop tard pour le commun des investisseurs. Alors que l'indice composé S&P/TSX n'en est qu'à 4 % de son point culminant, un nombre croissant d'actions sont bien en dessous de leurs hauts. Seulement 33 actions atteignent de nouveaux hauts sur 52 semaines en cours de séance récemment, la vaste majorité appartenant aux secteurs de l'or et de l'argent. Une vigueur de moins en moins étendue et une augmentation de la faiblesse menaceront le niveau de soutien clé de 24 200 du graphique S&P/TSX. Dans l'édition d'avril de *Vision*, nous mettons en vedette le graphique de l'indice S&P/TSX ainsi que des actions qui atteignent un sommet ou décrochent d'un sommet, ouvrant la voie à de nouvelles baisses. Sur ce marché, la préservation du capital l'emporte sur l'appréciation du capital.

# Analyse technique

## Indice composé S&P/TSX

Tout en se maintenant dans une tendance à la hausse, la courbe de l'indice S&P/TSX subit une détérioration technique qui conduit à une remise en cause de cette tendance ascendante. Cette dernière s'est heurtée à une résistance autour de 25 875 à la fin de 2024 et au début de 2025 et s'est inversée. Une rupture de cette ligne de tendance intermédiaire ascendante et de celle des 50 jours au début de mars a constitué un premier signal d'alarme. Le niveau de soutien clé à 24 200 a été testé et a produit un rebond qui a échoué. Le soutien à 24 200 devient maintenant critique alors qu'une rupture à ce niveau met aussi fin à une ligne de tendance à plus long terme et de 200 jours tout en achevant une formation sommitale. Le décrochage à ce sommet laisse entrevoir une faiblesse aux alentours de 22 000 à 22 500.



# Analyse technique

## DJ North America Junior Oil Index (DJNAJO)

Les actions du secteur de l'énergie et le WTI ont évolué dans un corridor large ces deux dernières années, à la recherche d'une direction. Les actions de sociétés d'énergie à grande capitalisation comme celles de Suncor Inc. (SU) se maintiennent relativement bien; cependant, les titres du secteur de l'énergie plus petits enregistrent des performances plus faibles. Le graphique ci-joint de l'indice DJ North American Junior Oil fait ressortir la tendance fléchissante des titres de petites pétrolières. Une série de hauts de moins en moins élevés au cours de la dernière année traduit la perte d'élan alors que la reprise depuis 2020 s'inverse. La descente sous le niveau de soutien de 1 780 met un point final à la formation sommitale et amorce une tendance baissière. Le dernier niveau de soutien d'une certaine importance était 1 600 et tout échec à ce niveau-là ouvrirait la porte à une chute à 1 200.



# Analyse technique

## Cenovus Energy Inc. (CVE)

Cenovus Energy continue de rester à la traîne du secteur de l'énergie. L'action s'est maintenue dans un corridor large au cours des trois dernières années alors que sa courbe dessinait une formation sommitale importante. Une baisse régulière au cours de la dernière année du sommet de sa fourchette de négociation près de 30,00 \$ au plancher de 20,00 \$ où le titre ne réussit pas à s'accrocher laisse penser que sa chute va se poursuivre. Une rupture sous 20,00 \$ complète une formation sommitale majeure de trois mois avec une perspective de baisse à 13,00 à 15,00 \$.



# Analyse technique

## Air Canada (AC)

Le titre Air Canada a passé les cinq dernières années dans une fourchette de négociation large après une reprise initiale à partir de son plancher de 2020. Un récent test du soutien autour de 14,70 \$ semble décevoir le titre étant descendu à un creux inégalé depuis cinq ans. Cette percée achève une formation sommitale de cinq ans avec des implications baissières. Un test du plancher de 2020 près de 9,50 \$ marquera une première étape alors qu'un accès de faiblesse qui ferait chuter le titre à 7,00 \$ n'est pas à exclure.



# Analyse technique

## Banque de Montréal (BMO)

Les valeurs financières en général laissent à désirer et BMO ne fait pas exception. Une reprise au cours des six derniers mois a vu le titre défier son sommet de 2022 près de 150,00 \$ puis caler. La courbe dessine une formation en podium de quatre mois et a récemment chuté sous 137,00 \$. Cela laisse penser que la tendance de la courbe à court et à moyen terme est à la baisse. Une cible de 120,00 \$ laisse penser que le profil risque-rendement est défavorable et qu'il est temps d'encaisser le profit.



# Analyse technique

## Canadian Pacific Kansas City Limited (CP)

Une formation sommitale de 15 mois vient d'apparaître sur le graphique de CP alors que le titre crève son niveau de soutien de 102,00 \$. La performance relative faible entraîne les prix à la baisse alors que le titre a accusé un retard au cours de la dernière année. En plus de la fin de la formation sommitale, la courbe a franchi une ligne de tendance remontant à 2020 en inversant une tendance haussière de plusieurs années annonçant une tendance baissière en vue. La cible se situe à 75,00 \$ à 80,00 \$.



# Analyse sectorielle



Dans cette section, les tableaux et graphiques sont basés sur les informations disponibles au **31 mars 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
<b>Énergie</b>	SECURE Waste Infrastructure Corp.	SES	\$15.68	\$18.00	2.55%	17.35%	Pétrole, gaz et combustibles
	Suncor Energy Inc.	SU	\$55.72	\$68.00	4.09%	26.13%	Pétrole, gaz et combustibles
	Tourmaline Oil Corp.	TOU	\$69.40	\$75.00	2.88%	10.95%	Pétrole, gaz et combustibles
<b>Matériaux</b>	Aya Gold & Silver Inc.	AYA	\$11.12	\$20.75	0.00%	86.60%	Or
	G Mining Ventures Corp.	GMIN	\$18.77	\$20.00	0.00%	6.55%	Or
	Hudbay Minerals Inc.	HBM	\$10.91	\$15.50	0.18%	42.25%	Métaux et minerais
	IAMGOLD Corp.	IMG	\$8.98	\$13.50	0.00%	50.33%	Or
	Kinross Gold Corp.	K	\$18.13	\$22.00	0.95%	22.29%	Or
	Lunding Mining Corp.	LUN	\$11.66	\$17.00	3.09%	48.89%	Métaux et minerais
	NGEx Minerals Ltd.	NGEX	\$13.05	\$17.00	0.00%	30.27%	Métaux et minerais
	Pan American Silver Corp.	PAAS	\$37.17	\$45.25	1.55%	23.28%	Métaux et minerais
	Solaris Resources Inc.	SLS	\$4.84	\$10.00	0.00%	106.61%	Métaux et minerais
	Transcontinental Inc.	TCL.a	\$17.67	\$22.00	5.09%	29.61%	Emballage et conditionnement
<b>Industrie</b>	Air Canada	AC	\$14.17	\$27.00	0.00%	90.54%	Transport
	ATS Corporation	ATS	\$35.87	\$54.00	0.00%	50.54%	Biens d'équipement
	Dexterra Group Inc.	DXT	\$7.99	\$12.50	4.38%	60.83%	Services aux entreprises
	Element Fleet Management Corp.	EFN	\$28.61	\$40.00	1.82%	41.63%	Services aux entreprises
	Exchange Income Corp.	EIF	\$49.72	\$73.00	5.31%	52.13%	Transport
	Hammond Power Solutions Inc.	HPS.a	\$76.10	\$140.00	1.45%	85.41%	Biens d'équipement
	Mullen Group Ltd.	MTL	\$12.50	\$19.00	6.72%	58.72%	Transport
	RB Global Inc.	RBA	\$100.30	\$118.00	1.16%	18.80%	Services aux entreprises
	Stantec Inc.	STN	\$119.28	\$143.00	0.75%	20.64%	Biens d'équipement
	Thomson Reuters Corp.	TRI	\$248.33	\$286.00	1.38%	16.55%	Services aux entreprises
	<b>Consommation discrétionnaire</b>	D2L Inc.	DTOL	\$16.07	\$22.00	0.00%	36.90%
Dollarama Inc.		DOL	\$153.88	\$166.00	0.28%	8.15%	Détaillants
<b>Biens de consommation de base</b>	Dentalcorp Holdings Ltd.	DNTL	\$8.28	\$16.50	1.21%	100.48%	Équipements et services de santé
	DRI Healthcare Trust	DHT.un	\$11.55	\$18.00	4.98%	60.83%	Produits pharmaceutiques et biotechnologie
<b>Santé</b>	Dentalcorp Holdings Ltd.	DNTL	\$8.28	\$16.50	1.21%	100.48%	Équipements et services de santé
	DRI Healthcare Trust	DHT.un	\$11.55	\$18.00	4.98%	60.83%	Produits pharmaceutiques et biotechnologie
	Banque de Montreal	BMO	\$137.42	\$161.00	4.63%	21.79%	Banques
	ECN Capital Corp.	ECN	\$2.58	\$5.00	1.55%	95.35%	Services financiers diversifiés
<b>Finance</b>	Fairfax Financial Holdings Ltd.	FFH	\$2079.84	\$2600.00	1.04%	26.05%	Assurances
	Banque Royale du Canada	RY	\$162.10	\$190.00	3.65%	20.86%	Banques
<b>Technologies de l'information</b>	Constellation Software Inc.	CSU	\$4557.37	\$5500.00	0.13%	20.81%	Logiciels et services
	Descartes Systems Group Inc.	DSG	US\$100.83	US\$135.00	0.00%	33.89%	Logiciels et services
	Kinaxis Inc.	KXS	\$158.66	\$225.00	0.00%	41.81%	Logiciels et services
	Shopify Inc.	SHOP	US\$95.48	US\$140.00	0.00%	46.63%	Logiciels et services
<b>Communications</b>	Cogeco Communications Inc.	CCA	\$70.18	\$85.00	5.26%	26.37%	Télécommunication
<b>Services aux collectivités</b>	Borex Inc.	BLX	\$28.92	\$43.00	2.28%	50.97%	Services aux collectivités
	Capital Power Corp.	CPX	\$47.83	\$65.00	5.45%	41.35%	Services aux collectivités
	Northland Power Inc.	NPI	\$19.67	\$32.00	6.10%	68.78%	Services aux collectivités
	TransAlta Corp.	TA	\$13.43	\$20.00	1.94%	50.86%	Services aux collectivités
<b>Immobilier</b>	Dream Industrial REIT	DIR.un	\$11.30	\$15.50	6.19%	43.36%	Immobilier
	Granite REIT	GRT.un	\$67.05	\$89.00	5.07%	37.81%	Immobilier
	StorageVault Canada Inc.	SVI	\$3.91	\$5.50	0.30%	40.97%	Immobilier

La liste de Sélections FBN représente les titres préférés de nos analystes à chaque mois. Un maximum de trois titres par analyste est sélectionné basé sur le rendement total estimé.

Prix en date du 31 mars 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

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

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

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

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

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

**Gabriel Dechaine**Analyste  
416 869-7442**Adjoints :**

Jacob Gardiner: 437 518-2299

Pranoy Kurian: 416 507-9568

**Sélections**

- › Banque de Montréal
- › Banque Royale du Canada

**Banques et sociétés d'assurances canadiennes**

► **Banque de Montréal (TSX : BMO) – Le revirement du crédit se poursuit; des perspectives relativement plus solides aux États-Unis**

Trois surprises positives ont marqué les résultats de BMO au T1 2025 : 1) une amélioration de la performance du crédit en glissement trimestriel, avec des pertes sur prêts inférieures de 13% à nos attentes; 2) un ratio CET 1 plus élevé que prévu qui améliore le profil défensif et apporte un soutien accru aux activités de rachats d'actions; et 3) un optimisme relativement plus prononcé eu égard aux perspectives de croissance des prêts aux États-Unis et aux gains de synergie en termes de revenus tirés de l'acquisition de Bank of the West. L'incertitude commerciale touchera les actions de chacune des six grandes banques, mais nous pensons que le positionnement relatif de BMO sera plus attrayant pour les investisseurs, ce qui justifie notre opinion positive à l'égard du titre. **Rendement supérieur.**

► **Banque Royale du Canada (TSX : RY) – Un trimestre solide, exception faite d'un seul problème dans le secteur du crédit**

Le marché a mal réagi à l'annonce des résultats de RY pour le T1 2025 en raison d'un écart négatif de 25% avec nos prévisions de PPC (et d'une augmentation correspondante de 34% t/t des soldes sur prêts douteux). Ces chiffres sont certes remarquables, mais ils sont attribuables presque en totalité à une seule exposition au crédit pour laquelle la banque avait constitué des provisions au T4 2024. Nous considérons que cette situation est exceptionnelle, et nous nous attendons à ce que, pour le reste de l'exercice 2025, la performance du crédit soit davantage conforme aux prévisions internes de la banque, qu'elle a d'ailleurs confirmées. Au-delà de cela, le trimestre a été marqué par des résultats relativement solides dans les activités de services bancaires aux particuliers et aux entreprises au Canada et meilleurs que prévu dans celles des marchés de capitaux et de la gestion de patrimoine. Notre avis reste positif à l'égard de RY en raison de sa solide position de capital, de l'équilibre sain de son portefeuille d'activités et de ses niveaux de provisionnement élevés. **Rendement supérieur.**

	Symb.	Cote du titre	Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 03/31	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B		VCPA			C/V/C		Div. %	Cours cible 12 mois	Δ
								dernier exerc.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	dernier trimest.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2			
<b>Banques</b>																				
Banque de Montréal	BMO	RS		99,905	727	137.42	10/2024	9.68	11.68	13.68	11.8	10.0	104.40	112.18	118.07	1.2	1.2	4.6%	161.00	
Banque Scotia	BNS	RM		84,983	1,246	68.23	10/2024	6.47	6.94	8.20	9.8	8.3	59.14	62.12	66.37	1.1	1.0	6.2%	78.00	
CIBC	CM	RS		76,287	942	80.95	10/2024	7.40	8.04	8.76	10.1	9.2	57.08	61.91	65.71	1.3	1.2	4.8%	101.00	
Banque Royale du Canada	RY	RS		229,267	1,414	162.10	10/2024	12.09	13.74	14.89	11.8	10.9	83.46	91.60	98.90	1.8	1.6	3.7%	190.00	
Banque Toronto-Dominion	TD	RM		151,102	1,752	86.23	10/2024	7.81	7.75	8.43	11.1	10.2	59.59	68.80	72.40	1.3	1.2	4.9%	84.00	
Banque Laurentienne	LB	RI		1,203	44	27.27	10/2024	3.57	3.24	4.05	8.4	6.7	57.36	60.09	61.80	0.5	0.4	6.9%	27.00	
EQB	EQB	RM		3,752	38	97.54	10/2024	11.03	12.02	13.75	8.1	7.1	77.51	87.31	98.45	1.1	1.0	2.1%	117.00	
<b>Assurances</b>																				
Great-West Lifeco	GWO	RM		52,534	932	56.38	12/2024	4.50	4.85	5.13	11.6	11.0	27.17	29.25	31.70	1.9	1.8	4.3%	53.00	
iA Groupe Financier	IAG	RM		12,751	93	136.66	12/2024	11.16	12.07	13.29	11.3	10.3	73.44	79.17	85.65	1.7	1.6	2.6%	141.00	
Financière Manuvie	MFC	RS		77,242	1,723	44.84	12/2024	3.87	4.25	4.66	10.6	9.6	25.63	28.12	30.33	1.6	1.5	3.9%	50.00	
Financière Sun Life	SLF	RS		47,266	574	82.36	12/2024	6.66	7.29	8.16	11.3	10.1	40.63	44.03	48.18	1.9	1.7	4.1%	93.00	
Sagicor Financier	SFC	RS		1,061	136	7.83	12/2024	0.90	1.03	1.16	7.6	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 (SEQE-UE) a clôturé le mois de septembre à €67 (US\$73). Dans l'ensemble, en moyenne, les SEQE-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 la fin de mai 2021, ont clôturé à £45 (US\$58) à la fin de mars; ils sont en baisse de 3% m/m en moyenne et de 9% depuis leur création.

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 un repli de 38% m/m, tandis que le contrat à terme actif du système de compensations d'émissions mondiales basées sur la nature (SCEMN) est resté largement inchangé 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

### ▣ Principaux faits saillants sur notre récente concertation sur le besoin croissant d'adaptation au changement climatique

Le 17 mars 2025, nous avons organisé une concertation virtuelle sur l'impératif croissant de l'adaptation au changement climatique. L'événement prévoyait un entretien avec Kathryn Bakos, directrice générale, Finance et Résilience au Centre Intact d'adaptation au climat, et Lisa Eichler, directrice exécutive, responsable des risques physiques et des solutions naturelles chez MSCI. Nos échanges ont porté sur les défis urgents et les opportunités émergentes qui sont ressortis de nos conversations avec les émetteurs et les investisseurs.

Pour planter le décor, le bilan financier du changement climatique n'est plus une menace lointaine, mais une réalité. Pour la seule année 2024, on estime que les catastrophes naturelles ont engendré des pertes économiques mondiales de US\$310 milliards, dont moins de la moitié, soit US\$135 milliards, ont été couvertes par les assurances, un écart qui représente un important défaut de protection. Les États-Unis notamment ont subi le passage de deux ouragans majeurs et une vague d'orages violents, représentant collectivement au moins les deux tiers des pertes assurées mondiales de l'année, tandis que le Canada a enregistré un record de US\$6.2 milliards (\$8.5 milliards) de pertes liées aux conditions météorologiques, faisant de 2024 l'année la plus coûteuse à ce titre de l'histoire du Canada. Pour la cinquième année consécutive, les pertes assurées mondiales ont dépassé la barre des US\$100 milliards, une tendance qui pourrait s'accroître à mesure que la fréquence des phénomènes météorologiques extrêmes s'intensifie.

Les projections annoncent que les pertes assurées pourraient doubler au cours de la prochaine décennie. Les arguments en faveur de l'adaptation au changement climatique sont donc clairs : les entreprises et les investisseurs qui ne s'adaptent pas s'exposent à une escalade des coûts, à des perturbations de la chaîne d'approvisionnement et à un délaissement de leurs actifs. Cependant, l'adaptation n'est pas qu'une question de gestion des risques; elle constitue aussi une nouvelle occasion d'investissement. Qu'il s'agisse d'infrastructures résilientes au changement climatique, de systèmes de gestion de l'eau ou de solutions de financement innovantes telles que les obligations catastrophes, les capitaux se dirigent de plus en plus vers des stratégies conçues pour lutter directement contre les effets du changement climatique. La question n'est plus de savoir si l'adaptation est nécessaire, mais à quelle vitesse les marchés peuvent augmenter la taille des investissements pour relever le défi et capter de la valeur au passage. Voici les faits saillants à retenir de notre concertation virtuelle :

- **La nécessité de s'adapter au changement climatique** : Le risque de dépasser l'objectif de 1.5°C est réel. Même si l'utilisation des combustibles fossiles cessait immédiatement, les boucles de rétroaction climatique naturelles – telles que la fonte des glaces entraînant une diminution de la réflexion de la chaleur – continueraient d'intensifier la tendance au réchauffement, entraînant un cycle de fonte auto-entretenu. L'adaptation au changement climatique est rentable, mais elle est actuellement sous-financée. Pour chaque dollar investi dans l'adaptation, on estime que des coûts de \$2 à \$10 sont évités, entraînant des retombées économiques positives, sur une période de 10 ans. Sans adaptation, les conditions météorologiques extrêmes continueront de se traduire par des pertes économiques importantes.
- **Risques physiques et risques de transition dans la gestion des risques financiers** : Historiquement, les institutions financières ont donné priorité aux risques de transition en raison de leurs implications politiques et réglementaires à court terme. Il est toutefois de plus en plus communément admis que le risque physique devient plus urgent à traiter en raison de la fréquence croissante des événements météorologiques extrêmes qui soulignent la nécessité d'une évaluation immédiate.
- **L'assurabilité et les coûts associés au risque physique** : Le secteur de l'assurance, en particulier l'assurance immobilière et l'assurance individuelle, est un indicateur essentiel du risque climatique. Les pertes assurables au Canada ont atteint le chiffre record de \$8.5 milliards en 2024, mais les coûts réels sont susceptibles d'être beaucoup plus élevés. En règle générale, les pertes non assurées sont habituellement trois à quatre fois plus élevées que les pertes assurées. Cela signifie qu'en 2024, la fourchette des pertes assurables pourrait se situer entre \$24 et \$32 milliards. La recherche montre que le risque climatique érode la valeur des biens immobiliers et la viabilité des prêts hypothécaires, c'est-à-dire que les biens situés dans des zones touchées par des inondations (même s'ils n'ont pas été directement inondés) ont vu leur valeur baisser de 8%.
- **Mesurer le coût des risques physiques** : Malgré les progrès accomplis, il existe encore des lacunes dans la compréhension de la tarification efficace de ces risques physiques. La mesure dans laquelle le risque climatique est intégré aux prix du marché reste incertaine, car les événements météorologiques extrêmes continuent de provoquer d'importantes fluctuations des prix, ce qui donne à croire que les risques ne sont pas entièrement pris en compte.
- **Changement de disposition des institutions financières à l'égard des initiatives liées au climat** : Bien qu'elles soient toujours engagées, leur approche est devenue plus interne qu'explicitement externe. Leur engagement est largement motivé par le risque tangible lié au changement climatique, en particulier les risques physiques, qui se produisent déjà indépendamment du contexte politique.

**Vishal Shreedhar**

Analyste  
416 869-7930

—

**Adjoints :**

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

**Sélection**

› *Dollarama*

**Dollarama Inc. (DOL: TSX)**

▶ **Announced acquisition of The Reject Shop**

(1) DOL has entered an agreement to acquire The Reject Shop (ASX: TRS; not covered) for AU\$6.68 (Cdn\$6.01) per share. Expected close is in calendar H2/25 and reflects an LTM EV/EBITDA multiple of 3.3x (EV of ~\$379 mln). (2) The TRS shareholder vote is expected in June 2025. Kin Group, owns 20.8% of TRS, intends to vote in favour. (3) TRS operates 393 locations in Australia (December 2024); DOL believes there's opportunity to grow the store network to ~700 stores by 2034. (4) Recall we published a note in July 2023 regarding a possible acquisition of TRS by DOL.

▶ **New geography for growth; minimal financial impact expected**

(1) We expect minimal immediate impact to DOL's near-term EPS and a limited impact on its pro forma net debt to EBITDA ratio upon closing. (2) We are supportive of this transaction; while small, this deal aligns with our prior view on DOL exploring global acquisitions as a growth vector. (3) While some debate about whether DOL's valuation multiple has gotten ahead of itself, we ask how investors would value a stable, long-dated high-growth, high return on capital international growth story. There are precedents suggesting that valuation may not have peaked, though execution and the macro backdrop are key. (4) The acquisition is not expected to impact DOL's balanced capital allocation approach.

▶ **Review of The Reject Shop's operations**

(1) TRS's LTM EBITDA margin is 14.7% vs. DOL at 30.9% (ex-Dollarcity). Margin improvement for TRS will come from leveraging DOL's sourcing/buying capabilities, I/T infrastructure, logistics, etc. (2) The transition of TRS's platforms into DOL could take <4 years for the existing store base, and logistics integration could take <3 years. (3) TRS's tepid brand recognition is an opportunity (improve consumer perception and regularity of shop).

▶ **Upgraded to Outperform; PT is \$166 from \$156**

(1) Our upgrade and higher multiple reflects improved clarity on DOL's growth vectors (including greater international potential) and an uncertain macroeconomic backdrop that favours value retailers with a steady track record of growth. (2) We value DOL at 33.0x (from 31.0x) our F2027 EPS. The higher PT reflects a higher multiple. (3) DOL trades at 33.4x our NTM EPS vs. the 5-year average of 27.1x.

# Distribution et produits de consommation

Symb.	Cote du titre	Cap. bours. Δ (M)	Actions e.c. (M)	Cours 03/31	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B		BAIIA			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					
<b>Grands magasins</b>																				
Canadian Tire	CTCa.TO	RM	8,513	55.8	149.44	12/2024	12.62	13.87	16.29	10.8	9.2	2,175	2,195	2,321	6.0	5.7	110.25	0.44	174.00	↑
Dollarama	DOL.TO	RS	↑ 42,080	282.3	153.88	01/2024	3.56	4.07	4.49	37.8	34.3	1,861	2,084	2,222	22.9	21.5	4.46	0.78	166.00	↑
<b>Carburant et autres</b>																				
Couche Tard	ATD.TO	RS	66,156	948.7	70.97	04/2024	2.80	2.80	3.15	17.6	15.7	5,614	6,062	6,613	9.1	8.4	15.11	0.46	86.00	↓
Parkland Fuel Corporation	PKI.TO	RS	6,302	176.4	36.02	12/2024	2.29	3.13	3.93	11.5	9.2	1,690	1,925	2,037	6.6	6.2	17.95	0.66	42.00	↑
<b>Habillement</b>																				
Gildan	GIL.TO	RS	9,775	154.4	63.62	12/2024	3.00	3.48	3.94	12.7	11.2	834	892	953	8.9	8.3	9.44	0.52	83.00	
Groupe Dynamite	GRGD.TO	RS	207	107.5	13.71	02/2024	0.82	1.32	1.33	10.3	10.3	217	299	326	6.3	5.8	0.00	0.80	26.00	
<b>Épiceries</b>																				
Empire Company	EMPa.TO	RM	10,905	237.2	48.25	05/2024	2.74	2.96	3.28	16.3	14.7	2,328	2,416	2,523	7.8	7.5	22.67	0.58	49.00	
Loblaw	L.TO	RS	59,622	304.4	201.66	12/2024	8.55	9.44	10.23	21.4	19.7	7,024	7,496	7,685	9.1	8.9	37.01	0.38	192.00	
Metro	MRU.TO	RM	21,543	222.7	100.07	09/2024	4.30	4.86	5.36	20.6	18.7	1,223	1,264	1,295	21.1	20.6	32.03	0.28	94.00	
<b>Transformation des aliments</b>																				
Saputo	SAP.TO	RS	10,362	424.1	24.83	03/2024	1.55	1.56	1.86	15.9	13.4	1,509	1,599	1,731	8.6	8.0	16.5	0.32	28.00	
Lassonde	LASa.TO	RM	1,453	6.8	210.79	12/2024	19.08	19.72	22.00	10.7	9.6	276	340	362	5.6	5.2	170.9	0.28	223.00	↑
Premium Brands Holdings	PBH.TO	RM	3,511	44.6	77.40	12/2024	3.98	4.92	5.90	15.7	13.1	594	695	760	9.5	8.6	39.7	0.64	96.00	
Maple Leaf Foods	MFI.TO	RS	3,086	124.6	25.07	12/2024	0.78	1.45	1.61	17.3	15.5	553	646	668	4.8	4.7	12.4	0.53	27.00	
<b>Commerce de détail spécialisé</b>																				
Pet Valu	PET.TO	RS	1,841	71.9	26.49	12/2024	1.57	1.60	1.83	16.5	14.5	247	257	276	9.4	8.7	1.33	0.84	30.00	
<b>Restaurants</b>																				
MTY Food Group	MTY.TO	RS	949	23.6	41.08	11/2024	0.96	3.87	4.28	10.6	9.6	265	261	266	6.2	6.1	33.98	0.45	54.00	

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**

- › Dream Industrial REIT
- › StorageVault Canada
- › Granite REIT

**Points saillants des FPI en mars**

▶ **Chartwell Retirement Residences – La mise à jour sur le taux d’occupation de mars reflète toujours une solide demande en termes de logements pour aînés**

Grâce à un taux d’occupation élevé au cours d’une saison de location hivernale difficile, les parts devraient continuer de se négocier à prime. CSH a publié sa mise à jour de ses données d’occupation à la mi-mois pour mars, un mois clé compte tenu du ralentissement de la saison hivernale et d’une rotation plus rapide liée à la grippe. La dernière mise à jour de CSH indique une baisse de 60 pb (est. FBN -50 pb) pour les mois de janvier à février, de 20 pb (est. FBN -30 pb) de février à mars, et une hausse de 20 pb (est. FBN +30 pb) de mars à avril. Nous nous attendons à ce que les parts se négocient légèrement à la hausse compte tenu de ces données, tout en restant dans une fourchette de prime modeste par rapport aux VAN stabilisées. Nous ne serions pas surpris qu’une partie de cette demande soit satisfaite au moyen du programme d’émissions au cours du marché de CHS.

▶ **Flagship Communities REIT – Difficile de passer à côté des résultats supérieurs, les parts devraient se négocier à des niveaux plus élevés**

Les résultats du T4 ont continué de dépasser les attentes, après les résultats supérieurs déjà observés au T3. Le BNE était meilleur que prévu grâce à la forte croissance des loyers et à l’amélioration des marges qui résultait de l’augmentation de revenus annexes. Les activités restent résilientes face à l’inflation et à la récession, et la direction table sur une croissance du BNE à portefeuille identique d’environ 5% à 9% en 2025 grâce à une croissance de 6% des loyers, à une amélioration du taux d’occupation et à une augmentation des marges. À l’horizon de l’année prochaine, nous pensons que ces résultats solides devraient se maintenir malgré les droits de douane qui affectent d’autres catégories d’actifs. Sur cette base, nous pensons que le titre devrait se distinguer de l’offre plus large des FPI.

▶ **Northwest Healthcare Properties REIT – Les risques diminuent : cours cible relevé à \$5.75**

La publication des résultats du T4 a été marquée par quelques faits saillants notables concernant NWH. Tout d’abord, aucune annonce concernant le chef de la direction n’a été faite en marge de la présentation des résultats, mais Craig Mitchell a indiqué qu’il comptait toujours quitter ses fonctions à la fin du T2. Nous pensons qu’une annonce à ce chapitre pourrait être un catalyseur clé étant donné la rotation accrue au sein des cadres dirigeants. Les craintes relatives à Healthscope, bien qu’elles soient apparues après que NWH a accordé un report de loyer de 10 semaines, semblent peu justifiées en raison de contrats de location favorables. Globalement, la situation aurait pu être pire pour le principal locataire de la FPI. Enfin, avec les recettes supplémentaires provenant d’Assura et grâce à sa récente émission de débentures, NWH a évité pour l’heure les transactions sur des zones géographiques où les ventes sont plus difficiles à un taux de capitalisation élevé. Malgré les craintes que suscite HSO compte tenu de la longue durée moyenne pondérée de ses baux et de son profil de locataire isolé, les résultats d’exploitation devraient rester stables et ce, malgré les inquiétudes qui entourent la perspective d’un ralentissement économique susceptible d’affecter d’autres catégories d’actifs immobiliers; cette situation, au fil du temps, devrait ramener les parts à ce que nous estimons être leur juste valeur, tout en offrant un rendement de 7.4%.

▶ **BSR REIT – Les résultats d’exploitation inférieurs aux attentes annulent une partie du bénéfice de la transaction**

Results were below expectations on a surprising level of rent deterioration offset in part by occupancy gains. Operations continue to feel the pain from new supply, spreads on a blended basis saw meaningful deterioration, with Austin leading the way. While management didn’t provide formal guidance given expected timing-related volatility to earnings as a result of the AVB sale, it sounds like revenue will be at best flat in 2025 with spreads possibly inflecting positively in Q4. Expense growth will however eat into margins, likely resulting in negative SPNOI growth for the year. All this being said, disposition activity justifies a move higher in our NAV / target price on pricing relative to book value and our estimates.

Matt Kornack		Cote du		Cap.	Cours	Distributions par part			Rend. des distributions				FPE dilués			C/FPE			12 mois																							
Symb.	titre	Δ	(M)	Analyste		3/31	est.	est.	est.	est.	est.	est.	courant	est.	est.	est.	est.	est.	est.	Cours	Rend.	Δ																				
																						2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026	VAN	Cible	total <sup>(1)</sup>
<b>Détail</b>																																										
Choice Ppties REIT	CHP.un	RM	↔	\$10,096	Thornhill	\$13.95	\$1.08	\$0.76	\$0.77	7.7%	5.4%	5.5%	5.5%	\$1.03	\$1.06	\$1.12	13.5x	13.2x	12.5x	\$15.30	\$15.50	18.9%	↔																			
RioCan REIT	REI.un	RS	↔	\$5,154	Kornack	\$17.15	\$1.11	\$1.11	\$1.16	6.5%	6.5%	6.8%	6.8%	\$1.65	\$1.71	\$1.78	10.4x	10.0x	9.7x	\$22.15	\$22.25	36.2%	↔																			
SmartCentres REIT	SRU.un	RM	↔	\$4,507	Kornack	\$25.29	\$0.86	\$1.85	\$1.85	3.4%	7.3%	7.3%	7.3%	\$2.11	\$2.16	\$2.18	12.0x	11.7x	11.6x	\$26.55	\$26.00	6.2%	↔																			
First Capital REIT	FCR.un	RS	↔	\$3,501	Kornack	\$16.49	\$1.85	\$0.86	\$0.89	11.2%	5.2%	5.4%	5.4%	\$1.22	\$1.27	\$1.31	13.5x	13.0x	12.6x	\$20.45	\$21.00	38.6%	↔																			
CT REIT	CRT.un	RM	↔	\$3,437	Thornhill	\$14.51	\$0.86	\$0.89	\$0.92	5.9%	6.1%	6.4%	6.4%	\$1.33	\$1.36	\$1.40	10.9x	10.7x	10.4x	\$16.15	\$15.75	14.4%	↔																			
Crombie REIT	CRR.un	RS	↔	\$2,617	Kornack	\$14.25	\$0.89	\$0.89	\$0.89	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	\$1.25	\$1.29	\$1.30	11.4x	11.1x	10.9x	\$16.80	\$16.50	22.0%	↔																			
Primaris REIT	PMZ.un	RM	↔	\$1,849	Kornack	\$14.89	\$0.82	\$0.84	\$0.86	5.5%	5.6%	5.8%	5.8%	\$1.69	\$1.79	\$1.91	8.8x	8.3x	7.8x	\$19.90	\$17.25	21.4%	↔																			
Automotive Ppties REIT	APR.un	RS	↔	\$502	Thornhill	\$10.22	\$0.80	\$0.80	\$0.80	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	\$0.95	\$1.06	\$1.10	10.7x	9.7x	9.3x	\$13.05	\$12.00	25.3%	↓																			
<b>Bureau &amp; Diversifié</b>																																										
Allied Properties REIT	AP.un	RM	↔	\$2,291	Kornack	\$16.39	\$1.80	\$1.80	\$1.80	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	\$2.17	\$2.10	\$1.95	7.5x	7.5x	7.8x	\$18.25	\$17.50	17.8%	↔																			
DREAM Office REIT	D.un	RM	↔	\$337	Kornack	\$17.79	\$2.00	\$1.00	\$1.00	11.2%	5.6%	5.6%	5.6%	\$2.92	\$2.68	\$2.86	6.1x	6.1x	6.6x	\$21.70	\$19.00	18.0%	↔																			
H&R REIT	HR.un	RM	↔	\$2,814	Kornack	\$10.05	\$0.60	\$0.60	\$0.60	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	\$1.14	\$1.15	\$1.19	8.8x	8.8x	8.7x	\$14.35	\$10.75	12.9%	↔																			
BTB REIT	BTB.un	RM	↔	\$302	Kornack	\$3.40	\$0.34	\$0.30	\$0.30	9.9%	8.8%	8.8%	8.8%	\$0.42	\$0.45	\$0.47	8.1x	8.1x	7.5x	\$3.60	\$3.50	12.8%	↔																			
<b>Industriel</b>																																										
Granite REIT	GRT.un	RS	↔	\$4,175	Kornack	\$67.05	\$3.20	\$3.30	\$3.40	4.8%	4.9%	5.1%	5.1%	\$5.42	\$5.84	\$6.29	12.4x	12.4x	11.5x	\$88.75	\$89.00	37.5%	↔																			
DREAM Industrial REIT	DIR.un	RS	↔	\$3,290	Kornack	\$11.30	\$0.70	\$0.70	\$0.70	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	\$1.00	\$1.07	\$1.13	11.3x	11.3x	10.5x	\$16.50	\$15.50	43.4%	↔																			
Nexus Industrial REIT	NXR.un	RS	↔	\$647	Kornack	\$6.87	\$0.64	\$0.64	\$0.64	9.3%	9.3%	9.3%	9.3%	\$0.72	\$0.77	\$0.86	9.5x	9.5x	8.9x	\$9.35	\$8.75	36.7%	↔																			
PRO REIT	PRV.un	RM	↔	\$305	Kornack	\$5.03	\$0.45	\$0.45	\$0.45	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	\$0.48	\$0.51	\$0.53	10.4x	10.4x	9.9x	\$6.65	\$5.75	23.3%	↔																			
<b>Appartements</b>																																										
CAP REIT	CAR.un	RS	↔	\$6,997	Kornack	\$43.14	\$1.45	\$1.45	\$1.55	3.4%	3.4%	3.6%	3.6%	\$2.54	\$2.64	\$2.82	17.0x	17.0x	16.4x	\$54.10	\$54.00	28.5%	↔																			
Boardwalk REIT	BEI.un	RS	↔	\$3,615	Kornack	\$67.10	\$1.16	\$1.44	\$1.44	1.7%	2.1%	2.1%	2.1%	\$3.61	\$4.21	\$4.62	18.6x	18.6x	15.9x	\$86.70	\$80.00	21.0%	↔																			
Killam Apartment REIT	KMP.un	RS	↔	\$2,163	Kornack	\$17.51	\$0.70	\$0.70	\$0.70	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	\$1.18	\$1.26	\$1.34	14.9x	14.9x	13.9x	\$22.55	\$21.75	28.2%	↔																			
InterRent REIT	IIP.un	RS	↔	\$1,648	Kornack	\$11.28	\$0.36	\$0.40	\$0.40	3.2%	3.5%	3.5%	3.5%	\$0.61	\$0.66	\$0.68	18.3x	18.3x	17.1x	\$12.95	\$12.25	11.8%	↔																			
Minto Apartment REIT	MI.un	RS	↔	\$889	Kornack	\$13.53	\$0.49	\$0.50	\$0.50	3.6%	3.7%	3.7%	3.7%	\$0.86	\$0.97	\$1.06	15.7x	15.7x	13.9x	\$19.20	\$16.75	27.4%	↓																			
Northview Residential REIT	NRR.un	RM	↔	\$586	Kornack	\$14.91	\$1.55	\$1.09	\$1.09	10.4%	7.3%	7.3%	7.3%	\$1.75	\$2.00	\$2.19	8.5x	8.5x	7.4x	\$22.00	\$16.50	21.1%	↔																			
BSR REIT	HOM.u	RM	↔	US\$501	Kornack	US\$13.00	\$0.52	\$0.18	\$0.06	4.0%	1.4%	0.5%	4.3%	US\$0.94	US\$0.94	\$0.98	13.9x	13.9x	13.8x	US\$14.90	US\$14.00	11.7%	↑																			
<b>Résidences pour personnes âgées</b>																																										
Chartwell Retirement	CSH.un	RS	↔	\$4,644	Thornhill	\$16.78	\$0.61	\$0.61	\$0.61	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	\$0.77	\$0.89	\$1.03	21.9x	21.9x	18.8x	\$15.90	\$19.00	16.9%	↔																			
NorthWest H.P. REIT	NWH.un	RS	↔	\$1,237	Thornhill	\$5.00	\$0.58	\$0.36	\$0.36	11.6%	7.2%	7.2%	7.2%	\$0.37	\$0.50	\$0.54	13.6x	13.6x	10.0x	\$6.70	\$5.75	26.6%	↑																			
Sienna Sr. Living	SIA	RS	↔	\$1,523	Thornhill	\$16.60	\$0.94	\$0.94	\$0.94	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	\$1.43	\$1.21	\$1.33	11.6x	11.6x	13.7x	\$19.25	\$19.25	21.6%	↔																			
<b>Entreposage libre-service</b>																																										
StorageVault Canada	SVI	RS	↔	\$1,435	Kornack	\$3.91	\$0.01	\$0.01	\$0.01	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	\$0.23	\$0.26	\$0.29	17.1x	17.1x	15.2x	\$5.50	\$5.50	40.9%	↔																			
<b>MHC</b>																																										
Flagship Communities REIT	MHCu.TO	RS	↔	US\$422	Kornack	US\$16.85	US\$0.56	US\$0.56	US\$0.56	3.3%	3.3%	3.3%	3.7%	US\$1.27	US\$1.44	\$1.63	13.3x	13.3x	11.7x	US\$26.30	US\$21.00	28.0%	↑																			

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

u = dollars américains

Source: Rapports des sociétés, FBN, LSEG

(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 restent volatils en 2025, secoués par les espoirs d'une reprise en Chine, les prévisions concernant les centres de données pour l'IA et les répercussions des droits de douane. 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 (comportant 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 Constancia, 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\$1.37 milliard au comptant d'ici le milieu de l'année. 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.

# Métaux et minerais : métaux communs

- ▣ **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 3/31	12 mois		Analyste	BPA			C/B		FTP			C/FT		Valeur		
						Cours	Cible		Δ	(A) Dern.Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	(A) Dern.Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex.1	Ex.2	Actif Net	C/VAN
<b>Production</b>																					
Altius Minerals	ALS	RS	-	1,161	46.3	25.07	32.50	-	Nagle	0.27c	0.18c	0.32c	137.6x	79.2x	0.68c	0.43c	0.58c	57.9x	43.5x	23.88	1.0x
Capstone Copper	CS	RS	-	5,889	761.9	7.73	10.00	-	Nagle	0.12u	0.49u	0.64u	11.0x	12.0x	0.58u	1.10u	1.25u	4.9x	4.3x	6.75	1.1x
Ero Copper	ERO	RM	-	1,814	103.6	17.52	23.50	-	Nagle	0.78u	1.94u	2.39u	6.3x	7.3x	1.66u	3.42u	3.99u	3.6x	3.1x	16.39	1.1x
First Quantum Minerals	FM	RS	-	16,509	834.2	19.79	24.00	-	Nagle	(0.02)u	0.16u	0.60u	84.7x	33.2x	2.31u	1.97u	2.58u	7.0x	5.3x	19.63	1.0x
Horizon Copper	HCU	RM	-	97	86.5	1.12	1.50	-	Nagle	0.03u	0.01u	(0.05)u	77.9x	n/a	0.18u	0.11u	(0.03)u	7.2x	n/a	1.81	0.6x
Hudbay Minerals	HBM	RS	-	4,340	394.9	10.99	15.50	-	Nagle	0.47u	0.28u	0.15u	27.0x	71.1x	1.82u	1.60u	1.59u	4.8x	4.8x	12.14	0.9x
Lundin Mining	LUN	RS	-	9,227	774.1	11.92	17.00	-	Nagle	0.53u	0.78u	0.41u	10.6x	29.0x	1.89u	2.01u	1.57u	4.1x	5.3x	14.66	0.8x
MAC Copper	MTAL	RS	-	826u	82.4	10.03u	14.00u	-	Nagle	0.14u	1.00u	1.09u	10.0x	9.2x	2.23u	2.77u	3.03u	2.5x	2.3x	10.25	1.0x
Sherritt International	S	R	R	58	397.3	0.15	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R
Taseko Mines	TKO	RS	-	990	304.5	3.25	4.25	-	Nagle	0.15c	0.18c	0.38c	18.0x	8.5x	0.87c	0.58c	0.89c	5.6x	3.6x	5.30	0.6x
Teck Resources	TECKb	RM	-	26,972	503.1	53.61	75.00	-	Nagle	2.48c	1.89c	2.38c	28.3x	22.5x	6.51c	8.81c	10.32c	6.1x	5.2x	55.91	1.0x
<b>Sociétés de mise en valeur</b>																					
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	5.35	0.2x
Bravo Mining	BRVO	RS	-	213	109.1	1.95	4.50	-	Nizami	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	4.61	0.4x
Foran Mining	FOM.TO	RS	-	1,703	420.6	4.05	5.75	-	Nizami	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	5.02	0.8x
Marimaca Copper	MARI	RS	-	523	101.0	5.18	7.50	-	Dusome	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	9.48	0.5x
NGEx Minerals	NGEX.TO	RS	-	2,895	206.9	13.99	17.00	-	Nizami	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	21.73	0.6x
Solaris Resources	SLS.TO	RS	-	791	162.5	4.87	10.00	-	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	13.38	0.4x
Trilogy Metals	TMQ	RM	-	331	160.6	2.06	1.50	-	Nizami	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	3.13	0.7x
Western Copper and Gold	WRN	RS	-	301	198.2	1.52	3.50	-	Nizami	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	4.16	0.4x
<b>Producteurs de minéraux critiques</b>																					
Cameco	CCO.TO	RS	-	25,797	435.3	59.26	87.00	-	Sidibé	0.78c	0.62c	1.38c	94.9x	43.1x	1.59c	2.09c	2.59c	28.4x	22.9x	53.72c	1.1x
Lithium Argentina	LAR.N	RM	-	350u	161.9	2.16u	3.50u	↓	Sidibé	7.99u	(0.09)u	(0.08)u	n/a	n/a	(0.37)u	(0.14)u	(0.14)u	n/a	n/a	5.38c	0.4x
Uranium Energy Corp.	UEC.N	RS	-	2079u	428.7	4.85u	10.00u	-	Sidibé	(0.01)u	(0.07)u	(0.06)u	n/a	n/a	0.21u	(0.27)u	(0.06)u	n/a	n/a	6.50u	0.7x
<b>Exploration avancée de minéraux critiques</b>																					
American Lithium	LIV	RM	-	90	220.4	0.41	0.70	-	Sidibé	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.84c	0.5x
Denison Mines	DML.TO	RS	-	1,693	895.7	1.89	4.15	↓	Sidibé	0.12c	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	3.76c	0.5x
IsoEnergy	ISO.TO	RS	-	407	48.1	8.47	17.50	↑	Sidibé	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	17.54c	0.5x
Lithium Americas	LAC.TO	RS	-	858	218.7	3.93	7.50	-	Sidibé	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	8.11c	0.5x
NexGen Energy	NXE.TO	RS	-	3,673	569.1	6.46	12.50	↓	Sidibé	0.09c	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	10.06c	0.6x
Patriot Battery Metals	PMET.TO	RS	-	393	157.3	2.50	8.50	-	Sidibé	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	9.63c	0.3x
<b>Sociétés de redevances sur les minéraux critiques</b>																					
Lithium Royalty Corp.	LIRC.TO	RS	-	278	55.6	5.00	7.00	↓	Sidibé	(0.07)u	(0.02)u	(0.04)u	n/a	n/a	(0.01)u	(0.02)u	(0.02)u	n/a	n/a	12.53c	0.4x
Uranium Royalty Corp.	URC.TO	RM	-	337	133.6	2.53	4.25	-	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

Source: Rapports des sociétés, Estimations FBN, LSEG

u = dollars US; c = dollars canadiens

# Métaux et minerais : métaux précieux



**Don DeMarco**

Analyste  
416 869-7572

—

**Adjoints :**

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



**Shane Nagle, CFA**

Analyste  
416 869-7936

—

**Adjoints :**

Sameer Keswani : 416 869-8029  
Adam Smiarowski : 416 869-7535  
Andrew Dusome : 416 507-8177  
Marc Ferrari : 416 869-8045



**Rabi Nizami**

Analyste  
416 869-7925

—

**Adjoint :**

Roberto Rossi: 416 869-6537

## 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 une baisse de taux supplémentaires de 25 pb attendue 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) dont les projets sont bien financés; et (5) qui offrent un calendrier riche en événements catalyseurs.

## Sélections

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

- › *Aya Gold & Silver Inc.* (AYA : TSX; cours cible de CA\$20.75)
- › *Kinross Gold Corp.* (K : TSX; cours cible de CA\$22.00)
- › *IAMGOLD Corp* (OGC : TSX, cours cible de CA\$13.50)
- › *Pan American Silver* (PAAS : TSX, cours cible de CA\$45.25)

### Prospecteurs :

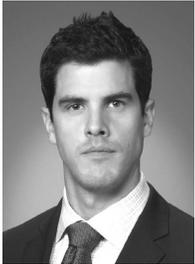
- › *G Mining Ventures* (GMIN : TSX.V, cours cible de CA\$20.00)

### Redevances :

- › *Redevances aurifères Osisko Ltée* (OR : TSX; cours cible de CA\$34.00)

Symbole	Cote du Titre	Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 3/31	12 mois Cours		Analyste	BPA			C/B		FTPA			Valeur Actif				
						Cible	Δ		(A) Dern.Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	(A) Dern.Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	Net	C/VAN	
<b>Grands producteurs (production &gt;1 Moz)</b>																					
AEM	RS	-	78,225	501.73	155.91	190.00	↑	Nagle	2.24u	4.23u	4.15u	25.6x	26.1x	5.61u	7.75u	7.46u	14.0x	14.5x	91.12	1.71x	
ABX	RM	-	48,252	1,727.00	27.94	33.00	↑	Nagle	0.84u	1.26u	1.82u	15.4x	10.7x	2.38u	2.78u	3.60u	7.0x	5.4x	31.97	0.87x	
Kinross Gold Corp	K	RS	-	22,284	1,129.13	18.13	22.00	-	Nagle	0.44u	0.68u	0.99u	18.5x	12.7x	1.20u	1.64u	1.82u	7.7x	6.9x	22.35	0.81x
Newmont	NGT	RM	-	78,270	1,127.00	69.45	80.00	↑	Nagle	1.61u	3.48u	3.79u	13.9x	12.7x	3.90u	6.44u	6.26u	7.5x	7.7x	77.54	0.90x
<b>Sociétés de redevances</b>																					
Elemental Altus Royalties	ELE	RM	-	339	245.8	1.38	1.60	-	Nagle	0.00u	0.06u	0.05u	16.4x	28.9x	0.04u	0.09u	0.07u	11.3x	12.9x	1.84	0.75x
EMX Royalty	EMX	RS	-	321	110.0	2.92	4.25	-	Nagle	(0.01)u	0.03u	0.04u	66.4x	76.0x	0.08u	0.04u	0.10u	53.7x	20.6x	4.83	0.61x
Franco-Nevada Corp	FNV	RM	-	42,855	192.6	222.56	215.00	↓	Nagle	3.26u	4.26u	4.80u	36.3x	46.3x	4.20u	5.21u	5.87u	29.7x	26.4x	93.13	2.39x
Gold Royalty Corp.	GROY	RS	-	245u	170.2	1.44u	2.10u	-	Nagle	(0.01)u	(0.02)u	(0.01)u	n/a	n/a	0.01u	0.02u	0.07u	49.8x	14.7x	2.33	0.62x
Metalla Streaming & Royalty	MTA	RS	-	391	91.9	4.25	6.50	-	Nagle	(0.06)u	(0.03)u	0.02u	n/a	203.5x	0.01u	0.08u	0.12u	38.0x	25.2x	6.56	0.65x
Osisko Gold Royalties Ltd	OR	RS	-	5,593	186.7	29.96	34.00	-	Nagle	5.52c	0.81c	0.95c	37.1x	31.4x	0.87c	1.08c	1.25c	27.8x	23.9x	23.21	1.29x
Royal Gold Inc	RGLD	RS	-	10,654u	65.7	162.19u	180.00u	-	Nagle	5.27u	6.09u	6.84u	26.7x	23.7x	7.49u	8.71u	9.96u	12.3x	11.3x	80.60	2.01x
Sandstorm Gold Ltd	SSL	RS	-	3,216	296.4	10.85	11.00	-	Nagle	0.07u	0.24u	0.27u	31.4x	40.2x	0.46u	0.41u	0.44u	18.4x	17.1x	8.68	1.25x
Triple Flag Precious Metals Corp	TFPM	RS	-	5,594	201.2	27.80	30.00	-	Nagle	0.57u	0.72u	0.66u	26.7x	42.3x	1.06u	1.14u	1.06u	16.9x	18.3x	17.64	1.58x
Wheaton Precious Metals Corp	WPM	RS	-	49,918	453.7	110.03	120.00	↑	Nagle	1.47u	1.96u	1.79u	39.0x	61.6x	2.26u	2.83u	2.87u	27.1x	26.6x	45.69	2.41x
<b>Producteurs intermédiaires (production &gt;250 Koz)</b>																					
Alamos Gold Inc	AGI	RS	-	16,163	420.37	38.45	46.00	↑	DeMarco	0.53u	0.80u	1.16u	33.4x	23.1x	1.28u	1.57u	1.89u	17.0x	14.1x	29.15	1.32x
Allied Gold Corp	AAUC	RS	-	1,566	319.6	4.90	8.70	-	Sidibé	0.00u	(0.03)u	0.14u	-	35.0x	0.00u	(0.14)u	0.99u	-	4.9x	13.28	0.37x
Aura Minerals	ORA	RS	-	1,595	72.4	22.04	25.00	-	Nizami	0.44u	(0.24)u	2.52u	n/a	6.1x	1.66u	3.18u	3.86u	4.8x	3.9x	27.28	0.81x
B2Gold	BTO	RS	-	5,391	1,318.0	4.09	5.75	-	DeMarco	0.25u	0.29u	0.17u	14.3x	24.5x	0.61u	0.63u	0.47u	6.5x	8.7x	5.84	0.70x
Calibre Mining Corp	CXB	R	-	R	838.2	3.20	R	-	DeMarco	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R
Centerra Gold Inc	CG	RS	-	1,918	210.03	9.13	12.50	↑	DeMarco	0.05u	0.71u	0.60u	9.0x	10.6x	0.93u	1.18u	1.06u	5.4x	6.0x	13.80	0.66x
Dundee Precious Metals	DPM	RS	-	3,372	176.7	19.08	20.25	-	DeMarco	0.64u	0.99u	1.30u	19.3x	14.7x	1.19u	1.48u	1.91u	12.8x	10.0x	22.36	0.85x
Eldorado Gold Corp	ELD	RS	-	4,958	204.95	24.19	29.00	↑	DeMarco	0.53u	1.56u	1.74u	15.5x	13.9x	2.11u	3.09u	3.12u	5.4x	5.4x	26.81	0.90x
Endeavour Mining	EDV	RS	-	8,441	244.1	34.58	41.00	-	Sidibé	1.35u	0.95u	0.93u	36.4x	37.2x	4.51u	2.72u	3.90u	12.7x	8.9x	51.82	0.67x
Equinox Gold Corp	EQX	RS	-	4,502	455.2	9.89	14.00	↑	Sidibé	0.07u	0.20u	1.09u	48.4x	9.0x	1.46u	0.67u	1.65u	14.7x	6.0x	11.70	0.85x
IAMGOLD Corp	IMG	RS	-	5,131	571.4	8.98	13.50	-	Sidibé	0.09u	0.54u	0.66u	11.5x	9.4x	0.28u	1.10u	1.53u	5.7x	4.1x	15.64	0.57x
Lundin Gold Inc.	LUG	RS	-	10,703	240.2	44.56	49.75	-	DeMarco	0.62u	0.88u	1.76u	50.4x	25.4x	1.88u	1.93u	2.48u	23.1x	18.0x	27.93	1.60x
New Gold Inc	NGD	RS	-	4,210	791.30	5.32	6.00	-	Sidibé	0.07u	0.20u	0.35u	26.3x	15.3x	0.39u	0.44u	0.76u	8.4x	4.9x	9.90	0.90x
OceanaGold Corp	OGC	RS	-	3,372	702.50	4.80	6.00	-	DeMarco	0.16u	0.29u	0.48u	16.7x	10.0x	0.56u	0.83u	0.92u	4.0x	3.6x	4.70	1.02x
SSR Mining Inc	SSRM	RM	-	2,918	202.37	14.42	18.00	↑	DeMarco	1.36u	0.28u	1.50u	35.2x	6.7x	2.73u	0.56u	2.01u	18.0x	5.0x	19.54	0.74x
Torex Gold Resources Inc	TXG	RS	-	3,427	85.99	39.85	43.00	-	DeMarco	1.95u	1.73u	2.61u	23.1x	15.3x	4.70u	3.97u	5.34u	10.0x	7.5x	37.47	1.06x
<b>Producteurs d'argent</b>																					
Aya Gold and Silver	AYA	RS	-	1,443	129.7	11.12	20.75	-	DeMarco	0.04u	0.07u	0.00u	155.7x	3514.3x	0.11u	0.08u	0.03u	134.3x	354.3x	13.84	0.80x
Coeur Mining Inc.	CDE	RS	-	2,363u	399.24	5.92u	10.50u	-	Dusome	(0.23)u	0.18u	0.45u	23.3x	9.2x	0.17u	0.41u	0.97u	10.1x	4.2x	6.58	0.90x
First Majestic Silver Corp	AG	RM	-	4,606	478.8	9.62	10.75	-	DeMarco	(0.41)u	(0.08)u	(0.14)u	-	-	1.04u	0.10u	0.41u	95.3x	23.7x	6.67	1.44x
Fortuna Mining Corp	FVI	RM	-	2,686	306.9	8.75	9.00	-	Sidibé	0.15u	0.08u	0.51u	109.4x	17.3x	0.73u	0.87u	1.37u	10.0x	6.4x	7.88	1.11x
Hecla Mining Company	HL	ER	-	3,513u	631.83	5.56u	7.00u	↓	Dusome	UR	UR	UR	UR	UR	UR	UR	UR	UR	UR	UR	UR
Pan American Silver	PAAS	RS	-	13,494	363.0	37.17	45.25	-	DeMarco	0.09u	0.10u	0.79u	354.8x	47.3x	1.10u	1.13u	2.35u	32.8x	15.8x	28.30	1.31x
<b>Petits producteurs (production &lt;250 Koz)</b>																					
Aris Mining Corp.	ARIS	RS	-	1,137	171.0	6.65	9.00	-	DeMarco	0.25u	0.38u	0.34u	17.4x	19.5x	0.51u	0.82u	0.98u	8.1x	6.8x	11.79	0.56x
G Mining Ventures	GMIN	RS	-	3,419	224.5	15.23	20.00	-	Nizami	(0.01)u	0.32u	0.84u	33.4x	10.5x	0.56u	0.45u	1.23u	23.6x	8.6x	19.48	0.78x
I-80 Gold Corp	IAU	RS	-	337	396.4	0.85	1.75	-	DeMarco	(0.26)u	(0.32)u	(0.24)u	-	-	(0.22)u	(0.24)u	(0.16)u	-	-	2.97	0.29x
K92 Mining Inc.	KNT	RM	-	2,959	238.5	12.41	12.75	↑	DeMarco	0.19u	0.17u	0.54u	73.6x	22.9x	0.32u	0.33u	0.72u	38.1x	17.3x	14.01	0.89x
Minera Alamos Inc.	MAI	R	-	141	463.0	0.31	R	-	Nizami	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	
Wesdome Corp.	WDO	RS	-	2,569	149.9	17.14	22.00	↑	DeMarco	(0.04)u	(0.01)u	0.91u	-	18.8x	0.32u	0.77u	1.61u	22.3x	10.7x	14.23	1.20x
<b>Sociétés de mise en valeur</b>																					
AbraSilver Resource Corp	ABRA	RS	-	398	125.4	3.17	5.25	-	DeMarco	(0.02)u	(0.02)u	(0.08)u	-	-	(0.05)u	(0.05)u	(0.11)u	-	-	4.18	0.76x
Amex Exploration Inc	AMX	RS	-	117	120.9	0.97	2.50	-	Nizami	-	-	-	n/a	n/a	-	-	-	n/a	n/a	3.39	0.29x
Artemis Gold Inc.	ARTG	RS	-	3,850	225.0	17.11	22.00	-	DeMarco	(0.14)u	(0.06)u	(0.12)u	-	-	(0.05)u	(0.05)u	(0.04)u	-	-	22.14	22.14x
Liberty Gold Corp	LGD	RS	-	124	381.2	0.33	0.75	-	Nizami	-	-	-	n/a	n/a	-	-	-	n/a	n/a	1.11	0.29x
MAG Silver Corp	MAG	RS	-	2,258	103.1	21.89	30.50	-	DeMarco	0.18u	0.53u	0.83u	41.4x	26.3x	(0.09)u	(0.08)u	(0.08)u	-	-	20.28	1.08x
Montage Gold Corp	MAU	RS	-	779	239.1	3.26	3.35	-	Sidibé	(0.01)u	(0.05)u	(0.09)u	-	-	(0.06)u	(0.09)u	(0.09)u	-	-	5.56	0.59x
STLLR Gold Inc	STLR	RS	-	61	61.0	1.00	2.00	-	Nizami	-	-	-	n/a	n/a	-	-	-	n/a	n/a	3.40	0.29x
New Found Gold Corp	NFG	RS	-	497	198.8	2.50	8.00	-	Nizami	-	-	-	n/a	n/a	-	-	-	n/a	n/a	7.52	0.33x
NOVAGOLD Resources Inc.	NG	RM	-	1,405	334.6	4.20	6.00	-	Nizami	(0.14)u	(0.14)u	(0.18)u	n/a	n/a	(0.02)u	(0.04)u	(0.04)u	-	-	10.51	0.40x
Osisko Development	ODV	RS	-	159	85.4	1.86	4.75	-	DeMarco	(1.83)u	(1.76)u	(0.67)u	-	-	(0.17)u	(0.71)u	(0.28)u	-	-	7.76	0.24x
Perpetua Resources	PPTA	RS	-	1,075	70.0	15.36	20.00	-	Nizami	(0.30)u	(0.30)u	(0.30)u	n/a	n/a	(0.23)u	(0.23)u	(0.23)u	-	-	22.81	0.67x
Snowline Gold	SGD	R	-	1,002	157.2	6.37	R	-	Nizami	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	
Vizsla Silver	VZLA	RS	-	917	278.7	3.29	4.75	-	DeMarco	(0.05)											

### 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

Le marché canadien du pétrole brut continue d'évoluer, avec des thèmes macroéconomiques principaux qui reflètent une incertitude générale pour les perspectives à court et à moyen terme. En particulier, alors que nous continuons d'évaluer les risques et opportunités liés aux deux principales sources de défis macroéconomiques, à savoir a) l'OPEP+ (offre) et b) l'administration américaine (offre et demande), nous observons que les questions sont plus nombreuses que les réponses. En bref, l'OPEP+ a prévu de commencer à rétablir une offre d'environ 2.2 Mb/j sur le marché au cours des 18 prochains mois, ce qui pourrait créer un point d'inflexion pour l'offre et la demande ainsi que pour les stocks mondiaux (actuellement en situation d'équilibre). À cela vient s'ajouter une administration américaine qui pousse de plus en plus à l'expansion de la production pétrolière (« drill baby drill », alors que les acteurs du secteur sont réticents à faire croître les volumes aux prix actuels, comme en témoigne le nombre stable d'appareils de forage en service), tout en envisageant également des achats importants pour remplir la RSP (potentiel de +300 Mb) et en intervenant massivement dans les relations commerciales internationales (droits de douane imposés ou à l'étude pour des produits clés à travers le monde), sans oublier des réorientations géopolitiques explicites (Russie/Ukraine, Iran, Venezuela, chacun de ces dossiers ayant sa propre configuration en matière d'offre), et globalement, l'effet net sur la croissance mondiale et les caractéristiques fondamentales mondiales de l'offre et de la demande pourrait être considéré respectivement comme contradictoire. Dans cette optique, les perspectives de l'offre et de la demande mondiales et de l'équilibre des stocks restent en constante évolution (bien que potentiellement orientées à la baisse dans l'ensemble), tandis que les prix se replient vers la borne inférieure de la fourchette historique récente (\$60 à \$80/b). Pour le moment, nous continuons de nous en remettre aux prévisions du marché, comme celles de l'Energy Information Administration (EIA), selon laquelle, même si l'OPEP augmente son offre de barils sur le marché, une contribution plus faible de l'offre est anticipée sur l'horizon complet des perspectives; ainsi, en tenant compte de la croissance hors OPEP (+1.5 Mb/j par année, en intégrant certains volumes russes), le marché devrait rester relativement bien équilibré en tablant sur une consommation stable (demande inchangée, reflétant toujours une croissance de +1.0 Mb/j par année). De ce fait, le déséquilibre entre l'offre et la demande passe de neutre en 2025 à un excédent de 0.5 Mb/j en 2026 (1.0 Mb/j précédemment), soit un déséquilibre de +0.3 Mb/j (+0.7 Mb/j précédemment), ce qui signifie que les stocks continueront de se reconstituer, tout en se maintenant autour de leurs niveaux historiques (y compris pour la RSP, compte non tenu de toute reconstitution observée par achats) sur l'horizon complet des prévisions, et implique des prix compris entre \$65 et \$70 environ pendant cette période (concordant généralement avec les prix à terme). Les prix à terme pour le WTI en 2025 (équilibre) et en 2026 se situent actuellement à US\$67.62/b et US\$64.86/b, tandis que les différentiels au pays restent sains, le pétrole lourd subissant un ralentissement plus prononcé (US\$4.50 à US\$6.00/b, et au-dessus des niveaux historiques) que le pétrole léger (US\$13 à US\$15/b, et au-dessous des niveaux historiques), ce qui pourrait refléter l'impact relatif des droits de douane.

### Perspectives dans le secteur du gaz naturel

Alors que le pétrole brut s'est avéré plus fluctuant, les caractéristiques fondamentales du gaz naturel nord-américain se sont récemment montrées plus résilientes face au rééquilibrage structurel du marché, ce qui pourrait favoriser encore le marché (en particulier pour le gaz AECO). Dans ce contexte, les paramètres saisonniers raisonnables de l'hiver ont soutenu la consommation et, en sus de la vigueur des exportations nettes du marché américain du GNL et du soutien structurel croissant de la demande d'électricité (centres de données, etc.), les stocks se sont rééquilibrés (ils affichent actuellement un déficit de 10% par rapport aux niveaux historiques), ce qui a permis de rétablir les prix du gaz NYMEX vers la borne supérieure de la récente fourchette historique (soit +\$4/kpi<sup>3</sup>). Cela dit, le marché national de l'AECO reste disloqué et ce produit se négocie à une décote importante, car l'équilibre offre/demande et les stocks (toujours en situation d'excédent d'environ 20% par rapport aux données historiques) attendent la mise en service prochaine de la phase 1 du projet LNG Canada (2 Gpi<sup>3</sup>/j, mi-2025) qui participera à ce rééquilibrage structurel plus large. Comme toujours, le facteur déterminant pour le gaz naturel est l'efficacité de l'offre, mais à ce jour, le secteur amont est resté discipliné et le nombre d'appareils de forage en service est demeuré stable. C'est pourquoi l'optimisme est de mise pour les marchés du gaz naturel, où un soutien structurel accru provenant de thèmes multiples et majeurs devrait permettre à ce produit de base d'évoluer d'un

marché saisonnier vers un marché soutenu par des facteurs plus fondamentaux. Si ces éléments se confirment, nous restons confiants dans les perspectives du gaz naturel, et en particulier dans la préférence qui serait donnée au gaz naturel canadien (qui bénéficie d'un catalyseur grâce à LNG Canada, projet qui, sur la base d'un rééquilibrage, pourrait relever de 50% les données nationales).

Corroborant cela, nous notons que l'EIA considère que les perspectives pour le gaz naturel continuent de s'améliorer, reflétant un déséquilibre de  $-2 \text{ Gpi}^3/\text{j}$  jusqu'en 2026e (par rapport au déséquilibre précédent de  $-1.7 \text{ Gpi}^3/\text{j}$ ) résultant de la forte demande ( $+1.1 \text{ Gpi}^3/\text{j}$  par rapport à l'estimation précédente; la consommation d'électricité en représentant la moitié) et d'exportations nettes raisonnablement stables (elles continuent d'augmenter de 20% par an, tirées par le GNL, mais avec un ralentissement des flux de gazoducs, probablement en raison des droits de douane), ce qui compense largement la légère augmentation des prévisions de production (expansion de  $+0.4 \text{ Gpi}^3/\text{j}$ ; comme indiqué, nous continuons d'observer une forte retenue en amont). À partir de là, les niveaux de stocks devraient rester déficitaires, ce qui devrait soutenir les prix à un niveau légèrement inférieur à \$5 (ce qui est là encore généralement conforme aux prix à terme). Les prix à terme NYMEX 2025 (équilibre) et 2026 se situent actuellement à US\$4.31/kpi<sup>3</sup> et US\$4.37/kpi<sup>3</sup>, alors que, comme nous l'avons mentionné, le prix de base national souffre d'une distorsion et se situe entre U\$2.00 et US\$2.60/kpi<sup>3</sup> pendant cette période, car le marché attend le catalyseur à venir de la mise en service du projet LNG Canada, et le gaz AECO se situe actuellement à CA\$2.25-3.00/kpi<sup>3</sup>.

### Top picks:

#### ▣ *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 3/31	Cap. bours. (M)	Rend. (%)	VE/FTCD			Dette nette/FT		FTPA dilués			C/FTPA		12 mois Cours		
									act. 2023A	act. 2024E	est. 2025E	act. 2024E	est. 2025E	act. 2023A	act. 2024E	est. 2025E	act. 2024E	est. 2025E	Cible	Rend.	Δ
<b>Grandes sociétés/Intégrées</b>																					
Canadian Natural Resources	CNQ	RM		Wood	2026.7	\$44.28	\$89,744	5%	6.1x	7.3x	5.7x	1.3x	0.9x	\$13.84	\$6.94	\$8.59	6.3x	5.0x	\$49.00	16%	↓
Cenovus Energy	CVE	RM		Wood	1672.2	\$20.00	\$33,444	4%	5.6x	5.0x	3.9x	0.6x	0.5x	\$4.57	\$4.38	\$5.52	4.5x	3.4x	\$25.00	29%	
Imperial Oil	IMO	RM		Wood	490.7	\$103.95	\$51,009	3%	6.1x	8.4x	7.4x	0.3x	0.2x	\$11.17	\$12.21	\$14.13	8.2x	7.1x	\$110.00	9%	
Suncor Energy	SU	RS		Wood	1177.2	\$55.72	\$65,595	4%	4.5x	4.9x	5.5x	0.5x	0.6x	\$9.51	\$10.86	\$10.99	5.0x	4.9x	\$68.00	26%	
<b>Grandes cap./Cap. Moyennes</b>																					
Advantage Oil & Gas	AAV	RS		Payne	169.4	\$10.84	\$1,836	0%	4.9x	9.0x	4.6x	3.0x	1.1x	\$1.82	\$1.45	\$2.88	7.5x	3.8x	\$15.00	38%	
ARC Resources Ltd.	ARX	RS		Wood	545.7	\$28.93	\$15,788	3%	4.6x	7.3x	4.9x	0.6x	0.4x	\$4.31	\$4.15	\$5.95	6.9x	4.6x	\$34.00	20%	
Athabasca Oil	ATH	RS		Payne	533.2	\$5.58	\$2,975	0%	7.4x	4.9x	5.2x	-0.2x	-0.6x	\$0.51	\$1.01	\$1.00	5.5x	5.6x	\$6.50	16%	
Baytex Energy	BTE	RS		Payne	780.3	\$3.19	\$2,489	3%	3.5x	2.3x	2.2x	1.2x	1.1x	\$2.26	\$2.42	\$2.32	1.3x	1.4x	\$6.00	91%	
Birchcliff Energy	BIR	RS		Payne	269.6	\$6.68	\$1,801	2%	7.7x	8.4x	4.6x	2.3x	0.9x	\$1.13	\$0.87	\$1.68	7.7x	4.0x	\$8.00	22%	
Freehold Royalties	FRU	RS		Wood	164.0	\$12.74	\$2,089	8%	9.1x	9.6x	7.9x	1.2x	0.6x	\$1.59	\$1.52	\$1.67	9.0x	7.6x	\$16.00	34%	
Headwater Exploration	HWX	RS		Payne	240.7	\$6.45	\$1,552	7%	5.4x	4.5x	4.5x	-0.2x	-0.2x	\$1.21	\$1.42	\$1.37	4.5x	4.7x	\$9.00	46%	
Kelt Exploration	KEL	RS		Payne	201.0	\$6.80	\$1,367	0%	4.2x	6.6x	3.7x	0.6x	0.2x	\$1.40	\$1.11	\$1.93	6.1x	3.5x	\$10.00	47%	
MEG Energy	MEG	RM		Wood	240.2	\$25.23	\$6,061	2%	4.9x	5.1x	5.2x	0.5x	0.5x	\$4.87	\$5.13	\$5.15	4.8x	4.7x	\$28.00	13%	
NuVista Energy	NVA	RM		Payne	208.2	\$13.60	\$2,831	0%	3.4x	5.2x	4.1x	0.4x	0.0x	\$3.40	\$2.64	\$3.29	5.1x	4.1x	\$16.00	18%	
Ovintiv Inc (US\$)	OVV	RS		Wood	251.3	\$42.80	\$10,754	3%	4.1x	3.7x	4.2x	1.3x	1.6x	\$14.77	\$15.19	\$14.27	2.8x	2.9x	\$56.00	34%	
Paramount Resources	POU	RM		Payne	146.9	\$18.65	\$2,740	3%	4.7x	3.1x	7.0x	0.2x	-1.1x	\$6.51	\$6.24	\$2.43	3.0x	7.7x	\$25.00	37%	
Peyto Exploration & Development	PEY	RS		Wood	202.1	\$18.23	\$3,685	7%	5.1x	6.2x	4.6x	1.9x	1.2x	\$3.72	\$3.62	\$4.88	5.1x	3.7x	\$20.00	17%	
PrarieSky Royalty	PSK	RM		Wood	239.0	\$25.95	\$6,202	4%	13.3x	16.1x	14.1x	0.4x	0.0x	\$1.60	\$1.59	\$1.81	16.3x	14.3x	\$33.00	31%	
Saturn Oil & Gas	SOIL	RM		Payne	203.1	\$1.96	\$398	0%	2.1x	2.7x	2.0x	2.3x	1.5x	\$2.15	\$2.05	\$2.36	1.0x	0.8x	\$4.00	104%	
Spartan Delta	SDE	RS		Payne	202.3	\$3.34	\$676	0%	3.9x	4.4x	3.5x	0.9x	0.6x	\$2.45	\$0.94	\$1.14	0.0x	0.0x	\$7.00	110%	
Tamarack Valley Energy	TVE	RS		Payne	547.0	\$4.37	\$2,390	4%	3.7x	3.3x	3.4x	0.9x	0.6x	\$1.37	\$1.56	\$1.49	2.8x	2.9x	\$6.75	58%	
Topaz Energy	TPZ	RS		Payne	153.8	\$24.23	\$3,726	5%	10.5x	13.8x	10.9x	1.8x	1.1x	\$1.97	\$1.90	\$2.29	12.8x	10.6x	\$33.50	44%	
Tourmaline Oil	TOU	RS		Payne	375.6	\$69.40	\$26,065	3%	6.5x	8.4x	5.7x	0.5x	0.2x	\$10.73	\$8.93	\$12.53	7.8x	5.5x	\$75.00	11%	
Vermilion Energy Inc.	VET	RS		Wood	143.9	\$11.65	\$1,676	4%	3.3x	2.1x	2.6x	0.8x	1.5x	\$6.98	\$7.36	\$8.12	1.5x	1.4x	\$19.00	68%	
Veren Inc.	VRN	R		R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R
Whitecap Resources	WCP	R		R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R
<b>Petites capitalisations</b>																					
Kiwitnohk Energy	KEC	RS		Payne	43.7	\$16.91	\$739	0%	2.9x	3.5x	1.8x	1.0x	0.2x	\$5.43	\$6.11	\$10.36	2.8x	1.6x	\$22.50	33%	
Logan Energy	LGN	RS		Payne	630.9	\$0.66	\$416	0%	16.2x	8.4x	3.5x	0.5x	0.4x	\$0.09	\$0.10	\$0.21	6.5x	3.2x	\$1.50	127%	
Lycos Energy	LXC	R		R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R
Surge Energy	SGY	RS		Payne	103.9	\$6.14	\$638	8%	3.5x	2.7x	2.6x	0.8x	0.6x	\$2.89	\$2.87	\$2.80	2.1x	2.2x	\$10.00	71%	
Tenaz Energy	TNZ	RS		Wood	28.4	\$12.91	\$367	0%	1.3x	17.8x	4.3x	-0.4x	0.8x	\$0.98	\$0.66	\$3.07	18.5x	4.2x	\$23.00	78%	
Yangarra Resources	YGR	RM		Payne	99.0	\$1.01	\$100	0%	2.7x	2.4x	1.5x	1.4x	0.6x	\$1.01	\$0.73	\$1.02	1.4x	1.0x	\$1.25	24%	

\*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 3/31	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
<b>Services pétroliers</b>																			
CES Energy Solutions	CEU	RM		Payne	\$ 1,728.13	233.5	\$7.40	\$ 315.8	\$ 399.3	\$ 399.3	8.5x	6.9x	5.2x	2.1x	1.5x	1.1x	\$11.50	55%	
Enerflex	EFX	RM		Payne	\$ 1,379.38	124.0	\$11.12	\$ 512.7	\$ 420.4	\$ 440.5	5.6x	5.4x	4.7x	2.3x	1.5x	0.9x	\$16.00	44%	
Pason Systems	PSI	RM		Payne	\$ 1,047.02	79.6	\$13.15	\$ 171.5	\$ 159.8	\$ 169.6	5.2x	6.1x	5.7x	-1.0x	-0.5x	-0.6x	\$19.50	48%	
Precision Drilling Corp.	PD	RM		Payne	\$ 952.49	14.2	\$66.90	\$ 645.7	\$ 577.8	\$ 563.4	3.1x	3.2x	2.8x	1.3x	1.2x	0.8x	\$135.00	102%	
Trican Well Services	TCW	RM		Payne	\$ 882.54	189.4	\$4.66	\$ 235.6	\$ 216.4	\$ 224.6	3.7x	3.8x	3.3x	-0.4x	-0.2x	-0.3x	\$6.75	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

	Symb.	Cote du titre	Δ	Analyste	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Prix de l'action 3/31	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
<b>Carburants de transition</b>																		
Tidewater Renewables	LCFS	RI		Payne	\$ 113.32	34.9	\$3.25	\$ 41.1	\$ 105.3	\$ 68.1	4.6x	3.6x	9.2x	1.4x	1.7x	\$3.50	8%	

\*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
- › SECURE
- › TransAlta
- › TC Energy

## Aperçu

### Mise à jour sur les produits de base

Le prix du baril de pétrole brut continue de dépasser les \$70 pour le WTI, malgré les résistances observées au cours du mois. L'UE a annoncé qu'elle rejetait l'allègement des sanctions contre la Russie tant qu'un cessez-le-feu partiel avec l'Ukraine n'était pas convenu. Le WTI s'est établi en moyenne à environ US\$68/b en mars, soit une baisse de près de 10% par rapport au niveau moyen d'environ US\$71/b en février en raison de l'incertitude liée à la guerre commerciale et de la perspective d'une récession. Du côté du gaz naturel, le NYMEX s'est établi en moyenne à environ US\$4.14/kpi<sup>3</sup> en mars, en hausse par rapport à la moyenne de près de US\$3.74/kpi<sup>3</sup>, car l'augmentation des exportations de GNL a soutenu les prix, l'AECCO s'établissant en moyenne à \$2.21/kpi<sup>3</sup> pendant le mois. Du côté du marketing, le différentiel du pétrole lourd WCS était en moyenne d'environ US\$12/b en mars, s'étant resserré par rapport à la moyenne de février d'environ US\$14/b.

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

Pembina a obtenu les droits exclusifs d'extraction du pipeline Yellowhead Mainline d'ATCO, d'une capacité d'environ 1,1 Gpi<sup>3</sup>/j, et fait progresser les travaux d'ingénierie d'une usine d'extraction (chevauchement) de LGN d'une capacité d'environ 500 Mpi<sup>3</sup>/j, qui fournira environ 25,000 b/j de matières premières supplémentaires au complexe Redwater de la société, avec un coût préliminaire de l'ordre de \$400 à \$500 millions. En outre, la société a conclu un accord avec KinetiCor pour une participation de 50% dans le Greenlight Electricity Centre, représentant le développement d'un complexe de centres de données sur les avoirs fonciers de PPL adjacents à son complexe Redwater, qui comprendra une centrale à cycle combiné alimentée au gaz naturel à construire en phases de 450 MW (environ \$1.5 milliard bruts par phase), jusqu'à une capacité de 1.8 GW (décision finale d'investissement prévue en 2026; date d'entrée en service projetée 2029). Parallèlement, la société continue d'évaluer les options lui permettant d'honorer son engagement d'approvisionnement en éthane de 50,000 b/j avec Dow Chemical, et table sur un investissement total en immobilisations inférieur à \$300 millions. Par ailleurs, PPL a ajouté 25,000 b/j de capacité sous contrat à son pipeline Nipisi et étudie les possibilités d'expansion future dans la zone de Clearwater.

Enbridge a avalisé \$2.0 milliards supplémentaires de dépenses en immobilisations sur son réseau principal d'ici 2028, consacrées à la fiabilité et à l'efficacité, compte tenu de la demande croissante d'acheminement à partir du BSOC, soulignant que les besoins supplémentaires d'évacuation se chiffrent à environ 1,0 Mb/j d'ici 2035. La société fait progresser un projet d'expansion de son réseau principal de 150,000 b/j pour environ \$1.5 milliard, soutenue par l'optimisation de 300,000 b/j de Flanagan South (entrée en service prévue en 2027) en conjonction avec d'autres expansions dans le BSOC et le golfe du Mexique aux États-Unis. Ailleurs, ENB a autorisé l'expansion de \$0.4 milliard de T-North Birch Grove, ajoutant environ 200 Mpi<sup>3</sup>/j de capacité d'évacuation du bassin Montney et portant la capacité totale du réseau à 3.7 Gpi<sup>3</sup>/j. Dans l'ensemble, le carnet de commandes garanties d'ENB s'élève désormais à \$29 milliards (contre \$26 milliards auparavant) et la société situe à \$9 à \$10 milliards (auparavant \$8 à \$9 milliards) le capital de croissance annuel financé par des fonds propres pour des projets de \$50 milliards dans son portefeuille de transport et de distribution de gaz naturel, de pétrole brut et d'énergie renouvelable.

South Bow vise une mise en service au début de 2026 de son projet Blackrod Connection de US\$180 millions. La société est sur le point d'achever la construction du pipeline de pétrole brut et de gaz naturel de 25 km d'ici le premier semestre de 2025, tandis que la construction des installations devrait être achevée d'ici le deuxième semestre de 2025. En attendant, SOBO a lancé un appel d'offres avec Energy Transfer (NYSE : ET) concernant le pipeline Big Sky, qui relierait la production du BSOC à Hardisty, en Alberta, au pipeline Dakota Access d'ET, d'une capacité de 750,000 b/j dans le Dakota du Nord (possibilité d'expansion à 1,1 Mb/j), l'appel d'offres se terminant le 31 mars 2025. Nous attendons plus de détails sur l'ampleur, l'échéancier et la participation avant de quantifier le potentiel de hausse; nous relevons toutefois que la direction reste déterminée à réduire le ratio d'endettement à 4.5x au cours des 2 à 3 prochaines années, puis à 4.0x à plus long terme. Par ailleurs, SOBO a reçu l'approbation de la PHMSA au début du mois de mars pour lever la restriction de pression sur le pipeline Keystone où l'incident MP-14 s'est produit à 72% de la limite d'élasticité minimale spécifiée.

Projet d'AltaGas, l'expansion de l'installation d'exportation d'énergie de Ridley Island (REEF – Ridley Island Energy Export Facility) de \$1.35 milliard sur la côte Ouest reste respecte toujours le budget et s'oriente vers une entrée en service fin 2026, avec des coûts en immobilisations supplémentaires de 10% sans doute d'ici le T2 2025 (fixes actuellement à 50%), tandis que son objectif initial de 60% de volumes sous contrat est désormais atteint. Au-delà de REEF et de l'expansion de Pipestone II de \$425 à \$450 millions, maintenant achevée à 65% (date d'entrée en service prévue fin 2025), ALA poursuit plusieurs autres projets de croissance à court ou moyen terme, notamment le projet d'expansion du stockage de gaz naturel de Dimsdale, l'expansion des capacités de fractionnement de North Pine, la phase III de l'expansion de Pipestone et des phases supplémentaires pour l'expansion de REEF compte tenu de la forte demande des clients pour l'accès au marché de la côte Ouest dans le contexte des incertitudes liées aux droits de douane américains. En ce qui concerne les sociétés de services publics, la DCPSC a ordonné une extension de PROJECTpipes 2, demandant un budget de modernisation supplémentaire de US\$34 millions pour assurer la continuité des travaux de modernisation des pipelines. En outre, ALA fait progresser son développement commercial et ses travaux d'ingénierie sur les projets de centres de données qui se profilent en Virginie du Nord jusqu'en 2025, avec une construction potentielle en 2026 sur la base de tarifs réglementés.

Tidewater a déposé plainte auprès de l'ASFC (Agence des services frontaliers du Canada) concernant le dumping et le subventionnement des importations de diesel renouvelable américain. En mars 2025, l'ASFC a ouvert une enquête sur les droits compensateurs (anti-subsidies) et antidumping sur les importations de diesel renouvelable américain. Une décision sur l'imposition ou non de droits provisoires est attendue d'ici juin 2025. Si cette procédure est un succès, TWM table sur des droits évalués entre \$0.50 et \$0.80 par litre de diesel renouvelable à la frontière canado-américaine, favorisant la stabilité du marché à long terme pour la production de diesel renouvelable de la société (malgré l'incertitude de la valeur du crédit RCP dans l'attente des élections fédérales du 28 avril). Par ailleurs, le gouvernement de Colombie-Britannique a récemment annoncé des modifications à sa loi sur les carburants à faible teneur en carbone (Low Carbon Fuels Act), relevant en particulier les exigences relatives à la teneur en carburant renouvelable du diesel de 4% à 8% et exigeant que le contenu en carburant renouvelable soit produit au Canada, avec prise d'effet le 1er avril 2025. En outre, l'usine à gaz de Ram River reste temporairement fermée, mais elle devrait reprendre du service lorsque l'activité des producteurs et les prix du gaz naturel se redresseront.

## Mise à jour – Électricité et services publics

TransAlta et Capital Power se négocient maintenant de nouveau à des niveaux conformes à leurs ratios VE/BAIIA sur 10 ans de 7.5x à 8.0x. TransAlta devrait prolonger et éventuellement réaffecter sa centrale de Centralia dans l'État de Washington au-delà de l'expiration de son contrat à la fin de cette année, ce qui représente un potentiel de hausse de 5% à 7% de nos estimations moyennes. En parallèle, TA a inscrit Keephills (KH) dans la file d'interconnexion de l'Alberta, potentiellement suivie par Sheerness et Sundance; la centrale devrait fournir potentiellement environ 800 MW de capacité grâce à ses deux unités avec une production sur site ainsi que la connexion au réseau. Capital Power s'attend à ce qu'au moins un actif aux États-Unis fasse l'objet d'un nouveau contrat à des tarifs plus élevés, et pourrait également acquérir des actifs dans les régions WECC, MISO, PJM ou ECROT. Ces deux entreprises devraient bénéficier du nouveau marché énergétique restructuré (REM) de l'Alberta, dont les détails devraient être révélés dans les semaines et mois à venir, y compris des plafonds de prix primaires et secondaires plus élevés qui sont de bon augure pour les centrales de pointe alimentées au gaz, et des prix négatifs qui feraient les affaires des centrales marchandes alimentées au gaz de base.

## 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 Symb. titre		Parts		Cap. bours. (M)	Distributions par part			Rendement		FTPA distr. Dilués			C/FT distr.		Dettes/ Enc. distr. 25e	12 mois		
			e.c. (M)	Cours 3/31		est. 2024	est. 2025e	est. 2026e	des distr.		est. 2024	est. 2025e	est. 2026e	2025e	2026e		Cible	Rend.	Δ combiné
									2024e	2025e									
<b>Pipelines et divers</b>																			
AltaGas	ALA	RS	295.9	\$39.47	\$11,679	\$1.19	\$1.26	\$1.34	3.2%	3.4%	\$2.58	\$3.33	\$3.64	11.9x	10.9x	4.9x	41.00	3.9%	7.1%
Enbridge Inc.	ENB	RM	2178.0	\$63.69	\$138,717	\$3.66	\$3.77	\$3.88	5.9%	6.1%	\$5.56	\$5.59	\$5.77	11.4x	11.0x	5.0x	63.00	-1.1%	4.8%
Gibson Energy	GEI	RM	164.5	\$22.32	\$3,673	\$1.64	\$1.72	\$1.81	7.7%	8.1%	\$2.29	\$2.15	\$2.78	10.4x	8.0x	3.3x	24.00	7.5%	15.2%
Keyera	KEY	RM	229.2	\$44.73	\$10,250	\$2.04	\$2.12	\$2.21	4.7%	4.9%	\$3.36	\$3.36	\$3.77	13.3x	11.9x	2.4x	41.00	-8.3%	-3.6%
Pembina Pipelines	PPL	RM	581.0	\$57.56	\$33,442	\$2.74	\$2.84	\$2.96	4.9%	5.1%	\$5.25	\$4.63	\$4.93	12.4x	11.7x	3.7x	58.00	0.8%	5.7%
Secure Waste Infrastructure Corp.	SES	RS	205.7	\$15.68	\$3,226	\$0.40	\$0.40	\$0.40	2.6%	2.6%	\$1.10	\$1.21	\$1.73	12.9x	9.1x	1.1x	18.00	14.8%	17.3%
South Bow Corp. (1)	SOBO	RM	207.6	\$25.52	\$5,297	\$0.50	\$2.00	\$2.00	7.8%	7.8%	\$2.93	\$2.56	\$2.96	10.0x	8.6x	4.4x	25.00	-2.0%	5.8%
Superior Plus	SPB	RM	222.3	\$6.43	\$1,430	\$0.60	\$0.18	\$0.18	2.8%	2.8%	\$1.08	\$1.14	\$1.03	4.0x	4.4x	3.4x	6.50	1.1%	3.9%
Tidewater Midstream	TWM	RI	431.1	\$0.27	\$116	\$0.00	\$0.00	\$0.00	0.0%	0.0%	-\$0.01	\$0.03	\$0.06	8.4x	4.5x	3.2x	0.15	-44.4%	↑ -44.4%
TC Energy Corp.	TRP	RS	1039.0	\$67.96	\$70,610	\$3.70	\$3.40	\$3.50	5.0%	5.2%	\$4.35	\$5.33	\$5.68	12.8x	12.0x	4.7x	74.00	8.9%	13.9%
<b>Producteurs d'électricité et services publics</b>																			
ATCO Ltd.	ACO	RM	112.2	\$50.12	\$5,623	\$1.96	\$2.02	\$2.08	4.0%	4.1%	\$4.52	\$4.30	\$4.39	11.6x	11.4x	5.0x	49.00	-2.2%	1.8%
Brookfield Infrastructure (1)	BIP	RM	792.7	\$29.79	\$23,615	\$1.62	\$1.72	\$1.82	5.8%	6.1%	\$1.98	\$2.32	\$2.56	12.8x	11.7x	6.6x	35.00	17.5%	23.3%
Canadian Utilities	CU	RM	271.6	\$37.00	\$10,048	\$1.81	\$1.83	\$1.85	4.9%	5.0%	\$3.76	\$3.86	\$4.05	9.6x	9.1x	5.8x	39.00	5.4%	10.4%
Capital Power	CPX	RS	136.5	\$47.83	\$6,528	\$2.53	\$2.69	\$2.85	5.6%	6.0%	\$6.40	\$6.35	\$6.34	7.5x	7.5x	2.9x	65.00	35.9%	41.5%
Emera Inc.	EMA	RM	303.6	\$60.61	\$18,398	\$2.88	\$2.91	\$2.95	4.8%	4.9%	\$3.33	\$4.21	\$4.62	14.4x	13.1x	5.4x	56.00	-7.6%	-2.8%
Fortis Inc.	FTS	RM	508.9	\$65.55	\$33,360	\$2.39	\$2.49	\$2.62	3.8%	4.0%	\$4.91	\$5.53	\$5.94	11.9x	11.0x	6.3x	64.00	-2.4%	1.4%
Hydro One Ltd.	H	RM	596.9	\$48.39	\$28,885	\$1.24	\$1.31	\$1.39	2.7%	2.9%	\$2.05	\$1.94	\$2.15	24.9x	22.5x	5.9x	46.00	-4.9%	-2.2%
TransAlta	TA	RS	300.4	\$13.43	\$4,035	\$0.24	\$0.26	\$0.26	1.9%	1.9%	\$1.88	\$1.65	\$1.65	8.2x	8.1x	3.7x	20.00	48.9%	50.9%

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

- › [RB Global Inc.](#)
- › [Stantec Inc.](#)
- › [ATS Corporation](#)

## Plan québécois des infrastructures (PQI) 2025 - 2035 - un nouveau coup de pouce de +\$11 milliards.

Malgré un léger ralentissement de la croissance prévue du PIB réel en 2025E au Québec (+1.1% comparativement à +1.4% en 2024 et +0.6% en 2023), les dépenses au titre du PQI devraient bondir de 7.2% au cours des dix prochaines années pour atteindre \$164 milliards, ce qui représente une augmentation cumulée de \$11 milliards par rapport à l'année dernière. Le gouvernement du Québec cherchera à mettre à profit cette augmentation pour contrer le ralentissement de la croissance économique et les répercussions négatives des droits de douane à court terme, qui « limiteront les exportations et les investissements non résidentiels des entreprises ». La cadence des dépenses est maintenant davantage concentrée sur les trois prochaines années que dans la mouture précédente pour contrer les mesures commerciales unilatérales prises par les États-Unis, car les dépenses devraient atteindre un sommet autour de 2028E, où elles pourraient avoisiner les \$20 milliards, avant de diminuer progressivement à \$15.6 milliards au cours de l'exercice budgétaire 2034 - 2035. De ce fait, les dépenses devraient être concentrées en début de période, 55% des \$164 milliards alloués devant être dépensés au cours des cinq prochains exercices. Les routes (+4% ou +\$1,347 millions), le transport (+23% ou +1,059 millions) et l'éducation (+5% ou +\$1,116 millions) représentent l'essentiel (48%) de l'augmentation nominale, les deux premières catégories étant les plus pertinentes pour l'univers des titres que nous couvrons - avec le transport public (+5% ou +\$713 millions) - et elles devraient profiter indirectement dans une large mesure à ARE, ATRL et TIH, qui sont les plus touchées (positivement) par l'enveloppe des dépenses du Québec.

### ► Conclusion – Les craintes que suscite un pic de dépenses se réorientent vers le « besoin de dépenser quoi qu'il arrive ».

Il y a douze mois, notre principale préoccupation était la diminution progressive des dépenses provinciales, car la baisse de l'immigration aurait entraîné un rapide pic des dépenses d'investissement (plus précisément, au cours de l'exercice 2025). Aujourd'hui, la courbe de la baisse paraît moins abrupte et les dépenses totales sont en fait régulièrement revues à la hausse, car on cherche à compenser le ralentissement de la croissance en investissant davantage dans les infrastructures et en stimulant indirectement l'économie, selon une approche similaire à celle de l'ère Draghi, où rien n'était épargné, quoi qu'il en coûte, pour sauvegarder un semblant d'élan économique. Il n'est pas question de prétendre que les dépenses privées ne pourraient pas être sous pression, car une entreprise active dans le secteur du génie et de la construction / de l'équipement répartit sans doute également ses activités entre le public et le privé, mais nous constatons une approche généralement proactive des dépenses au niveau provincial et probablement au niveau fédéral, quel que soit le candidat qui arrivera au pouvoir en mai. Nous ne pensons pas qu'une récession soit prise en compte dans les cours des sociétés que nous couvrons, car il y a un certain « espoir » que les tensions géopolitiques actuelles soient temporaires par nature, bien que cela puisse être un vœu pieux. Nous privilégions donc les sociétés qui présentent des modèles d'affaires contracycliques (RBA), allégés en actifs / des valorisations raisonnables / une exposition aux piliers de la croissance que sont le renforcement des infrastructures, l'environnement, les semi-conducteurs, les centres de données (STN), et qui pourraient bénéficier d'un contexte restrictif en matière de main-d'œuvre tout en n'étant pas exposées outre mesure aux livraisons transfrontalières, et tirant potentiellement parti d'une augmentation des dépenses européennes (ATS).

Symb.	Cote du titre	Δ	12 mois		Cours 3/31	Cap. bours. (M)	Dernier exerc. déclaré	BPA dilué			C/B		BAIIA (M)			VE/BAIIA		Div. %	Dette nette/ BAIIA Ex1	
			Cours cible	Δ				(A) Dern. Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	(A) Dern. Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2			
Aecon Group	ARE	RS	↑	\$23.00	↓	\$16.94	\$1,118	12 / 2024	-\$0.98	\$1.44	\$1.74	10.3x	8.5x	\$273	\$221	\$264	5.9x	4.8x	4.5%	0.8x
Bird Construction	BDT	RM		\$30.00	↓	\$21.77	\$1,206	12 / 2024	\$2.03	\$2.72	\$3.25	8.0x	6.7x	\$181	\$238	\$277	5.5x	4.7x	3.9%	0.5x
Finning International	FTT	RS		\$49.00		\$40.49	\$5,549	12 / 2024	\$3.80	\$3.74	\$3.88	10.8x	10.4x	\$1,248	\$1,156	\$1,155	6.5x	6.5x	2.7%	1.7x
North American Construction Group	NOA	RS		\$41.00	↓	\$22.69	\$631	12 / 2024	\$3.73	\$3.85	\$3.95	5.9x	5.7x	\$390	\$420	\$435	3.2x	3.1x	2.1%	1.8x
RB Global	RBA	RS		<b>US\$118.00</b>		US\$100.30	US\$19,272	12 / 2024	US\$3.27	US\$3.81	US\$4.04	26.3x	24.8x	US\$1,246	US\$1,331	US\$1,374	16.1x	15.6x	1.2%	1.6x
Russel Metals	RUS	RS		\$58.00		\$39.31	\$2,254	12 / 2024	\$2.83	\$4.05	\$4.28	9.7x	9.2x	\$306	\$412	\$430	5.4x	5.2x	4.3%	trésorerie nette; n.s.
Wajax Corporation	WJX	RM		\$22.00	↓	\$17.61	\$391	12 / 2024	\$2.38	\$2.45	\$2.65	7.2x	6.7x	\$168	\$166	\$173	4.0x	3.9x	8.0%	1.7x
AtkinsRéalis	ATRL	RS		\$88.00	↑	\$68.37	\$11,954	12 / 2024	\$2.21	\$2.67	\$3.49	22.1x	16.3x	\$753	\$898	\$1,065	12.6x	10.5x	0.1%	1.4x
Stantec	STN	RS		\$143.00		\$119.28	\$13,606	12 / 2024	\$4.47	\$5.10	\$5.87	23.4x	20.3x	\$863	\$969	\$1,071	15.5x	14.0x	0.8%	1.5x
Toromont Industries	TIH	RS		\$133.00		\$112.63	\$9,204	12 / 2024	\$6.03	\$6.09	\$6.60	18.5x	17.1x	\$849	\$877	\$928	10.2x	9.7x	1.8%	trésorerie nette; n.s.
WSP Global	WSP	RS		\$292.00		\$244.21	\$31,798	12 / 2024	\$8.02	\$9.19	\$9.96	26.6x	24.5x	\$1,822	\$2,207	\$2,381	16.3x	15.1x	0.6%	1.8x
AutoCanada	ACQ	RS		\$25.00		\$16.31	\$394	12 / 2024	\$0.06	\$1.87	\$4.02	8.7x	4.1x	\$91	\$109	\$176	8.2x	5.1x	0.0%	4.3x
Ag Growth International	AFN	RS		\$51.00	↓	\$34.93	\$660	12 / 2024	\$4.54	\$1.62	\$3.34	21.6x	10.5x	\$265	\$227	\$256	6.5x	5.8x	1.7%	3.6x
ATS Corporation	ATS	RS		\$54.00		\$35.87	\$3,515	03 / 2024	\$2.62	\$1.45	\$2.12	24.8x	16.9x	\$435	\$331	\$409	14.8x	12.0x	0.0%	4.1x
Colliers International	CIGI	RS		<b>US\$169.00</b>		US\$121.30	US\$6,191	12 / 2024	US\$5.71	US\$6.43	US\$7.32	18.9x	16.6x	US\$644	US\$716	US\$808	12.1x	10.7x	0.2%	1.9x
Stella-Jones	SJ	RS		\$93.00		\$68.24	\$3,819	12 / 2024	\$5.65	\$5.65	\$5.67	12.1x	12.0x	\$567	\$556	\$551	9.3x	9.3x	1.8%	2.4x
<b>Médiane</b>												<b>15.3x</b>	<b>11.2x</b>				<b>8.7x</b>	<b>7.9x</b>	<b>1.8%</b>	

Système de notation: RS = Rendement supérieur; RM = Rendement moyen; RI = Rendement inférieur; R = Restriction; AO = Accepter offre; ER = En révision  
\*Multiplicateurs rajustés en fonction des investissements en concessions

LSEG, Rapports des sociétés, FBN



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

Adjoint :  
Jack Cohen : 416 869-7505

## Sélections

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

## Points saillants

### ► ECN Capital : Les points saillants de notre conférence annuelle sur les services financiers

De nos échanges informels avec Lance Hull, président de Triad Financial Services, nous avons retenu plusieurs points saillants positifs. Tout d'abord, les conditions se sont améliorées dans le secteur des logements préfabriqués, avec des stocks de distributeurs ajustés après les perturbations de la chaîne d'approvisionnement qui ont fait suite à la COVID-19, créant une situation propice à la croissance attendue de 15% du secteur. En outre, Triad croit pouvoir dégager une croissance supérieure à celle du secteur grâce à des accords de financement élargis, qui facilitent sa croissance, car Triad a moins de contraintes en termes d'investissements en immobilisations et en technologie. Deuxièmement, les partenaires institutionnels de Triad sont désormais plus nombreux (Blackstone et Carlyle Group), et représentent maintenant 85% du financement. Ces partenaires ont pris des engagements importants pour les flux à venir, et Triad se trouve alors dans une position où la demande est supérieure à ce qu'elle peut honorer. Cette augmentation du financement améliore les perspectives de croissance substantielle. Troisièmement, la coentreprise Champion Financing progresse bien et dégage une croissance notable. Elle a permis à Triad de devenir un acteur bien plus important dans l'espace de Champion qu'elle n'aurait pu l'être autrement. M. Hull a souligné que la coentreprise a renforcé les relations de Triad avec Regional Homes et Titan Homes, ainsi qu'avec les autres groupes de détail de Champion, et que les possibilités se multiplient à mesure que Champion continue d'étendre son réseau au détail.

### ► Fairfax Financial : Résultats financiers pour l'exercice 2024, des prévisions revues à la hausse assoient la confiance

Globalement, notre opinion sur les résultats est positive compte tenu des éléments suivants : 1) une augmentation de 3% t/t de la valeur comptable par action (VCPA) sur la base d'un RCP de 19%; 2) un bénéfice d'exploitation substantiel provenant des résultats supérieurs aux attentes de l'assurance IARD sur la base d'un ratio combiné solide d'environ 90%; 3) un revenu d'intérêts et de dividendes moyen de \$2.5 milliards pour les quatre prochaines années; et 4) une situation de trésorerie de \$2.5 milliards dans la société de portefeuille et des capitaux excédentaires dans les filiales d'assurance de \$3.0 milliards. Dans l'ensemble, le chef de la direction, Prem Watsa, a adopté un ton confiant dans son courrier annuel adressé aux actionnaires, dans lequel il mettait en valeur la résilience des activités et sa conviction dans l'accroissement de la valeur comptable. Pour faire écho à cette assurance, la direction a mis à jour ses prévisions et table désormais sur un bénéfice d'exploitation annuel de \$5 milliards (en hausse par rapport à \$4 milliards), dont \$2.5 milliards de revenus d'intérêts et de dividendes, \$1.5 milliard de bénéfices de souscriptions et \$1 milliard provenant des entités associées et des activités autres que l'assurance. Nous pensons que ces nouvelles projections reflètent plus fidèlement la durabilité du bénéfice de Fairfax. Nous estimons que les investissements dans Poseidon (qui devrait dégager un bénéfice net de \$600 millions en 2025) et Eurobank (amélioration des paramètres de risque et ratio de distribution modulable) sont encourageants pour les perspectives de revenus autres que d'assurance. Enfin, les valeurs marchandes des entités associées et des participations consolidées dépassent les valeurs comptables d'environ \$1.5 milliard (soit près de \$68 par action) en fin d'année, et \$1.7 milliard au 28 février, ce qui signifie que plusieurs sociétés sont comptabilisées à des ratios de FTD à un chiffre et/ou en dessous de la valeur comptable.

### ► Element Fleet : Les réunions marketing confirment notre confiance dans les perspectives

Lors de nos réunions marketing à Toronto, la direction a envoyé un message de confiance, soulignant la résilience des activités, l'optimisme que suscitent les initiatives en cours et l'intérêt porté à l'expansion des marges. Dans l'ensemble, ces réunions nous ont confortés dans notre opinion selon laquelle EFN est un titre incontournable que tout gestionnaire de portefeuille devrait détenir quelle que soit la conjoncture. Nous en avons tiré plusieurs points saillants positifs. Tout d'abord, les effets des droits de douane seront gérables, car une augmentation des prix des véhicules ou des pièces détachées fera croître les revenus d'Element compte tenu de son modèle de répercussion des coûts. Deuxièmement, les perspectives en termes de souscriptions sont solides du fait que les commandes de

véhicules étaient importantes à la fin du T4 et que l'âge des véhicules reste élevé, ce qui alimentera la demande. Troisièmement, l'accord de financement avec Blackstone apporte des éléments positifs, notamment l'élargissement continu des capacités hors bilan, une meilleure diversification de son profil de financement, à une rapidité et une efficacité accrues, et à des rendements plus élevés dans les cycles futurs. Quatrièmement, en ce qui concerne les initiatives en matière d'assurances, le partenariat annoncé avec HUB prévoit le placement progressif d'assurances auprès de clients canadiens et américains, dont EFN espère tirer des revenus à un chiffre en 2025. Si ce programme est un succès, Element cherchera à établir ou à acquérir un modèle de société de gestion d'assurance (SGA) impliquant des produits structurés par EFN permettant à Element d'avoir part à des revenus de commissions plus élevés. En tablant sur un taux de pénétration de 25% et un modèle d'exploitation de SGA, la direction estime que ce projet pourrait rapporter environ \$100 millions en revenus à marges élevées d'ici 2029. Cinquièmement, Element continue de développer son initiative de flotte pour PME et prévoit d'introduire ces services sur le marché vers la fin de 2025. Enfin, la croissance des dépenses ralentira considérablement par rapport à 2024, car les gains d'efficacité opérationnelle (nouvelle application numérique pour les conducteurs, capacités de commande numérique, exploitation de la technologie et du personnel Autofleet) contribueront à compenser les dépenses de croissance.

	Symb.	Cote du titre	Cap. bours. (Md)	Actions e.c. (M)	Cours 3/31	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B 2024	C/B 2025	VCPA			C/V		Div. %	Cours cible 12 mois
							est. 2023	est. 2024	est. 2025			dernier Quarter	est. 2024	est. 2025	2024	2025		
<b>Financement immobilier</b>																		
First National Financial	FN	RM	2.33	60.0	38.83	12/2023	3.53	4.38	4.71	8.9	8.2	10.74	12.41	14.46	3.1	2.7	6.4%	43.00
Timbercreek Financial	TF	RM	0.55	83.0	6.61	12/2024	0.56	0.73	0.73	9.0	9.0	8.27	8.31	8.36	0.8	0.8	10.4%	8.00
<b>Financement spécialisé</b>																		
ECN Capital	ECN	RS	0.74	281.1	2.62	12/2024	US 0.09	US 0.23	US 0.28	8.0	6.5	US 0.31	US 0.46	US 0.66	4.0	2.8	1.5%	5.00
Element Fleet Management	EFN	RS	11.17	389.1	28.70	12/2024	US 1.12	US 1.23	US 1.40	16.3	14.2	US 6.86	US 7.17	US 7.58	4.0	3.8	1.8%	40.00
goeasy	GSY	RS	2.50	16.6	149.95	12/2024	16.70	20.07	23.35	7.5	6.4	72.15	84.42	101.92	1.8	1.5	3.9%	255.00
Brookfield Business Partners	BBU	RS	US 3.43	144.0	US 23.82	12/2024	-US 0.50	US 0.40	US 1.03	58.8	23.1	US 23.59	US 28.83	US 34.20	0.8	0.7	1.0%	US 36.00
Power Corporation of Canada	POW	RM	33.03	646.3	51.11	12/2023	4.47	5.47	5.84	9.3	8.74	34.00	38.51	41.74	1.3	1.2	4.8%	55.00
<b>Bourses des valeurs</b>																		
TMX Group	X	RM	14.59	277.8	52.50	12/2024	1.70	1.90	2.10	27.6	25.0	16.48	17.29	18.23	3.0	2.9	1.5%	50.00
<b>Assurance</b>																		
Definity Financial Corp.	DFY	RS	7.3	115.9	62.77	12/2024	2.66	3.27	3.72	19.2	16.9	28.96	32.44	36.64	1.9	1.7	1.2%	70.00
Intact Financial Corp.	IFC	RS	51.04	178.4	286.15	12/2024	14.42	16.10	16.54	17.8	17.3	92.67	101.17	109.76	2.8	2.6	1.9%	305.00
Trisura Group Ltd.	TSU	RS	1.60	47.6	33.51	12/2024	2.80	2.97	3.60	11.3	9.3	16.44	19.39	23.00	1.7	1.5		57.00
Fairfax Financial Holdings	FFH	RS	44.79	22.0	2036.73	12/2024	US\$154.34	US\$162.06	US\$168.87	8.7	8.4	US 1034.02	US 1231.00	US 1398.18	1.1	1.0	1.1%	2600.00
<b>Gestion d'actifs</b>																		
Fiera Capital Corp.	FSZ	RM	0.66	107.4	6.15	12/2024	0.94	1.05	1.06	5.9	5.8	2.75	2.77	2.83	2.2	2.2	14.0%	7.00
IGM Financial Inc.	IGM	RS	10.54	237.9	44.29	12/2024	3.95	4.43	4.85	10.0	9.1	32.79	35.01	37.65	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*

**Acquisition d'Entrans – cours cible de \$134**

Le 17 mars, TVK a clôturé l'acquisition d'Entrans, la plus importante de son histoire à ce jour. Le montant total de l'opération s'est élevé à US\$546 millions, soit environ US\$535 millions de chiffre d'affaires et US\$78 millions de BAIIA après loyers, ce qui représente un ratio de transaction de 7 fois le BAIIA.

**Augmentation du BPA de 47% en 2026e**

Nous pensons que les possibilités d'intégration sont à la fois vastes et substantielles, la direction disposant d'une marge de manœuvre pour mettre en œuvre son programme habituel d'approvisionnement et d'exploitation du réseau, ainsi que pour explorer d'autres occasions de croissance. Les gains de synergie proviendront essentiellement de trois sources : 1) une croissance importante des volumes pour tirer parti du pouvoir d'achat en termes de pièces, de l'avantage dont dispose TVK en matière d'approvisionnement direct en acier et de l'internalisation des besoins en citernes d'Entrans, autant de facteurs qui représentent un potentiel de hausse du BAIIA de 10% à 15%, 2) la flexibilisation de la production, les capacités inutilisées d'Entrans pouvant être mises à profit pour convertir les longs délais d'exécution de l'activité de base en ventes aux larges marges, et 3) la pénétration de marchés finaux adjacents pour une consolidation accrue et l'accès aux principaux réseaux de distribution et de clientèle d'Entrans aux fins de ventes croisées.

**Levier *pro forma* gérable de 3.4x**

*Pro forma* l'acquisition d'Entrans, le levier devrait monter à 3.4x, car TVK a utilisé ses liquidités disponibles et ses facilités de crédit récemment bonifiées composées d'une facilité de crédit renouvelable de \$800 millions et de prêts à terme de \$400 millions. Emprunter en USD peut faire grimper le coût pondéré de la dette, mais nous pensons que TVK peut se désendetter à hauteur d'environ 0.6x par an.

**Risques liés aux droits de douane et comment les limiter**

L'usine Juarez d'Entrans se présente comme une maquiladora qui utilise des pièces américaines dont le coût serait probablement déductible du montant net exposé aux droits de douane en vertu du régime actuel des taxes à l'importation américaines. Il ressort de nos échanges avec l'équipe de direction que le risque résiduel est minimisé par la conjugaison de différents facteurs liés aux capacités :

1. La base de production de remorques de transport de l'industrie américaine ne dispose pas de capacités inutilisées suffisantes pour absorber les volumes actuellement fabriqués au Mexique, ce qui favorise la répercussion des coûts sur les clients finaux;
2. Entrans dispose de capacités excédentaires importantes dans ses usines américaines et pourrait rapatrier sa production aux États-Unis dans des mesures plus importantes que la moyenne du secteur.

Ces deux facteurs combinés soutiendront la rentabilité d'Entrans dans un scénario d'application de droits de douane, à condition que tout ralentissement économique connexe reste gérable.

**Cours cible de \$134, cote Rendement moyen**

Bien que notre modèle ne l'intègre pas, notre valorisation tient compte d'un potentiel de hausse supposé de \$180 à \$200 millions du chiffre d'affaires chaque année provenant des fusions-acquisitions, équivalant à une prime de 1x. En plus de notre ratio de base de 9.5x, notre cours cible de \$134 est donc basé sur un ratio VE/BAIIA 2026e de 10.5x et implique un rendement des FTD à deux ans (après baux et intérêts) de 6.9%, qui peut être répliqué en appliquant à nos FTA à long terme un taux d'actualisation de 11.5%. Hors fusions-acquisitions, nous tablons sur une baisse du levier de 0.6x.

	Symb.	Cote du titre	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 3/31	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	699.7	25.4	27.59	12/2024	2.97	2.57	3.27	7.6	5.9	184.3	190.1	209.8	5.5	4.7	2.2%	2.8	53.00	↓
Alaris Equity Partners Income Trust	AD	RS	875.4	45.5	19.24	12/2024	4.40	2.00	1.92	9.6	10.0	157.4	160.9	155.9	8.3	8.3	7.1%	2.4	25.00	↑
Boyd Group Services	BYD	RS	4,437.8	21.5	206.89	12/2024	1.44	1.90	4.97	76.1	29.1	334.8	372.2	485.4	11.9	9.4	0.3%	2.5	260.00	↓
Cascades	CAS	RM	983.1	101.4	9.70	12/2024	0.60	1.24	1.36	7.8	7.1	501.0	624.7	617.7	4.6	4.3	4.9%	3.4	14.00	
Chemtrade Logistics	CHE	RS	1,174.5	120.6	9.74	12/2024	1.80	1.41	1.53	6.9	6.4	470.8	457.0	478.7	4.7	4.4	6.8%	1.8	16.50	
Doman Building Materials	DBM	RS	596.4	87.2	6.84	12/2024	0.65	0.81	1.11	8.4	6.2	195.6	267.7	301.4	5.6	4.7	8.2%	3.2	12.50	
Dentalcorp Holdings	DNTL	RS	1,570.7	189.7	8.28	12/2024	0.43	0.55	0.62	15.1	13.4	284.8	319.0	355.1	9.2	8.4	1.2%	3.6	15.00	
Dexterra Group	DXT	RS	511.4	64.0	7.99	12/2024	0.58	0.71	0.79	11.3	10.1	107.4	112.0	115.2	5.2	4.7	4.4%	0.7	12.50	↑
DRI Healthcare Trust	DRI	RS	654.7	56.7	11.55	12/2024	2.19	1.80	1.82	4.4	4.4	156.6	163.1	137.2	4.8	5.1	5.0%	3.1	18.00	↑
GDI Integrated Facility Services	GDI	RM	763.7	23.5	32.47	12/2024	1.35	1.50	1.96	21.6	16.6	137.0	160.5	178.6	6.8	5.8	0.0%	2.1	41.50	
Jamieson Wellness	JWEL	RS	1,318.7	43.2	30.54	12/2024	1.62	1.90	2.58	16.1	11.8	141.0	158.9	184.7	10.4	8.7	2.8%	2.0	39.50	
KP Tissue	KPT	RM	79.2	10.0	7.93	12/2024	0.31	0.22	0.41	36.0	19.3	264.8	249.1	266.3	7.2	6.6	9.1%	4.2	8.50	↓
Matr	MATR	RS	664.1	64.9	10.24	12/2024	0.68	1.15	1.74	8.9	5.9	108.2	190.5	242.1	5.7	4.0	0.0%	0.5	19.00	↓
Richelieu Hardware	RCH	RM	1,880.0	56.0	33.59	11/2024	1.53	1.94	2.40	17.3	14.0	201.4	233.3	267.6	8.7	7.3	1.8%	0.8	44.50	
Rogers Sugar	RSI	RM	734.4	128.0	5.37	09/2024	0.56	0.53	0.53	10.8	10.8	141.6	148.6	148.7	7.7	8.4	6.3%	2.7	6.25	
Savaria Corporation	SIS	RS	1,160.7	72.4	16.04	12/2024	0.89	0.79	1.07	20.3	15.0	161.2	156.8	192.5	8.9	7.0	3.4%	1.3	24.00	↓
TerraVest Industries	TVK	RM	2,880.0	20.3	142.15	09/2024	3.29	5.61	8.09	25.3	17.6	189.6	267.7	358.2	15.2	10.9	0.5%	3.0	134.00	↑

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)*
- › *D2L Inc. (DTOL)*
- › *Shopify (SHOP)*
- › *Kinaxis (KXS)*
- › *Descartes Systems (DSG)*

### Une approche tactique du secteur de la technologie

Alors que le T1 touche à sa fin, nous réfléchissons déjà à ce que nous réserve la saison prochaine de publication des résultats. Nous pensons qu'il y aura probablement un certain nombre de commentaires prudents sur nos sociétés axées sur les entreprises et les consommateurs. En réalité, rien de tout cela ne devrait nous surprendre. Nous sommes également d'avis que, même si le contexte macroéconomique volatil reste difficile, certaines sociétés parmi celles que nous couvrons continuent d'exécuter fidèlement leur stratégie. Alors que les fins d'années 2023 et 2024 ont été marquées par une réorientation des rendements au profit des sociétés les plus fiables en matière de répartition du capital, nous pensons que la situation se vérifiera d'autant plus en 2025. Selon nous, les sociétés qui se sont concentrées sur l'amélioration des rendements du capital sont les mieux placées (même si ce n'est que sur une base relative) pour faire face à la tempête actuelle. Concernant les grands indices, depuis le début de l'année jusqu'à la fin du T1, 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 -12.6%, -8.1% et -8.7%, comparativement à -4.4% pour l'indice S&P 500. Dans ce contexte, nous conseillons aux investisseurs de s'intéresser aux titres défensifs qui présentent des bilans solides et des flux de trésorerie récurrents, et de faire preuve d'opportunisme pour les chefs de file des différents marchés – nous nous intéresserions donc à Constellation Software, Descartes, D2L, Kinaxis et Shopify.

- › **D2L** est un chef de file dans le secteur des systèmes de gestion de l'apprentissage (LMS) principalement destinés aux établissements d'enseignement. Nous considérons que D2L est bien placée pour accélérer sa croissance grâce à des investissements disciplinés ou des acquisitions complémentaires, alors que ses flux de revenus récurrents et sa base clientèle de grande qualité lui assurent une protection contre le risque de baisse. Une réévaluation du titre à la hausse a déjà eu lieu au cours des derniers trimestres en raison de l'exécution fidèle de la direction, mais l'écart de valorisation par rapport aux sociétés comparables n'est pas entièrement comblé.
- › **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**. 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 la 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 des demandes actuelles du marché qui exige une meilleure visibilité de la chaîne d'approvisionnement.

	Symbl.	Cote du titre	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 3/31	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B		BAIIA (M)			VE/BAIIA		Valeur compt.	Ratio d'endet.	Cours cible	
							(A)	est.	est.	Ex1	Ex2	(A)	est.	est.	Ex1	Ex2			12 mois	Δ
							Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2				
Alithya Group Inc.*	ALYA	RM	169	96.4	1.75	2024	0.14	0.18	0.10	9.7	16.8	35.5	40.5	44.9	6.8	6.2	1.8u	41%	2.00	
Altus Group Limited	AIF	RM	2,392	46.8	51.10	2024	1.30	1.26	1.87	40.6	27.4	120.5	102.3	139.3	26.4	19.4	13.2	31%	60.00	
Blackline Safety Corp.*	BLN	RS	534	82.2	6.49	2024	(0.13)	(0.02)	0.10	NMF	NMF	(2.4)	6.3	16.2	75.1	29.2	1.0	11%	7.50	
CGI Inc.	GIB.A	RS	32,075	228.2	140.53	2024	7.62	8.45	8.90	16.6	15.8	2952.6	3157.0	3315.6	10.2	9.7	43.2	22%	185.00	
Computer Modelling Group Ltd.*	CMG	RS	668	83.4	8.00	2024	0.31	0.30	0.38	27.4	21.2	43.5	43.6	50.7	14.4	12.4	1.0	0%	13.00	
Constellation Software Inc.	CSU	RS	96,735	21.2	4,564.80	2024	82.20u	96.03u	110.39u	33.2	28.9	2,691.0u	3,215.1u	3,797.3u	21.7	18.4	155.1u	56%	5500.00	↑
Converge Technology Solutions*	CTS	AO	1,065	195.1	5.46	2024	0.52	0.54	0.59	10.0	9.3	170.5	159.3	174.2	7.5	6.9	1.84	46%	5.50	
Coveo Solutions Inc.	CVO	RS	558	104.9	5.32	2024	(0.00u)	0.06u	0.04u	NMF	NMF	(2.4u)	0.9u	7.7u	286.8	35.0	1.2u	0%	8.50	
Descartes Systems Group*	DSG	RS	8,733	87.1	100.24	2024	1.34u	1.70u	1.97u	NMF	NMF	247.5u	317.5u	317.5u	26.7	26.7	15.1u	0%	135.00u	
Docebo Inc.	DCBO	RS	906	30.9	29.29u	2024	1.04u	1.25u	1.66u	23.3	17.7	33.6u	45.8u	58.1u	17.8	14.0	1.9u	0%	50.00u	
D2L Inc.*	DTOL	RS	933	56.0	16.65	2024	0.16u	0.39u	0.50u	29.7	23.0	7.9u	26.1u	33.4u	14.5	11.4	1.1u	0%	22.00	
Kinaxis Inc.	KXS	RS	4,367	28.1	155.24	2024	2.27u	3.50u	4.30u	44.4	36.1	106.1u	129.4u	154.6u	21.3	17.8	14.1u	0%	225.00	
Lightspeed Commerce Inc.	LSPD	RM	1,402u	154.3	9.09u	2024	0.15u	0.44u	0.55u	20.4	16.5	1.3u	53.3u	73.2u	NMF	10.1	15.0u	0%	15.00u	
Open Text Corporation	OTEX	RM	6,707u	265.2	25.29u	2024	4.17u	3.74u	4.20u	6.8	6.0	1,970.2u	1,773.6u	1,920.9u	6.7	6.2	16.0u	60%	38.00u	
Pivotree Inc.*	PVT	RM	28	27.7	1.00	2024	(0.24)	0.05	0.12	21.5	8.2	1.4	6.7	9.5	3.6	2.5	1.7	0%	1.75	
Real Matters Inc.	REAL	RM	441	74.4	5.92	2024	0.03u	0.05u	0.14u	NMF	42.4	1.9u	2.3u	14.1u	113.6	18.3	1.5u	0%	7.00	
Shopify Inc.	SHOP	RS	126,190u	1305.2	96.68u	2024	1.25u	1.60u	1.86u	NMF	NMF	1,523.0u	2,011.0u	2,345.7u	60.1	51.5	8.9u	1%	140.00u	
Tecsys Inc*	TCS	RS	613	14.9	41.00	2024	0.12	0.32	0.86	NMF	47.8	9.6	13.1	20.7	45.2	28.5	4.02	0%	50.00	
TELUS Digital Experience	TIXT	RM	740u	275.0	2.69u	2024	0.41u	0.33u	0.45u	8.1	5.9	481.0u	402.1u	445.0u	5.2	4.7	7.1u	44%	4.25u	
Thinkific Labs Inc.	THNC	RS	180	69.3	2.60	2024	(0.01)u	0.06u	0.04u	NMF	NMF	(3.01)u	2.80u	3.71u	27.2	20.6	0.61u	0.00	4.50	

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

u = dollars US

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

# Technologies propres et développement durable

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


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

—  
**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, HPSa subit aussi des pressions; cependant, sans changement dans les perspectives de la demande d'électrification, nous pensons que l'impact ne sera que temporaire.

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

NPI, chef de file mondial dans le développement de parcs éoliens en mer, est propriétaire de centrales électriques aux énergies renouvelables et de centrales thermiques d'une capacité nette d'environ 3.2 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 8.5%.

### ▶ Boralex Inc. (BLX : TSX; Rendement supérieur; cours cible de \$43) :

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 T4 2024 avec près de \$532 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 8.0%.

## 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 3/31	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B			Ventes par action			Valeur compt.	Ratio d'endet.	Cours cible		
						(A)	est.	est.	Ex1	Ex2	(A)	est.	est.	Ex1			Ex2	12 mois	Δ
						Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1			Ex2		
<b>Technologie énergétique</b>																			
5N Plus	VNP	RS	552.7	89	6.21	12/2024	0.12u	0.20u	0.24u	21.4	17.8	2.74u	3.18u	3.60u	2.0	1.7	0.99u	0.34	8.50
Algonquin Power	AQN	RS	3,638.7	766	4.75u	12/2023	0.53u	0.37u	0.34u	12.8	14.0	3.91u	3.28u	3.17u	1.4	1.5	9.60u	0.48	6.25u
Ballard Power Systems	BLDP	RM	335.3	299	1.12u	12/2023	(0.59)u	(0.49)u	(0.37)u	nmf	nmf	0.34u	0.27u	0.31u	4.1	3.6	3.31u	0.03	2.00u
Boralex	BLX	RS	2,992.5	103	29.12	12/2024	0.76	0.82	0.72	35.5	40.4	9.92	8.20	8.61	3.6	3.4	19.70	0.52	43.00
Brookfield Renewable	BEP	RS	14,377.3	663	21.68u	12/2024	0.00u	0.00u	0.00u	nmf	nmf	4.25u	4.99u	5.29u	4.3	4.1	24.27u	0.35	30.00u
Exro Technologies	EXRO	RM	49.8	525	0.10	12/2023	(0.30)u	(0.16)u	(0.06)u	nmf	nmf	0.03u	0.05u	0.18u	1.9	0.5	0.16u	9.30u	0.50
GFL Environmental Inc.	GFL	RS	28,450.1	422	67.49	12/2024	0.08	(1.61)	0.26	nmf	nmf	18.02	18.70	19.92	3.6	3.4	17.21	0.55	75.00
Hammond Power Solutions	HPSa	RS	954.2	12	80.27	12/2023	5.34	5.21	6.33	15.4	12.7	59.67	65.79	75.00	1.2	1.1	19.40	0.10	140.00
Innergex	INE	AO	2,738.8	203	13.46	12/2024	(0.52)	0.01	0.25	nmf	53.8	5.10	5.05	5.92	2.7	2.3	7.30	0.84	13.75
NanoXplore	GRA	RS	418.0	171	2.45	06/2024	(0.07)	(0.03)	0.06	nmf	40.8	0.76	0.86	1.20	2.8	2.0	0.63	0.16	3.00
Northland Power	NPI	RS	5,008.4	258	19.42	12/2024	(0.70)	1.00	1.64	19.4	11.8	8.84	9.28	9.48	2.1	2.0	18.59	0.60	32.00
Polaris Renewable	PIF	RS	247.3	21	11.72	12/2024	0.56	0.28	0.22	41.9	53.3	3.72	3.62	4.24	3.2	2.8	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

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

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

u = dollars US

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

—

**Adjoints :**

Ahmed Abdullah, cfa: 514 879-2564

Bilal Khan: 416 869-8047

**Sélections**

- › Cogeco
- › Thomson Reuters
- › Transcontinental

**Transcontinental****Le programme d'amélioration du bénéfice et du bilan suit son cours :**

Dans un contexte de pressions persistantes dans les activités d'impression et de difficultés pour les ventes de l'unité Emballages, TCL continue de travailler à l'optimisation des gains d'efficacité et s'est concentrée sur la réduction de la dette à un ratio égal ou inférieur à 2.0x, avec un certain succès. Au début de l'exercice 2025, les revenus de la division Impression ont chuté de près de 10% suite à la baisse des volumes de circulaires attribuable à l'impact de la transition de Publisac au feuillet raddar ces derniers mois ainsi qu'au conflit du travail à Postes Canada, qui a duré plusieurs semaines avant de trouver une issue à la mi-décembre. Comme la transition vers le feuillet raddar sera bientôt achevée depuis un an, nous anticipons un ralentissement des baisses de revenus de l'unité Impression d'environ 6% à 9% à près de 5% après le premier semestre. Malgré les pressions sur les ventes, la direction s'attend à ce que le BAIIA ajusté du segment soit relativement stable en 2025 grâce aux efforts de réduction des coûts. La division Emballages devrait observer des gains en termes de volumes, contrebalancés par des pressions sur les prix; le taux de change sera cependant un facteur positif, si bien que le BAIIA ajusté devrait croître en 2025 sur une base endogène. Cela dit, malgré la vente de ses activités d'emballage industriel pour \$132 millions à la fin de 2024 (représentant des revenus de \$50 millions et un BAIIA ajusté de \$10 millions), TCL espère toujours compenser une grande partie du manque à gagner de la vente en termes de bénéfice par des gains d'efficacité. Lors de la publication de ses résultats du T1 le 11 mars, la société a annoncé un effet de levier de 1.5x, au plus bas donc depuis l'achat de Coveris Americas en 2018, cette mesure montant toutefois à près de 1.7x après ajustement pour tenir compte du dividende spécial annoncé de \$1/action. Cependant, les rachats d'actions se poursuivent. La direction a indiqué en publiant les résultats du T1 qu'elle évaluait l'impact des droits de douane américains sur le Canada, dont nous estimons qu'ils pourraient se répercuter à hauteur d'environ 7% du chiffre d'affaires total. En décembre 2023, TCL a annoncé un programme de deux ans visant à réaliser des économies récurrentes de \$20 à \$40 millions à la fin de l'exercice 2025 – \$30 millions avaient déjà été économisés à la fin de 2024, car des progrès plus rapides que prévu ont été observés au titre des coûts fixes, des FVGA et des améliorations de l'assortiment de produits – et à vendre une première tranche de \$100 millions d'un portefeuille immobilier dont la valeur pourrait potentiellement avoisiner davantage \$300 millions. Deux bâtiments d'une valeur totale de \$20 millions ont déjà été vendus en 2024, et deux autres ventes sont attendues en 2025, pour un total de \$60 à \$80 millions. Notre cours cible repose sur notre estimation de la VAN 2025E, et correspond à des ratios VE/BAIIA implicites de 5.3x et 4.9x d'après nos estimations pour 2025E et 2026E. L'action continue de se négocier à une décote importante par rapport à son groupe de sociétés comparables dans le secteur de l'emballage, de l'imprimerie et de l'édition.

Symb.	Cote du titre	Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 3/31	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B		BAIIA (M\$)			VE/BAIIA		Valeur compt.	Ratio d'endet.	Cours cible			
							(A)	est.	est.	Ex1	Ex2	(A)	est.	est.	Ex1	Ex2			Ex1	Ex2	12 mois	Δ
							Dernier Ex	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	Dernier Ex	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2						
<b>Radiodiffusion et divertissement</b>																						
Cineplex Inc.	CGX	RS	627	63.4	9.89	12/2024	(0.59)	1.13	1.62	8.8	6.1	93.3	196.4	230.1	6.4	5.0	-0.63	1.06	15.00			
Corus Entertainment Inc.	CJR.b	RI	25	199.4	0.13	08/2024	0.06	(0.16)	(0.30)	NM	NM	283.4	158.1	128.1	6.9	8.1	-2.26	1.69	0.01			
WildBrain Ltd.	WILD	RM	378	212.1	1.78	06/2024	(0.19)	(0.37)	0.05	-4.8	34.7	87.6	92.0	90.1	9.2	8.9	-0.35	1.20	1.75			
Spin Master Corp.	TOY	RM	2,464	102.4	24.06	12/2024	2.05	3.08	3.18	5.4	5.3	463.6	474.2	497.8	4.2	3.8	13.70	0.10	32.00			
Stingray Group Inc.	RAY.a	RS	610	68.0	8.97	03/2024	0.79	0.87	1.06	10.3	8.4	114.1	125.9	139.0	7.9	6.9	3.91	0.60	11.50			
TVA Group Inc.	TVA.b	RM	37	43.2	0.85	12/2024	(0.32)	(0.08)	0.00	NM	NM	11.1	19.7	24.5	4.4	3.6	7.81	0.12	1.00			
<b>Emballage, impression et édition</b>																						
AirBoss of America Corp.*	BOS	RM	106	27.1	3.90	12/2024	(0.46)	0.03	0.12	94.0	22.0	21.9	28.7	30.8	6.2	5.5	4.64	0.47	5.00	↓		
CCL Industries Inc.*	CCL.b	RS	12,428	176.8	70.29	12/2024	4.32	4.56	4.77	15.4	14.7	1497.1	1580.5	1645.5	8.6	7.9	29.87	0.23	94.00			
Thomson Reuters Corp.	TRI	RS	111,773	450.1	248.33	12/2024	3.77	3.81	4.30	45.3	40.2	2779.0	2904.1	3188.0	27.1	24.4	26.67	0.08	286.00			
Transcontinental Inc.	TCL.a	RS	1,560	83.6	18.66	10/2024	2.34	2.45	2.57	7.6	7.3	469.4	459.5	459.8	4.7	4.3	23.47	0.27	22.00	↓		
Wipak Ltd.*	WPK	RS	2,436	62.1	39.20	12/2024	2.35	2.23	2.66	12.2	10.2	240.8	229.9	266.7	5.8	4.6	20.09	-0.60	53.00			
<b>Vente au détail</b>																						
Leon's Furniture Ltd.*	LNF	RS	1,610	68.1	23.64	12/2024	1.93	2.06	2.22	11.5	10.6	298.5	310.6	325.5	5.4	4.9	15.96	0.13	34.00			
<b>Publicité et marketing</b>																						
VerticalScope Holdings Inc.	FORA	RS	187	21.4	8.75	12/2024	(0.00)	0.27	0.33	NM	NM	29.8	32.5	34.1	4.5	3.8	3.86	0.30	15.00	↑		
Yellow Pages Ltd.	Y	RM	147	13.8	10.72	12/2024	1.92	1.68	1.41	6.4	7.6	50.8	41.7	35.0	1.9	1.9	3.91	-0.82	11.00			
<b>Télécommunications</b>																						
BCE Inc.	BCE	RM	30,133	912.3	33.03	12/2024	3.04	2.78	2.65	13.0	12.5	10589.0	10683.0	11053.2	6.4	6.2	14.81	0.74	36.00	↑		
Cogeco Communications Inc.	CCA	RS	2,967	42.3	70.18	08/2024	9.35	8.15	8.03	8.6	8.7	1442.3	1455.7	1461.0	5.7	5.5	73.79	0.58	85.00			
Quebecor Inc.	QBR.b	RS	8,432	232.2	36.31	12/2024	3.21	3.30	3.48	11.0	10.4	2367.5	2396.4	2429.8	6.5	6.1	9.29	0.78	38.00			
Rogers Communications Inc.	RCL.b	RS	20,602	536.1	38.43	12/2024	5.04	3.81	3.87	9.8	9.9	9617.0	9755.2	10002.0	6.9	6.7	19.43	0.81	53.00	↓		
Telus Corp.	T	RM	31,043	1504.0	20.64	12/2024	1.04	1.06	1.12	19.4	18.4	7333.0	7500.6	7767.6	8.1	7.7	10.39	0.63	21.00			

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*
- › *Air Canada*

**Une atténuation des perturbations du côté de l'approvisionnement en sièges**

NFI Group (Rendement supérieur, cours cible de CA\$19,00) fait encore face à des difficultés en termes d'approvisionnement qui devraient selon nous persister tout au long du premier semestre de 2025, mais notre opinion positive est soutenue par : (1) un carnet de commandes de \$12,8 milliards que nous jugeons à l'abri de l'évolution des priorités au titre du budget des États-Unis et qui devrait soutenir la croissance des livraisons d'autobus tout au long de 2026; (2) des retombées positives majeures de l'augmentation des prix dans le carnet de commandes (+12,8% a/a) au T4 2024; (3) des conditions concurrentielles plus favorables sur le marché américain; (4) des changements dans les contrats des agences de transport en commun qui entraînent des augmentations des dépôts et des paiements intermédiaires, avec des effets positifs sur le fonds de roulement, et (5) une augmentation du BAIIA et des flux de trésorerie qui réduira le ratio d'endettement à un niveau plus confortable de 2,5x d'ici la fin de 2025.

**► Amélioration de l'approvisionnement en sièges**

Les problèmes de production chez l'un des principaux fournisseurs de sièges d'autobus de NFI ont considérablement ralenti les livraisons d'autobus et nuï aux résultats financiers de l'entreprise ces derniers trimestres (100 livraisons manquées au T4 en raison d'un manque de sièges). Au T1 2025, la direction a observé une amélioration des performances de livraison du fournisseur; elle s'attend désormais à une normalisation du rythme de production d'ici la fin du T2 2025. Un troisième fournisseur de sièges conforme à la norme « Buy America » entrera également en activité au second semestre de cette année, ce qui devrait encore améliorer la résilience de la chaîne d'approvisionnement. Globalement, la qualité de la chaîne d'approvisionnement de NFI continue de s'améliorer, les fournisseurs à risque modéré n'étant plus que 16 à la fin février, contre 25 à la fin du T3 2024, et ceux à risque plus élevé n'étant plus que trois à la fin février.

**► La demande et le carnet de commandes restent robustes**

Le carnet de commandes de NFI se situe à 15,135 commandes fermes et options (5,860 commandes fermes) pour une valeur totale de \$12,8 milliards. Le financement des transports en commun aux États-Unis est devenu un secteur à risque, l'administration Trump ayant fait savoir qu'elle comptait consacrer moins de fonds fédéraux aux véhicules électriques en particulier. Cependant, le carnet de commandes fermes de NFI concerne des fonds gouvernementaux déjà alloués, si bien que nous considérons que les risques d'annulation de commandes sont faibles avec une production pour 2025 et jusqu'en 2026 soutenue par des contrats fermes. En outre, NFI peut construire des autobus pour tous types de propulsion, ce qui signifie qu'une baisse de la demande d'autobus à zéro émission pourrait être compensée par des commandes d'autobus diesel ou hybrides (bien que les autobus à zéro émission dégagent un BAIIA absolu par autobus plus élevé que les autres).

**► Le risque lié aux droits de douane peut être limité**

Les droits de douane ont également fait leur apparition récemment en tant que nouvel élément de risque pour NFI, mais nous pensons que l'impact potentiel sur les résultats peut être limité. Tout d'abord, les deux tiers de la production d'autobus de transport en commun de NFI sont entièrement assurés aux États-Unis, la proportion restante étant exposée à des risques transfrontaliers liés à la construction de certains autobus démarrée au Canada et achevée aux États-Unis. NFI pense pouvoir répercuter tout impact direct sur les coûts résultant d'une taxe à l'importation sur ses clients grâce à ses contrats. Il existe également des accords contractuels prévoyant une révision des prix en cas de pressions inflationnistes pouvant être attribuées indirectement aux droits de douane. Le seul secteur qui pourrait être touché par les droits de douane est le marché des autocars privés, car NFI construit ce type d'autobus entièrement au Canada; cependant, le principal concurrent de NFI sur ce créneau, Prevost, construit également au Canada, tandis que tous les autres concurrents importent des autobus du Mexique ou d'Europe. À ce niveau, on pourrait donc constater une baisse des volumes des ventes d'autocars, les opérateurs privés étant plus sensibles aux prix.

▣ Bilan – une mise à jour

Les liquidités totalisaient \$127 millions à la fin du T4, comparativement à \$146 millions à la fin du T3 2024. La dette garantie et non garantie de premier rang arrive à échéance en avril, mais la direction étudie ses options de refinancement, et nous attendons des nouvelles à ce sujet au cours des prochains mois (elle a également indiqué qu'elle ne s'attend pas à avoir besoin de capitaux propres supplémentaires). En attendant, la société table toujours sur un ratio d'endettement compris entre 2.0x et 2.5x à la fin de 2025 (notre estimation se situe vers la borne supérieure de cette fourchette).

	Symb.	Cote du titre	Actions		Cap. bours.	Dernier exercice déclaré	BPA			C/B		BAlIA			VE/BAlIA		Ratio d'endet.	Cours cible	
			e.c.	Cours			(A)	est.	est.	Ex1	Ex2	(A)	est.	est.	Ex1	Ex2		12 mois	Δ
			(M)	3/31			(M)	Dernier Ex	Ex1	Ex2	Denier Ex	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	Ex1		Ex2	
Air Canada	AC	RS	355	14.17	5,030	12/2024	3.55	2.51	2.54	5.6x	5.6x	3,586	3,584	3,879	2.8x	2.6x	84%	27.00	
Andlauer Healthcare Group Inc.	AND	RM	40	39.00	1,549	12/2024	1.58	1.77	2.01	22.1x	19.4x	165	176	188	9.6x	9.0x	25%	49.00	
Bombardier Inc.	BBD.b	RS	100	80.98	8,108	12/2024	u5.16	u6.43	u7.67	8.8x	7.3x	u1,360	u1,517	u1,623	6.5x	6.1x	na	103.00	
BRP Inc.	DOO	RM	74	48.59	3,583	01/2025	4.68	3.47	5.68	14.0x	8.5x	1,040	973	1,207	6.7x	5.4x	92%	65.00	↓
CAE Inc.	CAE	RM	320	35.38	11,315	03/2024	0.87	1.19	1.47	29.6x	24.0x	925	1,132	1,296	13.0x	11.3x	41%	40.00	
Canadian National Rail	CNR	RS	630	140.04	88,155	12/2024	7.10	7.85	8.78	17.8x	15.9x	8,139	8,951	9,594	12.2x	11.4x	50%	176.00	
Canadian Pacific Kansas City Ltd.	CP	RM	935	100.99	94,405	12/2024	4.25	4.93	5.61	20.5x	18.0x	7,079	8,097	8,808	14.4x	13.2x	31%	123.00	
Cargojet Inc.	CJT	RS	16	82.64	1,311	12/2024	5.32	5.56	6.20	14.9x	13.3x	331	359	378	5.8x	5.5x	51%	147.00	
Chorus Aviation Inc.	CHR	RS	27	18.94	517	12/2024	1.04	2.01	1.47	9.4x	12.9x	212	195	170	4.2x	4.8x	36%	28.00	
Exchange Income Corporation	EIF	RS	49	49.72	2,445	12/2024	2.99	3.61	4.08	13.8x	12.2x	628	700	753	6.8x	6.3x	62%	73.00	
Mullen Group Ltd.	MTL	RS	88	12.50	1,096	12/2024	1.36	1.22	1.39	10.3x	9.0x	332	346	367	5.7x	5.4x	46%	19.00	
NFI Group Inc.	NFI	RS	119	11.83	1,408	12/2024	-u0.03	u0.62	u1.15	13.4x	7.2x	u214	u326	u397	6.5x	5.3x	56%	19.00	
Transat A.T. Inc.	TRZ	RI	39	1.44	57	10/2024	-3.53	-2.85	-1.62	na	na	194	265	309	8.3x	7.1x	na	1.50	
TFI International Inc.	TFII	RM	85	111.42	9,429	12/2024	u5.75	u6.24	u7.70	12.4x	10.1x	u1,294	u1,357	u1,493	7.0x	6.4x	53%	178.00	

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

u = dollars US

Source: Rapports des sociétés, LSEG, FBN

# Liste alphabétique des sociétés

SN Plus	VNP	68	Cascades	CAS	64	Gibson Energy	GEI	58	NOVAGOLD Resources Inc.	NG	52	Tidewater Midstream	TWM	58
AbraSilver Resource Corp	ABRA	52	CCL Industries Inc.	CCL.b	70	Gildan	GILTO	46	NuVista Energy	NVA	55	Tidewater Renewables	LCFS	55
ADENTRA	ADEN	64	Cenovus Energy	CVE	55	goeasy	GSY	62	OceanaGold Corp	OGC	52	Timbercreek Financial	TF	62
Advantage Oil & Gas	AAV	55	Centerra Gold Inc	CG	52	Gold Royalty Corp.	GROY	52	Open Text Corporation	OTEX	66	TMX Group	X	62
Aecon Group	ARE	60	CES Energy Solutions	CEU	55	Granite REIT	GRT.un	48	Osisko Development	ODV	52	Topaz Energy	TPZ	55
Ag Growth International	AFN	60	CGI Inc.	GIB.A	66	Great-West Lifeco	GWO	42	Osisko Gold Royalties Ltd	OR	52	Torex Gold Resources Inc	TXG	52
Agnico-Eagle Mines Ltd	AEM	52	Chartwell Retirement	CSH.un	48	Groupe Dynamite	GRGD.TO	46	Ovintiv Inc (US\$)	OVV	55	Toromont Industries	TIH	60
Air Canada	AC	72	Chemtrade Logistics	CHE	64	H&R REIT	HR.un	48	Pan American Silver	PAAS	52	Tourmaline Oil	TOU	55
AirBoss of America Corp.	BOS	70	Choice Ppties REIT	CHP.un	48	Hammond Power Solutions	HPS.a	68	Paramount Resources	PKOU	55	TransAlta	TA	58
Alamos Gold Inc	AGI	52	Chorus Aviation Inc.	CHR	72	Headwater Exploration	HWX	55	Parkland Fuel Corporation	PKLT	46	Transat A.T. Inc.	TRZ	72
Alaris Equity Partners Income Trust	AD	64	CIBC	CM	42	Hecla Mining Company	HL	52	Pason Systems	PSI	55	Transcontinental Inc.	TCL.a	70
Algonquin Power	AGN	68	Cineplex Inc.	CGX	70	Horizon Copper	HCU	50	Patriot Battery Metals	PMETTO	50	Trican Well Services	TCW	55
Alithya Group Inc.	ALYA	66	Coeur Mining Inc.	CDE	52	Hudbay Minerals	HBM	50	Pembina Pipelines	PPL	58	Trilogy Metals	TMQ	50
Allied Gold Corp	AAUC	52	Cogeco Communications Inc.	CCA	70	Hydro One Ltd.	H	58	Perpetua Resources	PPTA	52	Triple Flag Precious Metals Corp	TFPM	52
Allied Properties REIT	AP.un	48	Colliers International	CIGI	60	I-80 Gold Corp	IAU	52	Pet Valu	PET.TO	46	Trisura Group Ltd.	TSU	62
AltaGas	ALA	58	Computer Modelling Group Ltd.	CMG	66	iA Groupe Financier	IAG	42	Peyto Exploration & Development	PEY	55	TVA Group Inc.	TVA.b	70
Altus Minerals	ALS	50	Constellation Software Inc.	CSU	66	IAMGOLD Corp.	IMG	52	Pivotree Inc.	PVT	66	Uranium Energy Corp.	UEC.N	50
Altus Group Limited	AIF	66	Converge Technology Solutions	CTS	66	IGM Financial Inc.	IGM	62	Polaris Renewable	PIF	68	Uranium Royalty Corp.	URC.TO	50
American Lithium	LIV	50	Corus Entertainment Inc.	CJR.b	70	Imperial Oil	IMO	55	Power Corporation of Canada	POW	62	Veren Inc.	VRN	55
Amex Exploration Inc	AMX	52	Couche Tard	ATD.TO	46	Innervex	INE	68	PrairieSky Royalty	PSK	55	Vermilion Energy Inc.	VET	55
Andlauer Healthcare Group Inc.	AND	72	Coveo Solutions Inc.	CVO	66	Intact Financial Corp.	IFC	62	Precision Drilling Corp.	PD	55	VerticalScope Holdings Inc.	FORA	70
ARC Resources Ltd.	ARX	55	Crombie REIT	CRR.un	48	InterREIT	IIP.un	48	Premium Brands Holdings	PBH.TO	46	Vizsla Silver	VZLA	52
Aris Mining Corp.	ARIS	52	CT REIT	CRT.un	48	IsoEnergy	ISO.TO	50	Primaris REIT	PMZ.un	48	Wajax Corporation	WJX	60
Arizona Metals	AMC	50	D2L Inc.	DTOL	66	Jamieson Wellness	JWEL	64	PRO REIT	PRV.un	48	Wesdome Corp.	WDO	52
Artemis Gold Inc.	ARTG	52	Definity Financial Corp.	DFY	62	K92 Mining Inc.	KNT	52	Quebecor Inc.	QBR.b	70	Western Copper and Gold	WRN	50
ATCO Ltd.	ACO	58	Denison Mines	DML.TO	50	Kelt Exploration	KEL	55	RB Global	RBA	60	Wheaton Precious Metals Corp	WPM	52
Athabasca Oil	ATH	55	Dentalcorp Holdings	DNTL	64	Keyera	KEY	58	Real Matters Inc.	REAL	66	Whitecap Resources	WCP	55
AtkinsRéalis	ATRL	60	Descartes Systems Group	DSG	66	Killam Apartment REIT	KMP.un	48	Richelieu Hardware	RCH	64	WildBrain Ltd.	WILD	70
ATS Corporation	ATS	60	Dexterra Group	DXT	64	Kinaxis Inc.	KXS	66	RioCan REIT	REI.un	48	Winpak Ltd.	WPK	70
Aura Minerals	ORA	52	Docebo Inc.	DCBO	66	Kinross Gold Corp	K	52	Rogers Communications Inc.	RCL.b	70	WSP Global	WSP	60
AutoCanada	ACQ	60	Dollarama	DOL.TO	46	Kiwitinoik Energy	KEC	55	Rogers Sugar	RSI	64	Yangarra Resources	YGR	55
Automotive Ppties REIT	APR.un	48	Doman Building Materials	DBM	64	KP Tissue	KPT	64	Royal Gold Inc	RGLD	52	Yellow Pages Ltd.	Y	70
Aya Gold and Silver	AYA	52	DREAM Industrial REIT	DIR.un	48	Lassonde	LASa.TO	46	Russel Metals	RUS	60			
B2Gold	BTO	52	DREAM Office REIT	Dun	48	Leon's Furniture Ltd.	LNF	70	Sagico Financial	SFC	42			
Ballard Power Systems	BLDP	68	DRI Healthcare Trust	DRI	64	Liberty Gold Corp	LGD	52	Sandstorm Gold Ltd	SSL	52			
Banque de Montréal	BMO	42	Dundee Precious Metals	DPM	52	Lightspeed Commerce Inc.	LSPD	66	Saputo	SAPTO	46			
Banque Laurentienne	LB	42	ECN Capital	ECN	62	Lithium Americas	LAC.TO	50	Saturn Oil & Gas	SOIL	55			
Banque Royale du Canada	RY	42	Eldorado Gold Corp	ELD	52	Lithium Argentina	LAR.N	50	Savaria Corporation	SIS	64			
Banque Scotia	BNS	42	Element Fleet Management	EFN	62	Lithium Royalty Corp.	LIRC.TO	50	Secure Waste Infrastructure Corp.	SES	58			
Banque Toronto-Dominion	TD	42	Elemental Altus Royalties	ELE	52	Loblaw	LTO	46	Sherritt International	S	50			
Barrick Gold	ABX	52	Emera Inc.	EMA	58	Logan Energy	LGN	55	Shopify Inc.	SHOP	66			
Baytex Energy	BTE	55	Empire Company	EMPa.TO	46	Lundin Gold Inc.	LUG	52	Sienna Sr. Living	SIA	48			
BCE Inc.	BCE	70	EMX Royalty	EMX	52	Lundin Mining	LUN	50	SmartCentres REIT	SRU.un	48			
Birchcliff Energy	BIR	55	Enbridge Inc.	ENB	58	Lycos Energy	LCX	55	Snowline Gold	SGD	52			
Bird Construction	BDT	60	Endeavour Mining	EDV	52	MAC Copper	MTAL	50	Solaris Resources	SLS.TO	50			
Blackline Safety Corp.	BLN	66	Enerflex	EFX	55	MAG Silver Corp	MAG	52	South Bow Corp.	SOBO	58			
Boardwalk REIT	BEI.un	48	EQB	EQB	42	Maple Leaf Foods	MFLTO	46	Spartan Delta	SDE	55			
Bombardier Inc.	BBD.b	72	Equinox Gold Corp	EQX	52	Marimacca Copper	MARI	50	Spin Master Corp.	TOY	70			
Boralex	BLX	68	Ero Copper	ERO	50	Mattr	MATR	64	SSR Mining Inc	SSRM	52			
Boyd Group Services	BYD	64	Exchange Income Corporation	EIF	72	MEG Energy	MEG	55	Stantec	STN	60			
Bravo Mining	BRVO	50	Exro Technologies	EXRO	68	Metalla Streaming & Royalty	MTA	52	Stella-Jones	SJ	60			
Brookfield Business Partners	BBU	62	Fairfax Financial Holdings	FFH	62	Metro	MRU.TO	46	Stingray Group Inc.	RAY.a	70			
Brookfield Infrastructure	BIP	58	Fiera Capital Corp.	FSZ	62	Minera Alamos Inc.	MAI	52	STLLR Gold Inc	STLR	52			
Brookfield Renewable	BEP	68	Financière Manuvie	MFC	42	Minto Apartment REIT	MI.un	48	StorageVault Canada	SVI	48			
BRP Inc.	DOO	72	Financière Sun Life	SFL	42	Montage Gold Corp	MAU	52	Suncor Energy	SU	55			
BSR REIT	HOM.u	48	Finning International	FTT	60	MTY Food Group	MTY.TO	46	Superior Plus	SPB	58			
BTB REIT	BTB.un	48	First Capital REIT	FCR.un	48	Mullen Group Ltd.	MTL	72	Surge Energy	SGY	55			
CAE Inc.	CAE	72	First Majestic Silver Corp	AG	52	NanoXplore	GRA	68	Tamarack Valley Energy	TVE	55			
Calibre Mining Corp	CXB	52	First National Financial	FN	62	New Found Gold Corp	NFG	52	Taseko Mines	TKO	50			
Cameco	CCO.TO	50	First Quantum Minerals	FM	50	New Gold Inc	NGD	52	TC Energy Corp.	TRP	58			
Canadian National Rail	CNR	72	Flagship Communities REIT	MHCu.TO	48	Newmont	NGT	52	Teck Resources	TECKb	50			
Canadian Natural Resources	CNQ	55	Foran Mining	FOM.TO	50	NexGen Energy	NXTE	50	Tecsys Inc	TCS	66			
Canadian Pacific Kansas City Ltd.	CP	72	Fortis Inc.	FTS	58	Nexus Industrial REIT	NXR.un	48	Telus Corp.	T	70			
Canadian Tire	CTCa.TO	46	Fortuna Mining Corp	FVI	52	NFI Group Inc.	NFI	72	TELUS Digital Experience	TIXT	66			
Canadian Utilities	CU	58	Franco-Nevada Corp	FNV	52	NGEx Minerals	NGEXTO	50	Tenaz Energy	TNZ	55			
CAP REIT	CAR.un	48	Freehold Royalties	FRU	55	North American Construction Group	NOA	60	TerraVest Industries	TVK	64			
Capital Power	CPX	58	G Mining Ventures	GMIN	52	Northland Power	NPI	68	TPI International Inc.	TFII	72			
Capstone Copper	CS	50	GDI Integrated Facility Services	GDI	64	Northview Residential REIT	NRV.un	48	Thinkific Labs Inc.	THNC	66			
Cargojet Inc.	CJT	72	GFL Environmental Inc.	GFL	68	NorthWest H.P. REIT	NWH.un	48	Thomson Reuters Corp.	TRI	70			

# 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<sup>re</sup> Avenue, bureau 200, Saint-Georges, QC, G5Y 2C6 • 418-227-0121  
**Bellevue West Van** • Suite #209, 1455 Bellevue Avenue, West Vancouver, BC, V7T 1C3 • 604-925-3734  
**Berthierville** • 779, rue Notre-Dame, Berthierville, QC, J0K 1A0 • 450-836-2727  
**Bin-Scarth** • 24 Binscorth Rd, Toronto, ON, M4W 1Y1 • 416-929-6432  
**Brampton** • 10520 Torbram Road (at Sandalwood Parkway), Brampton, ON, L6R 2S3 • 905-456-1515  
**Brandon** • 633-C, 18<sup>th</sup> Street, Brandon, MB, R7A 5B3 • 204-571-3200  
**Calgary** • 239 8<sup>th</sup> Ave., SW, Suite 100, Calgary, AB, T2P 1B9 • 403-476-0398  
**Calgary - Southport** • 1100-10655, Southport Road SW, Southland Tower, Calgary, AB, T2W 4Y1 • 403-301-4859  
**Calgary - West** • 3810-855, 2<sup>nd</sup> Street SW, Calgary, AB, T2P 4J8 • 403-410-9814  
**Chatham** • 380 St. Clair, Street, Chatham, ON, N7L 3K2 • 519-351-7645  
**Chicoutimi** • 1180, boulevard Talbot, Suite 201, Chicoutimi, QC, G7H 4B6 • 418-549-8888  
**Collingwood** • rue Hurontario, Collington, ON, L9Y 2L8 • 705-445-2402  
**DIX30** • 9160, boulevard Leduc, Bureau 710, Brossard, QC, J4Y 0E3 • 450-462-2552  
**Drumheller** • 356 Centre Street, PO Box 2176, Drumheller, AB, T0J 0Y0 • (403) 823-6859  
**Drummondville** • 595, boulevard Saint-Joseph, Bureau 200, Drummondville, QC, J2C 2B6 • 819-477-5024  
**Duncan** • 2763 Beverly Street, Suite 206, Duncan, BC, V9L 6X2 • 250-715-3050  
**Edmonton** • 10175 – 101 Street NW, Suite 1800, Edmonton, AB, T5J 0H3 • 780-412-6600  
**Edmonton-North** • TD Tower, 10088 – 102 Avenue, Suite No. 1701, Edmonton, AB, T5J 2Z1 • 780-421-4455  
**FrederictonNB** • 551 King Street, Fredericton, NB, E3B 4Z9 • 506-450-1740  
**Gatineau** • 920, St-Joseph, Bureau 100, Hull-Gatineau, QC, J8Z 1S9 • 819-770-5337  
**Granby** • 201-975 rue Principale, Granby, QC, J2G 2Z5 • 450-378-0442  
**Halifax** • Purdy's Wharf Tower II, 1969 Upper Water Street, Suite 1601, Halifax, NS, B3J 3R7 • 902-496-7700  
**Halifax-Spring Garden** • 400-5657 Spring Garden Road, Parklane Terraces, Halifax, NS, B3J 3R4 • 902-425-1283  
**Îles-de-la-Madeleine** • 425, chemin Principal, Cap-aux-Meules, QC, G4T 1E3 • 418-649-2532  
**Joliette** • 40, rue Gauthier Sud, Bureau 3500, Joliette, QC, J6E 4J4 • 450-760-9595  
**Kelowna** • 1631 Dickson Ave. Suite 1710, Landmark 6, Kelowna, BC, V1Y 0B5 • 250-717-5510  
**Lac-Mégantic** • 3956, rue Laval, suite 100, QC, G6B 2W9 • 819-583-6035  
**Laval** • 2500, boulevard Daniel Johnson, Bureau 610, Laval, QC, H7T 2P6 • 450-686-5700  
**Lethbridge** • 404, 6<sup>th</sup> Street South, Lethbridge, AB, T1J 2C9 • 403-388-1900  
**Lévis** • 1550, boulevard Alphonse-Desjardins, Bureau 110, Lévis, QC, G6V 0G8 • 418-838-0456  
**London Pall Mall** • 256 Pall Mall Street, Suite 201, London, ON, N6A 5P6 • 519-439-6228  
**London-City Centre** • 802-380 Wellington Street, London, ON, N6A 5B5 • 519-646-5711  
**Magog** • 916, rue Principale Ouest, Magog, QC, J1X 2B7 • 819-868-0227  
**Metcalfe** • 1155, rue Metcalfe, Suite 1450, Montréal, QC, H3B 2V6 • 514-879-4825  
**Mississauga** • 350, Burnhamthorpe road West, Suite 603, Mississauga, ON, L5B 3J1 • 905-272-2799  
**Moncton** • 735 Main Street, Suite 300, Moncton, NB, E1C 1E5 • 506-857-9926  
**Mont Saint-Hilaire** • 450 boul. Sir-Wilfrid-Laurier local 208, Mont-St-Hilaire, Qc. J3H 3N9 • 450-467-4770  
**Mont-Tremblant** • 1104, rue de Saint-Jovite, 2<sup>e</sup> étage, Mont-Tremblant, QC, J8E 3J9 • 450-569-3440  
**Montréal International** • 1, Place Ville-Marie, Bureau 1700, Montréal, QC, H3B 2C1 • 514-879-5576  
**Montréal L'Acadie** • 9001, boulevard de l'Acadie, Bureau 802, Montréal, QC, H4N 3H5 • 514-389-5506  
**North Bay** • 680 Cassells Street, Suite 101, North Bay, ON, P1B 4A2 • 705-476-6360  
**Oakville** • 305 Church Street, Oakville, ON, L6J 7T2 • 905-849-3558  
**Oshawa** • 575 Thornton Road North, Oshawa, ON, L1J 8L5 • 905-433-0210  
**Ottawa** • 50 O'Connor Street, Suite 1602, Ottawa, ON, K1P 6L2 • 613-236-0103  
**Outremont** • 1160, boulevard Laurier Ouest, App. 1, Outremont, QC, H2V 2L5 • 514-276-3532  
**Owen Sound** • 1717 2<sup>nd</sup> Ave. E., Suite 202, Owen Sound, ON, N4K 6V4 • 519-372-1277  
**Peterborough** • 201 George Street North, suite 401, Peterborough, ON, K9J 3G7 • 705-740-1110  
**Plessisville** • 1719, rue St-Colixte, Plessisville, QC, G6L 1R2 • 819-362-6000  
**Kirkland** • 16,766 Route Transcanadienne, bureau 503, Kirkland, QC, H9H 4M7 • 514-426-2522  
**PVM Montréal** • 1, Place Ville-Marie, Bureau 1700, Montréal, QC, H3B 2C1 • 514-879-5200  
**Québec** • 500, Grande-Allée Est, Bureau 400, Québec, Qc, G1R 2J7 • 418-649-2525

**Québec - Sainte-Foy** • Place de la Cité, 2600, boulevard Laurier, Bureau 700, Québec, QC, G1V 4W2 • 418-654-2323  
**Red Deer** • 4719 48<sup>th</sup> Avenue, Suite 200, Red Deer, AB, T4N 3T1 • 403-348-2600  
**Regina** • 2075, Prince Of Wales Drive, Suite 305, Regina, SK, S4V 3A3 • 306-781-0500  
**Repentigny** • 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<sup>e</sup> rue, Rouyn-Noranda, QC, J9X 2A6 • 819-762-4347  
**Saint John** • 69 King Street, 2<sup>nd</sup> floor, St-John, NB, E2L 2B1 • 506-642-1740  
**Sainte-Marie-de-Beauce** • 249, Du Collège, Bureau 100, Ste-Marie, QC, G6E 3Y1 • 418-387-8155  
**Saint-Félicien** • 1120, boulevard Sacré-Cœur, Saint-Félicien, QC, G8K 1P7 • 418-679-2684  
**Saint-Hyacinthe** • 1355, rue Daniel-Johnson Ouest, bureau 4100, Saint-Hyacinthe, QC, J2S 8W7 • 450-774-5354  
**Saint-Jean-sur-Richelieu** • 395, boul. du Séminaire Nord, Suite 201, Saint-Jean-sur-Richelieu, QC, J3B 8C5 • 450-349-7777  
**Saint-Jérôme** • 265, rue St-George, Suite 100, Saint-Jérôme, QC, J7Z 5A1 • 450-569-8383  
**Saint-Lambert** • 564, avenue Victoria, Saint-Lambert, QC, J4P 2J5 • 450-671-5698  
**Saskatoon** • 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<sup>e</sup> 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 160<sup>th</sup> Street, Surrey, BC, V3Z 9N6 • 604-541-4925  
**Windsor** • 1 Riverside Drive West, Suite 600, Windsor, ON, N9A 5K3 • 519-258-5810  
**Winnipeg** • 1000-400 St. Mary Avenue, Winnipeg, Manitoba, R3C 4K5 • 204-925-2250  
**Yorkton** • 89 Broadway Street West, Yorkton, SK, S3N 0L9 • 306-782-6450

## International

### NBF Securities UK

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

### New York

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

## National Bank of Canada Financial Inc.

### New York

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

## Membre de

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

# Bureaux corporatifs

## Montréal Financière Banque Nationale

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

## Toronto National Bank Financial

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

## Canada (Sans frais)

1 800 361-8838  
1 800 361-9522

## United States (Sans frais)

1 800 678-7155

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

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

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

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

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

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

FBN ou ses sociétés affiliées interviennent souvent comme conseillers financiers, prêteurs, placeurs pour compte ou 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 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 récupérez 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 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 communiquer avec nous. Ce document n'est pas un document de marketing et n'est pas destiné à une distribution publique. Veuillez noter que ni ce document ni le produit qui y est mentionné ne sont visés par une autorisation de vente de la SFC. Prière de vous reporter au prospectus du produit pour des renseignements plus détaillés.

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