



**BANQUE NATIONALE
DU CANADA**

MARCHÉS DES CAPITAUX

Juillet/août 2026

VISION

Mensuel économique
et financier

Études financières

Administration

Greg Colman	416 869-6775
Directeur général et chef, Recherche	
Tanya Bouchard	416 869-7934
Directrice générale Analyste de supervision	

Research Publications

Wayne Chau	416 869-7140
Directeur, publications	

Information

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

Économie et Stratégie

Stéfane Marion	514 879-3781
Économiste et stratège en chef	
Matthieu Arseneau	514 879-2252
Chef économiste adjoint	
Kyle Dahms	514 879-3195
Économiste principal	
Alexandra Ducharme	514 412-1865
Économiste principale	
Daren King	514 412-2967
Économiste principal	
Jocelyn Paquet	514 412-3693
Économiste principal	
Warren Lovely	416 869-8598
Stratège principal, Taux d'intérêt et secteur public	
Taylor Schleich	416 869-6480
Stratège, Taux d'intérêt	
Ethan Currie	403 827-4972
Stratège	
Angelo Katsoras	514 879-6458
Analyste géopolitique	

Banques et assurances

Gabriel Dechaine	416 869-7442
Adjoints :	
Noah Hurl-Kohn	416 867-8958
Pranoy Kurian	416 507-9568

Développement durable et transition

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

Emballage et diversifiés

Ahmed Abdullah	514 879-2564
Adjoint : Alexandre Khayat	
	514 871 3683

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 :	
Michael Keene	416 867-8944
Miranda Stapleton	416 507-8934
Giuliano Thornhill	416 507-8108
Adjoint : Moussa Elsayed	
	416 864-0557

Marchandisage et produits de consommation

Vishal Shreedhar	416 869-7930
Adjoint : Anshul Agarwala	
	416 869-6767

Métaux et minerais

Don DeMarco	416 869-7572
Adjoints :	
Cristian Nunno	416 507-7070
Amman Patel	416 525-2168
Andrew Dusome	44 07 950 651 021

Métaux et minerais (suite)

Shane Nagle	416 869-7936
Adjoint : Evan Fingerhut	
	416 869-8049
Adjoint : Sameer Keswani	
	416 869-8029
Rabi Nizami	416 869-7925
Adjoint : Roberto Rossi	
	416 869-6537
Mohamed Sidibé	416 869-6436
Adjoint : Kristian Koschany	
	416 507-8123
Alex Terentiew	416 433-8053
Adjoint : Hadi Ahmed	
	416 507-8177
Adjoint : Rushika Buck	
	416 542-2469

Pétrole et gaz

› Moyennes sociétés et services pétroliers	
Dan Payne	403 290-5441
Adjoint : Jackson Atkinson	
	403 290-5439
› 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 :	
Derick Or	403 290-5447
Johnathan Pescod	403 355-6643

Produits industriels

Maxim Sytchev	416 869-6517
Adjoints :	
Roman Pshenychnyi	416 869-7937
Danil Shapoval	416 367-0468

Services financiers diversifiés

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

Situations spéciales

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

Technologie

Doug Taylor	416-507-8956
Adjoints :	
Jack Durno	417-507-9159
Mike Stevens	416-869-7490

Télécommunications et médias

Adam Shine	514 879-2302
Adjoints :	
Bilal Khan	416 869-8047
Zaki Khan	514 879-2336

Transport et produits industriels

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

VISION

Mensuel économique
et financier

Points saillants.....	4
L'économie.....	6
› Monde.....	7
› États-Unis.....	11
› Canada.....	14
Taux d'intérêt et marché obligataire.....	18
Marché boursier et stratégie de portefeuille.....	23
Analyse sectorielle.....	32
› Liste de sélections FBN.....	33
› Glossaire des tableaux des analystes.....	34
› Recommandations des analystes.....	35
Succursales.....	64

Économie

MONDE (14 juillet 2026)

- › Après plus de 100 jours de conflit, les États-Unis et l'Iran ont finalement signé, le 17 juin, un protocole d'accord qui prévoyait une réouverture graduelle du détroit d'Ormuz au commerce maritime, sous réserve d'un allègement des sanctions à l'encontre de la République islamique. Le soulagement que cela a apporté aux marchés de l'énergie a toutefois été de courte durée, les prix ayant de nouveau grimpé après que les deux pays eurent recommencé à s'échanger des frappes.
- › Même si la situation au Moyen-Orient continuera de peser sur la croissance mondiale au cours des prochains mois, d'autres facteurs auront l'effet inverse, notamment l'essor des investissements dans le domaine de l'intelligence artificielle. À ces dépenses s'ajouteront celles consacrées à la reconstruction des capacités militaires aux quatre coins du monde.
- › À condition que la situation géopolitique s'améliore, la croissance mondiale pourrait rester satisfaisante cette année, à 2,9 %. Elle devrait ensuite s'accélérer pour atteindre 3,3 % en 2027, stimulée par les dépenses mentionnées ci-haut. Les risques liés à cette prévision demeurent toutefois orientés à la baisse, étant donné les plus récents développements au Moyen-Orient.

ÉTATS-UNIS (20 juillet 2026)

- › Les données relatives au PIB aux États-Unis laisse entrevoir l'émergence d'une économie à deux vitesses, où la forte contribution à la croissance des investissements dans les secteurs liés à l'intelligence artificielle contraste avec la contraction des dépenses des entreprises dans d'autres domaines.
- › Est-ce un problème? À long terme, la réponse à cette question dépendra de la capacité de cette technologie à générer des gains de productivité significatifs, une éventualité qui assurerait la rentabilité des projets d'investissement en cours. À plus courte échéance, cela dépendra plutôt de la capacité de maintenir un rythme d'investissement suffisamment soutenu pour compenser les faiblesses observées ailleurs dans l'économie et maintenir la résilience de la croissance du PIB. Cela ne devrait pas poser de problème dans les prochains trimestres, si l'on en juge par le fait que les entreprises exposées à l'IA prévoyaient des dépenses d'investissement de pas moins de 800 milliards \$ cette année.

- › Au-delà de l'investissement des entreprises, le rythme de croissance du PIB dépendra également de l'évolution des dépenses de consommation, qui comptent pour une part disproportionnée de l'économie totale. Bien que celles-ci aient été plutôt atones au premier trimestre, affichant leur rythme de croissance le plus faible depuis quatre ans après révisions, les indicateurs avancés sont prometteurs pour le deuxième trimestre.
- › Associée à la vigueur des dépenses d'investissement dans les secteurs liés à l'intelligence artificielle, la résilience de la consommation devrait permettre de maintenir la croissance proche de son potentiel cette année et l'année prochaine. Nous prévoyons des taux de croissance identiques de 2,2 % pour 2026 et 2027.

CANADA (24 juillet 2026)

- › Les entreprises canadiennes espéraient un recul de l'incertitude commerciale. C'est plutôt l'inverse qui s'est produit : le renouvellement à long terme de l'ACEUM n'a pas été conclu et Washington a annoncé son intention d'imposer de nouveaux droits de douane qui contreviendraient à l'accord de libre-échange.
- › Ces nouvelles menaces tarifaires surviennent au moment où l'économie canadienne montrait des signes convainquants de redressement, grâce au rebond des exportations et de l'investissement des entreprises.
- › Les ménages pourraient demeurer toutefois le maillon faible de l'économie. Malgré l'amélioration du marché du travail, la progression des revenus réels reste modeste, ce qui pourrait continuer de freiner la consommation.
- › Cette situation place la Banque du Canada devant un arbitrage délicat. Bien que la remontée des prix de l'énergie érode le pouvoir d'achat des ménages, elle pourrait aussi rendre l'inflation plus persistante que prévu. Selon nous, la Banque du Canada peut néanmoins se permettre de demeurer patiente dans un contexte où l'inflation de base est passée sous la barre des 2.0% pour une première fois depuis 2020.
- › Notre scénario de base prévoit une croissance du PIB de 0,7 % en 2026 et de 1,5 % en 2027, mais il repose sur l'hypothèse que les droits de douane annoncés pour août n'entreront finalement pas en vigueur.

Taux d'intérêt et devise

(9 juillet 2026)

- › Malgré la récente escalade des tensions au Moyen-Orient, les prix du pétrole ont battu nettement en retraite depuis le printemps. Ce n'est cependant pas le cas des attentes concernant le taux directeur de la Fed. De fait, la baisse des risques d'inflation à court terme a été éclipsée par une révision générale à la banque centrale; la décision sur les taux de juin a offert un premier aperçu véritable de la Fed sous la présidence de Kevin Warsh. Les responsables de la politique monétaire ont à nouveau maintenu les taux inchangés, mais, au-delà de la décision qui a fait les manchettes, peu de choses de cette réunion semblaient familières.
- › Entre la concentration disproportionnée de M. Warsh sur l'inflation (par rapport aux marchés du travail) et un graphique à point qui indiquait une plus forte volonté de hausser les taux d'intérêt, les obligations du Trésor à court terme ont subi une des plus fortes chutes un jour de décision de la Fed de mémoire récente. Mais alors que les marchés se préparent maintenant pour un durcissement (modeste) de la politique monétaire, nous ne sommes pas pleinement convaincus. D'une part, le FOMC a surestimé le taux directeur effectif de fin d'année ces dernières années. De plus, les risques d'inflation ont diminué, les mesures des attentes d'inflation basées sur le marché signalant que le pire est passé et que la stabilité des prix est en vue. Bien que l'emploi se soit raffermi depuis le flottement de l'an dernier, peu de choses laissent penser que le marché du travail contribue à une inflation dépassant la cible et les responsables de la Fed continuent de considérer que les risques penchent plutôt du côté de la baisse.
- › Nous pensons plutôt que la Fed laissera les taux inchangés jusqu'à la fin de l'année, avant de reprendre la détente plus tard en 2027. Qu'il suffise de dire que nous sommes constructifs pour l'extrémité rapprochée de la courbe des obligations du Trésor. Nous le sommes moins pour l'extrémité éloignée. Nous prévoyons que les rendements à 30 ans se maintiendront au-dessus de 5 % dans un avenir prévisible avec la possibilité que la pente de la courbe s'accroisse encore davantage.
- › Après un début de premier semestre hésitant, les déceptions statistiques du Canada ont peut-être atteint leur limite. La croissance au deuxième trimestre semble s'améliorer, éloignant l'appréhension d'une « récession technique » dont la rumeur avait émergé après une légère contraction au T1. Les marchés du travail semblent aussi s'être raffermis après un début d'année piteux. Cela ne

veut pas dire que l'économie du Canada soit tirée d'affaire, cependant. Il reste beaucoup de ressources économiques inutilisées et d'importants risques géopolitiques qui assombrissent l'horizon, dont des rebonds intermittents des conflits au Moyen-Orient et les négociations de l'ACEUM avec leur cortège d'incertitude.

› Bien que l'inflation ait dépassé la borne supérieure de la fourchette cible de la Banque du Canada de 1-3% en mai, la récente baisse des prix du pétrole devrait assurer un soulagement important à l'avenir. Les mesures de l'inflation de base donnent peu de signes d'une extension de la hausse des prix de l'énergie à d'autres secteurs, mais la Banque du Canada se sentira plus à l'aise en maintenant une politique monétaire inchangée – tout en soulignant les risques à la fois de hausses et de baisses de taux futures.

› On peut envisager des scénarios dans lesquels la BdC hausse ou abaisse les taux d'intérêt, mais nous pensons que leur maintien au niveau actuel est la meilleure façon d'équilibrer les risques et de répondre au « dilemme » actuel des artisans de la politique monétaire. Nous pensons que la Banque s'en tiendra à cela pendant le reste de l'année et jusqu'au début de 2027. Mais à mesure que la croissance reprendra petit à petit et que les capacités inutilisées seront résorbées, nous continuons de nous attendre à un retour au niveau neutre vers le milieu de 2027. Ensemble avec notre prévision pour les États-Unis, cela implique que les différentiels entre les taux d'intérêt du Canada avec son voisin ont atteint leur limite et que les taux d'intérêt canadiens à court terme seront décevants. Sur une plus longue durée, les obligations du Canada seront mieux soutenues alors que les rendements des États-Unis pourraient chercher à atteindre de nouveaux sommets.

› Les craintes de récession au Canada se sont apaisées, mais le dollar canadien manque toujours de soutien cyclique à court terme. Le rebond prévu du PIB au deuxième trimestre et la résilience de l'emploi à temps plein sont encourageants, mais la baisse des cours de l'or et du pétrole, la modération de l'inflation canadienne et l'incertitude persistante autour de l'ACEUM continuent de freiner le potentiel de hausse du dollar canadien. Néanmoins, la persistance de l'inflation aux États-Unis et la réapparition de tensions sur les chaînes d'approvisionnement incitent Washington à rétablir une plus grande certitude autour du commerce nord-américain avant les élections de mi-mandat, ce qui renforce notre opinion selon laquelle une résolution pourrait être trouvée d'ici la fin de l'année. Combiné au programme politique le plus favorable à la croissance

adoptée par Ottawa depuis plus d'une décennie, cela pourrait contribuer à relancer l'investissement et ouvrir la voie à un dollar canadien plus fort en 2027.

Répartition des actifs et marché boursier (13 juillet 2026)

› La reprise mondiale des marchés boursiers s'essouffle à mesure que les risques géopolitiques et inflationnistes refont surface. La recrudescence des tensions dans le détroit d'Ormuz, l'interdiction russe d'exporter du diesel et les pressions croissantes sur les chaînes d'approvisionnement ravivent les risques haussiers pesant sur l'inflation et les rendements obligataires. Les valorisations étant déjà élevées, les marchés dépendront de plus en plus de la concrétisation d'attentes ambitieuses en matière de bénéfices.

› Les bénéfices américains restent soutenus par le cycle d'investissement dans l'IA, mais la concentration du marché devient de plus en plus difficile à ignorer. Les estimations de bénéfices du secteur des technologies de l'information ont été fortement revues à la hausse, le BPA du secteur devant désormais progresser de plus de 40 % au cours des 12 prochains mois. Cependant, la dépendance croissante du S&P 500 à l'égard d'un groupe restreint d'entreprises technologiques rend le marché de plus en plus vulnérable à toute déception.

› Les banques canadiennes ont bondi grâce aux anticipations de bénéfices plus solides, et le contexte devient plus favorable. La courbe des taux s'est pentifiée, l'emploi chez les personnes en âge de travailler a atteint un niveau record, Ottawa a adopté une orientation politique plus favorable à la croissance et le Bureau du surintendant des institutions financières a assoupli la réserve pour stabilité intérieure. Ces évolutions devraient soutenir la demande de crédit et le déploiement de capitaux, même si les valorisations élevées laissent peu de marge en cas de déception.

› Notre allocation d'actifs reste inchangée, notre exposition aux actions restant inférieure à l'indice de référence. Les marchés semblent anticiper un recul progressif de l'inflation, une baisse des rendements obligataires, un assouplissement monétaire de la part des banques centrales et un apaisement ordonné des tensions géopolitiques. Alors que l'inflation sous-jacente reste tenace, que les primes de risque sont comprimées et que les prévisions de bénéfices sont ambitieuses, nous estimons que le risque d'une hausse prolongée des rendements obligataires reste sous-estimé.

› Nous maintenons inchangée notre allocation sectorielle au sein des actions canadiennes. Les banques canadiennes continuent de bénéficier d'un contexte macroéconomique, politique et réglementaire plus favorable, tandis que nous continuons de privilégier l'or, l'énergie et l'industrie, qui devraient profiter de l'intensification des risques géopolitiques et de la réindustrialisation du Canada. Nous restons prudents vis-à-vis des secteurs exposés au ralentissement de la croissance démographique nationale.

Rotation sectorielle			
Secteurs du S&P/TSX	Pondération*	Recommandation	Variation
Énergie	16.6	Surpondérer	
Matériaux	15.8	Surpondérer	
Industrie	10.6	Surpondérer	
Consommation discrétionnaire	3.1	Sous-pondérer	
Consommation de base	3.2	Sous-pondérer	
Santé	0.3	Équipondérer	
Finance	36.3	Équipondérer	
Technologies de l'information	7.4	Équipondérer	
Services de télécommunications	1.6	Sous-pondérer	
Services publics	3.6	Équipondérer	
Immobilier	1.4	Sous-pondérer	
Total	100	-	

* Au 10 juillet 2026

VISION

L'économie

- › *Monde*
- › *États-Unis*
- › *Canada*



Matthieu Arseneau
Chef économiste adjoint
514 879-2252



Jocelyn Paquet
Économiste principal
514 412-3693



Daren King, CFA
Économiste principal
514 412-2967



Alexandra Ducharme
Économiste principale
514 412-1865

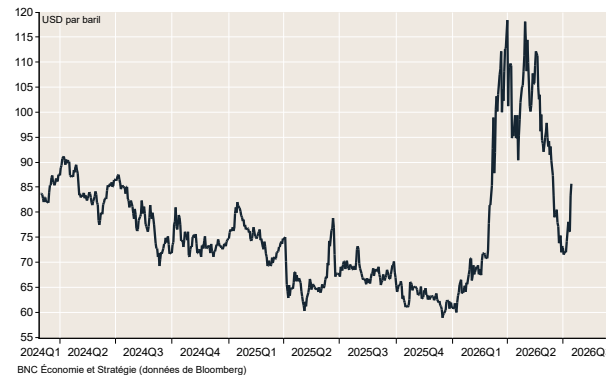
Monde : Ouvert ou pas ouvert, telle est la question

(14 juillet 2026)

Autre mois, autre tour de montagnes russes de l'actualité géopolitique mondiale. Après plus de 100 jours de conflit, les États-Unis et l'Iran ont finalement signé, le 17 juin, un protocole d'accord qui prévoyait une réouverture graduelle du détroit d'Ormuz au commerce maritime, sous réserve d'un allègement des sanctions à l'encontre de la République islamique. Même si cet accord laissait de nombreuses questions en suspens, notamment celle du programme nucléaire iranien, ses dispositions permettaient tout de même d'envisager la levée de la principale menace pesant sur l'économie mondiale, à savoir celle de voir l'une des voies navigables les plus importantes du monde rester fermée pendant une très longue période. Sans surprise, cette désescalade a apporté un soulagement majeur aux marchés énergétiques, les cours du pétrole brut retombant même temporairement près de leurs niveaux d'avant la crise.

Monde : Tour de manège sur les marchés de l'énergie

Prix du baril de pétrole brut de Brent

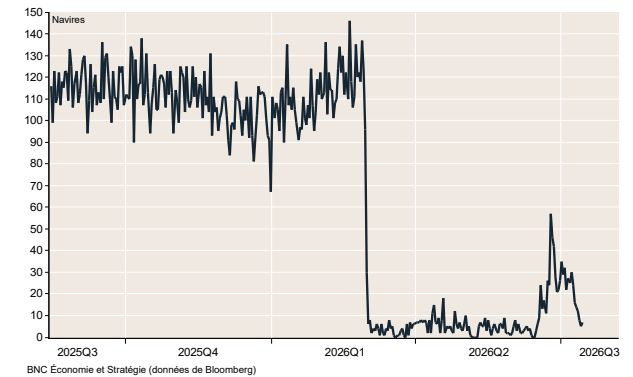


Cette évolution des prix ne reflétait pas seulement une amélioration du sentiment des marchés quant à la disponibilité future du pétrole brut, mais aussi une augmentation effective de l'offre. Dans son dernier rapport sur le marché pétrolier, l'AIE a en effet constaté une hausse de l'offre de 4,1 millions de barils par jour en juin. Bien que ce chiffre restât inférieur de 9,4 millions de barils aux niveaux d'avant la crise, il marquait un pas dans la bonne direction.

Sur cette augmentation, environ 1,5 million de barils par jour provenaient de l'Iran qui, dans le cadre de l'accord avec les États-Unis, avait été autorisé à vendre du pétrole sur les marchés internationaux. Les flux en provenance des pays du Moyen-Orient dépendant du détroit d'Ormuz ont également repris après la signature de l'accord, même si les progrès sur ce front sont restés limités à en juger par le nombre relativement faible de passages de navires enregistrés dans le détroit.

Monde : Ouvert ou pas ouvert, telle est la question

Nombre de navires commerciaux traversant le détroit d'Ormuz par jour



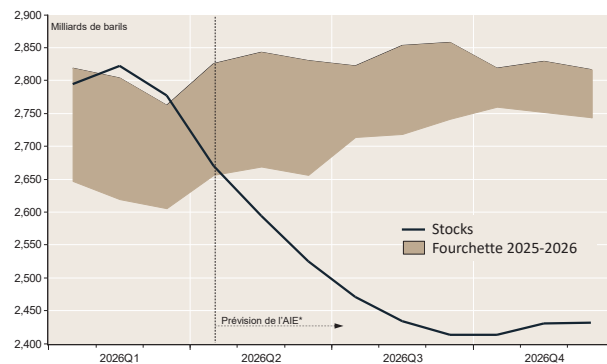
Il faut dire qu'un retour rapide à la normale en matière de transport maritime dans le Golfe persique ne faisait pas partie de notre scénario de base, compte tenu de la volonté de l'Iran d'utiliser ce goulot d'étranglement comme levier dans ses négociations en vue d'un accord de paix global avec les États-Unis. Notre prévision d'une reprise seulement partielle des livraisons de pétrole en provenance du Moyen-Orient d'ici la fin de l'année repose également sur l'hypothèse d'une probable réticence de la part des compagnies maritimes à envoyer leurs navires dans la région tant que la sécurité de la navigation ne pourra pas être pleinement garantie. Et compte tenu des événements récents, dont la reprise des frappes des États-Unis contre l'Iran après des attaques iraniennes contre plusieurs navires marchands, une telle assurance pourrait mettre du temps à se concrétiser.

D'ici là, l'offre de pétrole brut devrait rester inférieure aux niveaux d'avant la crise au moins jusqu'à la fin de l'année, surtout si, comme l'a déclaré le président Trump la semaine dernière, le cessez-le-feu avec l'Iran est « rompu » et que les pétroliers iraniens ne sont plus autorisés à

circuler. Cela signifie que le marché ne pourrait trouver son équilibre qu'en puisant dans des stocks appelés à diminuer jusqu'en septembre au moins. C'est d'ailleurs ce que l'AIE avait envisagé en mai, lorsqu'elle a publié une prévision de l'évolution des stocks commerciaux mondiaux de pétrole brut dans un scénario dans lequel les flux transitant par le détroit d'Ormuz auraient repris fin mai ou début juin.

Monde : Les stocks de brut resteront probablement bas cette année

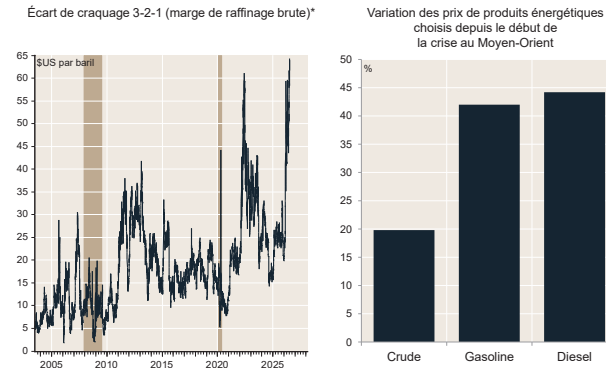
Stocks de pétrole brut commercial et d'autres liquides de l'OCDE



*Prévision de l'AIE de mai 2026 dans l'hypothèse d'une reprise de la navigation dans le détroit d'Ormuz fin mai, début juin
BNC Économie et Stratégie (données de la BRI)

Même si la faiblesse du niveau des stocks pourrait continuer d'exercer une pression à la hausse sur les prix du pétrole brut, nous ne croyons pas que ceux-ci retrouveront les sommets observés au début de la crise, à moins qu'une nouvelle escalade du conflit n'entraîne la destruction d'infrastructures de production pétrolière additionnelles. Les risques pour l'inflation mondiale se sont-ils dissipés pour autant ? Pas si vite. Les banques centrales devront rester vigilantes, car la baisse des prix de l'énergie pour les consommateurs pourrait s'avérer beaucoup plus limitée que ne le laisse supposer le recul marqué des cours du pétrole brut. C'est que les marges de raffinage atteignent actuellement des niveaux records, ce qui maintient le prix de plusieurs produits raffinés, comme l'essence et le carburant diesel à des niveaux élevés. (Rappelons que les fluctuations des prix de ces produits exercent une influence bien plus importante sur les indices des prix à la consommation à l'échelle mondiale que celles du prix du pétrole brut.)

Monde : Les marges de raffinage ont explosé

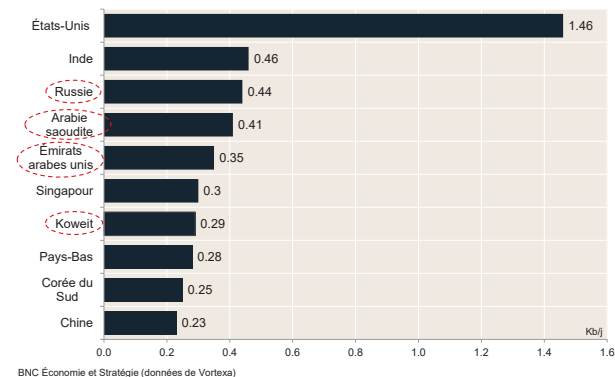


*L'écart de craquage 3-2-1 est une approximation pour les marges de raffinage basée sur la conversion de 3 barils de brut en 2 d'essence et 1 de diesel.
BNC Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Cette situation s'explique en partie par la perte de capacités de raffinage au Moyen-Orient, suite aux attaques menées par l'Iran, mais elle est également une conséquence de la guerre en Ukraine. Selon la société de recherche Kpler, environ 45 % des capacités de raffinage de la Russie sont en effet hors service à la suite d'attaques de drones. La situation est devenue si critique que le Kremlin a même interdit les exportations de carburant diesel le 8 juillet, privant ainsi l'économie mondiale d'environ 5 % de son approvisionnement.

Monde : La capacité de raffinage mondiale fortement réduite

Exportations maritimes de carburant diesel par pays (en 2024)

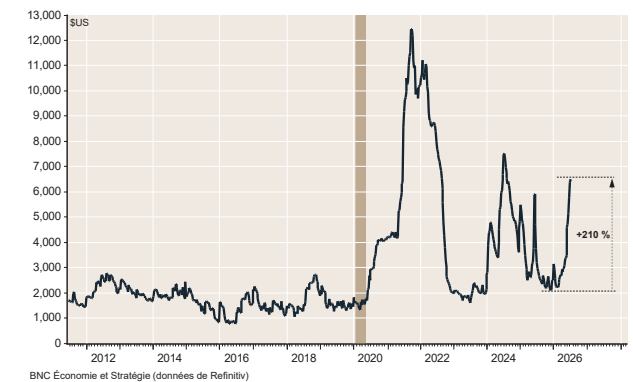


Si l'on ajoute à cela le ralentissement de l'activité des raffineries chinoises, on constate que 6 millions de barils de pétrole brut en moins ont été raffinés en juin par rapport à l'année dernière. Il n'est donc pas surprenant que l'offre et

la demande aient trouvé un meilleur équilibre sur le marché du pétrole brut, le manque de capacités de raffinage ayant, en pratique, déplacé la pénurie en aval, vers le marché des produits raffinés. Cette réalité provoque aujourd'hui toutes sortes de perturbations pour l'économie mondiale, notamment une forte hausse du coût du transport maritime international, dont le carburant diesel constitue le principal intrant.

Monde : Les coûts du transport maritime ont nettement augmenté

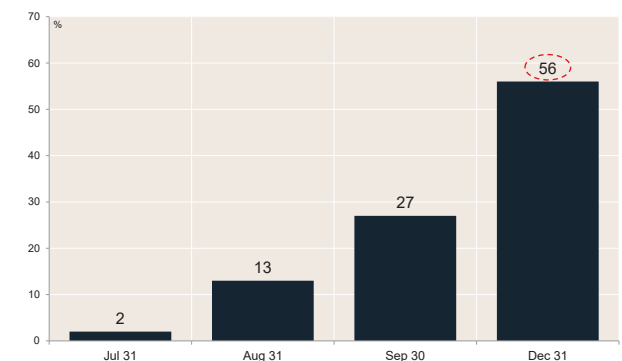
Coût du transport d'un conteneur de 40 pieds de Shanghai à Los Angeles



Quant à savoir quand la situation devrait revenir à la normale, il est impossible de se prononcer avec certitude. Pour ce que ça vaut, les marchés des paris estiment à 50 % la probabilité que le trafic dans le détroit d'Ormuz revienne à la normale d'ici la fin de l'année.

Monde : La circulation devra attendre avant de revenir à la normale

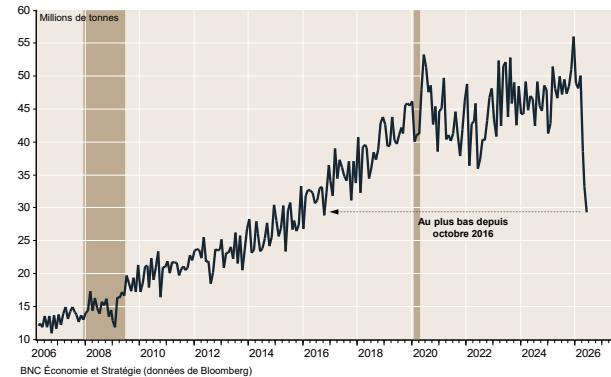
Probabilité estimée par Polymarket d'un retour à la normale du trafic dans le détroit d'Ormuz (au 14 juillet)



Mais la sécurité des passages vers et depuis le golfe Persique n'est qu'une des conditions qui devront être remplies pour rétablir un meilleur équilibre sur les marchés de l'énergie. L'évolution de la situation en Chine jouera également un rôle important. Car, tout comme la forte baisse des importations de pétrole brut de la deuxième économie mondiale a empêché les prix du pétrole de s'envoler au cours des premières semaines du conflit, un retour à des niveaux de demande plus normaux pourrait également maintenir les prix à un niveau élevé pendant une période plus longue.

Monde : Que fera la Chine ?

Volumes de pétrole brut importé

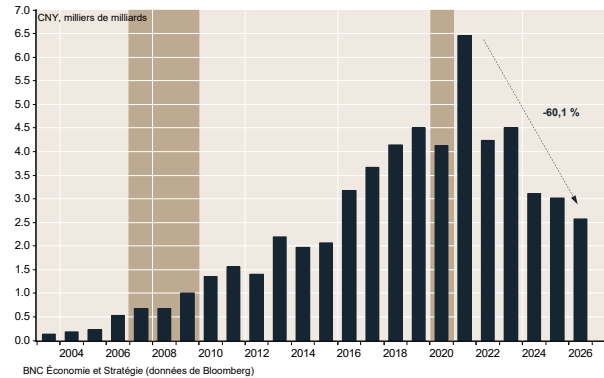


Tout dépendra de la nature de cette baisse de la demande : s'agit-il simplement d'une stratégie opportuniste – la Chine ayant préféré puiser dans ses vastes stocks tant que les prix du pétrole étaient élevés – ou reflète-t-elle une baisse de la demande intrinsèque dans un contexte d'affaiblissement de l'économie ? On observe en effet des signes de ralentissement en provenance de l'Empire du Milieu qui pourraient se traduire par une baisse de la demande de matières premières. Le marché immobilier, qui était encore récemment un moteur essentiel de la croissance, connaît en effet des difficultés depuis cinq ans, les ventes de biens résidentiels ayant chuté d'environ 60 % depuis 2021.

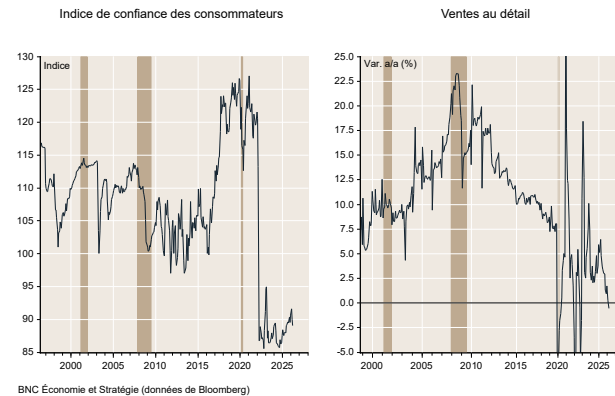
Et compte tenu de la forte exposition des ménages au secteur résidentiel, la chute des prix provoquée par cette baisse d'activité a sapé le moral des consommateurs et s'est traduite par un affaiblissement de la consommation.

Chine : Le recul du marché immobilier résidentiel continue

Ventes de biens résidentiels cumulatives de janvier à mai chaque année



Chine : La chute de l'immobilier sape la confiance des consommateurs

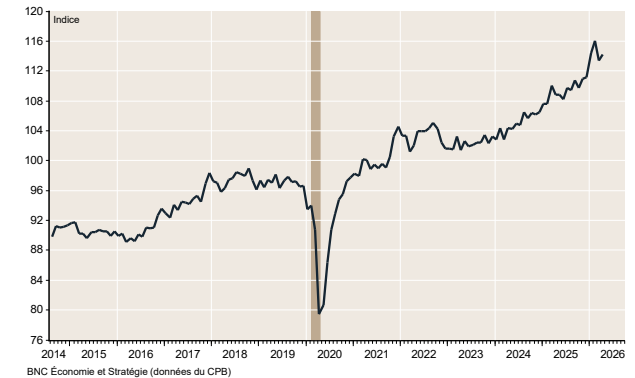


Heureusement, la faiblesse de la demande intérieure en Chine continue d'être compensée par la vigueur des exportations, le commerce international faisant preuve d'une grande résilience face aux aléas géopolitiques.

Plusieurs facteurs expliquent cette situation. Le premier est la tendance à la baisse du taux moyen des droits de douane imposés par Washington sur les marchandises importées, qui, combinée à l'absence quasi totale de mesures de rétorsion de la part des autres pays, a permis de limiter au minimum les effets négatifs des politiques protectionnistes.

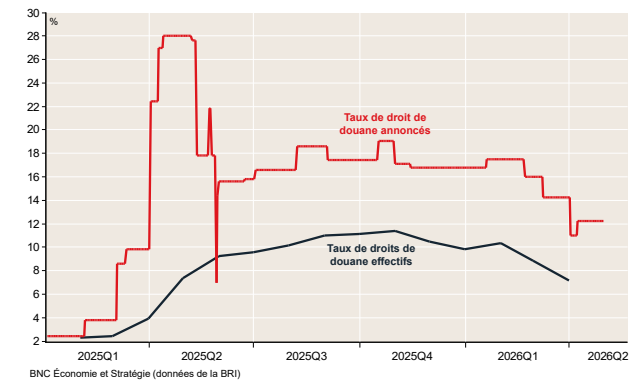
Monde : Le commerce mondial affiche une résilience étonnante

Volumes du commerce international. Dernière observation : avril 2026



Monde : Les droits de douane effectifs tendent à la baisse

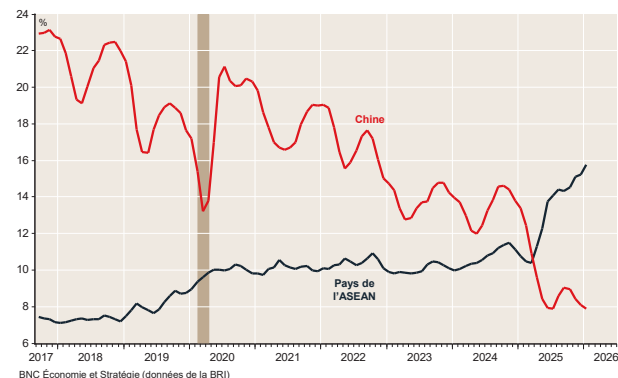
Taux de droits de douane annoncés vs. taux effectifs



La reconfiguration rapide des flux d'importations aux États-Unis, qui se sont détournés des pays s'étant vu imposer des droits de douane élevés au profit de ceux où les surtaxes sont moins importantes, a également joué un rôle positif. L'exemple asiatique est particulièrement révélateur, la part des importations américaines en provenance de Chine ayant chuté de manière spectaculaire, tandis que celle des pays de l'ASEAN a bondi.

Monde : Le « réalignment » du commerce atténue l'impact douanier

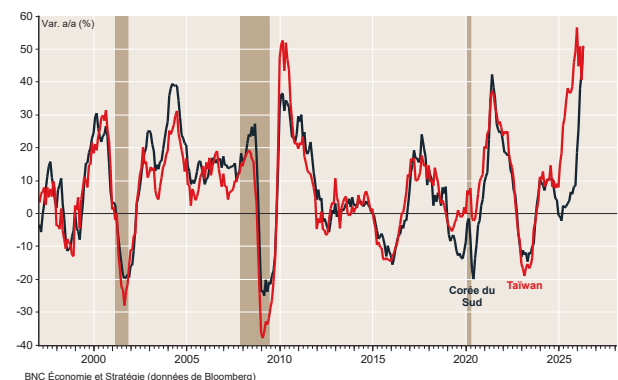
Part des importations de marchandises américaines d'économies asiatiques choisies



Mais le facteur le plus important qui permet peut-être au commerce et à l'économie mondiale de rester résilients en ce moment est sans doute la forte hausse de la demande de produits liés à l'intelligence artificielle, comme les micro-processeurs. Pour les pays qui fabriquent ces produits, comme Taïwan et la Corée du Sud, cela s'est traduit par une explosion des exportations de marchandises.

Monde : Une manne pour les pays producteurs de puces informatiques

Exportations de marchandises, moyenne mobile sur 3 mois



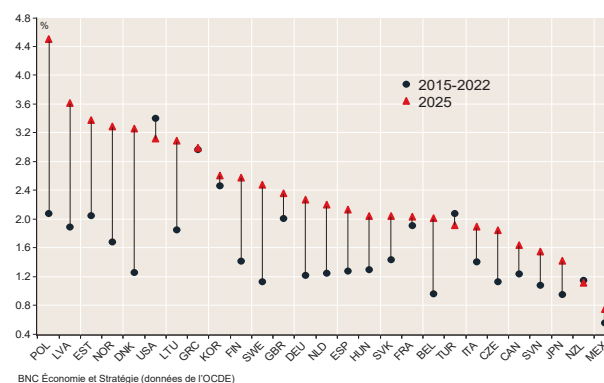
Pour les pays destinataires de ces flux commerciaux – en particulier les États-Unis –, l'essor de l'IA entraîne d'importantes dépenses d'investissement, notamment pour les centres de données, ce qui contribue à la croissance du PIB.

À ces dépenses s'ajoutent celles consacrées à la reconstruction des capacités militaires aux quatre coins du

monde. Presque tous les pays de la planète ont en effet augmenté leurs dépenses de défense ces dernières années et se sont engagés à poursuivre dans cette voie à l'avenir. Prenons l'exemple de l'Allemagne, qui prévoit de consacrer environ 800 milliards € de plus à ce secteur d'ici 2030. Des montants similaires seront nécessaires dans d'autres pays de l'OTAN pour atteindre le nouvel objectif de 3,5 % du PIB avant l'échéance prévue de 2029.

Monde : Les dépenses militaires en hausse presque partout

Dépenses militaires en pourcentage du PIB, pays choisis

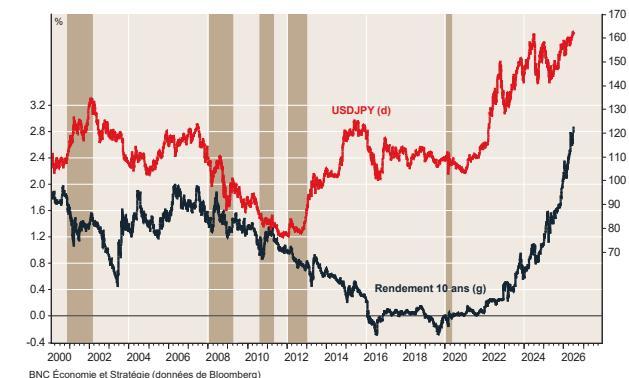


Tout cela sera favorable à la croissance au cours des prochains mois, mais pourrait également, à terme, susciter des inquiétudes quant à la trajectoire budgétaire de certains pays. C'est que, dans de nombreux cas, ces nouveaux engagements de dépenses devront être financés par l'émission de dette, ce que les marchés pourraient ne pas voir d'un bon œil. Les pays dont le manque de discipline budgétaire a déjà attiré l'attention des marchés par le passé – le Royaume-Uni et la France, par exemple – pourraient rapidement remonter dans la liste des préoccupations financières mondiales. Le Japon, où la devise continue de se déprécier malgré la hausse des taux d'intérêt, est un autre pays à surveiller de près.

Mais à condition que les inquiétudes budgétaires puissent être limitées au minimum et que la situation géopolitique s'améliore, la croissance mondiale pourrait rester satisfaisante cette année, à 2,9 %. Elle devrait ensuite s'accélérer pour atteindre 3,3 % en 2027, stimulée par de solides dépenses d'investissement. Les risques liés à cette prévision demeurent toutefois orientés à la baisse, étant donné les plus récents développements au Moyen-Orient.

Japon : La trajectoire budgétaire du pays fait réfléchir les investisseurs

Rendements des obligations souveraines de 10 ans et taux de change USDJPY



Perspectives mondiales

	2025	2026	2027
Économies avancées	1.9	1.6	1.8
États-Unis	2.1	2.2	2.2
Zone euro	1.4	0.7	1.3
Japon	1.1	0.7	1.0
Royaume-Uni	1.3	1.1	1.3
Canada	1.9	0.7	1.5
Australie	2.0	1.9	2.2
Corée du Sud	1.0	2.7	2.2
Économies émergentes	4.4	3.7	4.2
Chine	5.0	4.7	4.5
Inde	7.7	6.5	6.6
Mexique	0.6	1.2	2.0
Brésil	2.3	2.1	2.3
Russie	1.0	1.1	1.4
Monde	3.5	2.9	3.3

BNC Économie et Stratégie

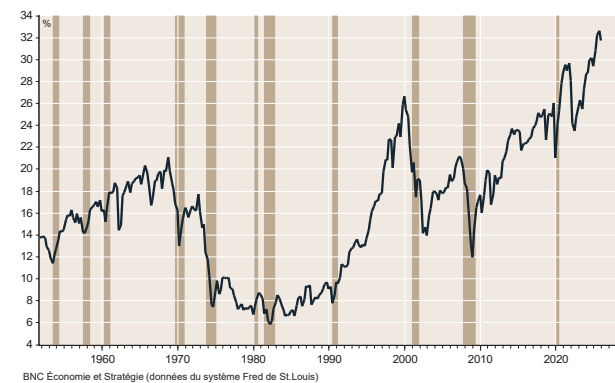
États-Unis : Une économie à deux vitesses (20 juillet 2026)

Lors de la conférence de presse qui a suivi sa première réunion de politique monétaire en tant que président de la Réserve fédérale, le 17 juin, une journaliste a demandé à Kevin Warsh s'il estimait que les taux d'intérêt directeurs étaient restrictifs à leurs niveaux actuels. La réponse de M. Warsh nous a semblé tout à fait pertinente. « C'est inégal », a-t-il déclaré. « Si je prends l'exemple du marché immobilier... je dirais... que la politique de la Fed semble quelque peu restrictive [mais] j'aurais du mal à en dire autant en observant ce qui se passe sur les marchés financiers. » Ce constat résume bien la situation pour le moins particulière dans laquelle se trouve présentement l'économie américaine, où la vigueur de certains secteurs contribue à maintenir une structure de taux d'intérêt trop restrictive pour d'autres.

Comme l'a suggéré le président Warsh, les marchés financiers semblent en effet avoir fait fi de la hausse des taux d'intérêt observée ces dernières années, en grande partie grâce à l'engouement croissant pour tout ce qui touche à l'intelligence artificielle. Cela a eu (et continue d'avoir) un effet positif sur l'économie réelle, en contribuant à accroître le patrimoine des ménages, en particulier dans un contexte où ce patrimoine est devenu nettement plus exposé aux fluctuations boursières.

É.-U. : Les ménages de plus en plus exposés aux marchés boursiers

Part des actifs totaux des ménages dédiée aux actions d'entreprises

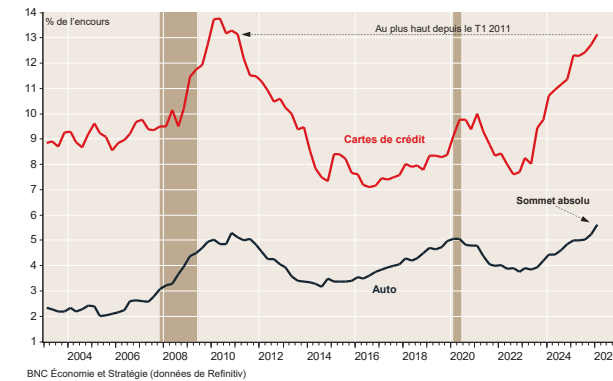


Il est indéniable que cet effet de richesse a soutenu la consommation aux États-Unis, contrebalançant l'impact de la hausse des coûts d'emprunt. Ce constat macroéconomique masque toutefois une réalité plus nuancée, faite de gagnants et de perdants. Rappelons que la détention d'actions

est fortement concentrée entre les mains des ménages les plus fortunés. Pour le reste de la population, la hausse des taux d'intérêt s'est fait sentir beaucoup plus durement, comme en témoigne l'augmentation des taux de défaut sur les cartes de crédit et les prêts automobiles.

É.-U. : Certains consommateurs ont du mal à payer leurs dettes

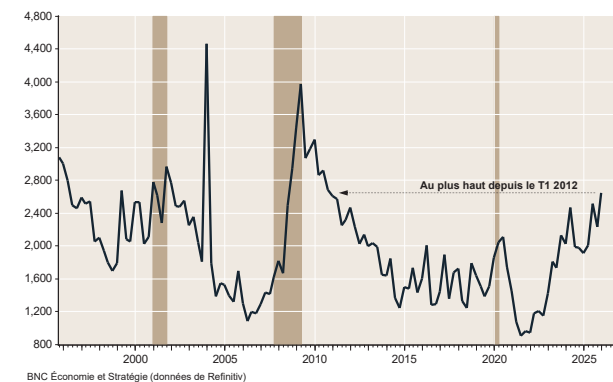
Pourcentage de prêts autos/cartes de crédit en souffrance de 90 jours et plus



On observe une dichotomie similaire du côté des entreprises. En effet, alors que les grandes sociétés cotées en bourse enregistrent des bénéfices records, un nombre croissant d'entreprises déposent le bilan, ce qui met en évidence un écart considérable entre les perspectives des entreprises les plus performantes et celles des moins performantes.

É.-U. : Les taux plus élevés plombent certaines entreprises

Dépôts de bilan en vertu du Chapitre 11

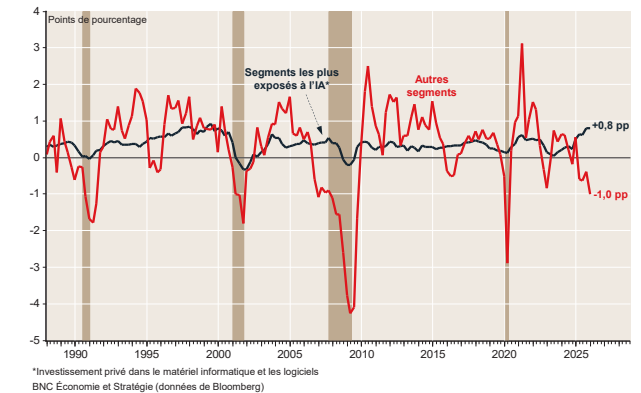


Un coup d'œil aux données relatives au PIB laisse également entrevoir l'émergence d'une économie à deux

vitesse, où la forte contribution à la croissance des investissements dans les secteurs liés à l'intelligence artificielle contraste avec la contraction des dépenses des entreprises dans d'autres domaines.

É.-U. : L'intelligence artificielle comme principal moteur de l'économie

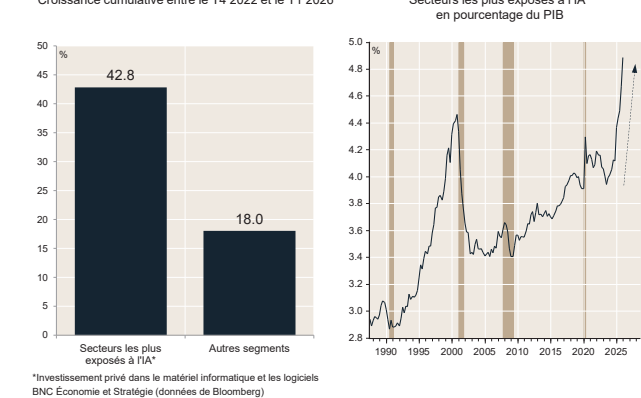
Contribution de l'investissement privé à la croissance du PIB au cours des 12 derniers mois



En effet, alors que les dépenses d'investissement privé dans les équipements informatiques et les logiciels ont progressé à un rythme plus de deux fois supérieur à celui du reste de l'économie depuis le lancement public de ChatGPT au quatrième trimestre de 2022, entraînant une augmentation spectaculaire du poids de ces secteurs dans l'économie globale...

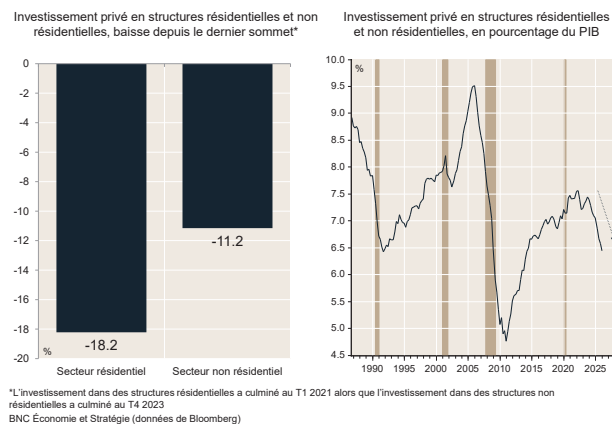
É.-U. : L'investissement dans l'intelligence artificielle domine...

Croissance cumulative entre le T4 2022 et le T1 2026



...les dépenses consacrées aux structures résidentielles et non résidentielles affichent, elles, de nets reculs depuis leurs pics les plus récents.

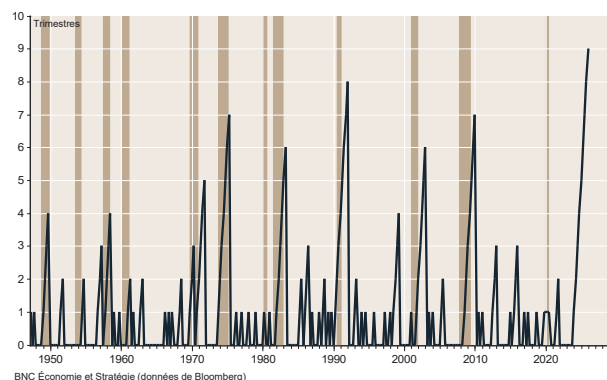
... alors que d'autres secteurs se contractent



Dans ce dernier cas, la contraction s'étend désormais sur neuf trimestres consécutifs, une série sans précédent depuis le début de la compilation de ces données, à la fin des années 1950.

É.-U. : L'investissement en actifs réels traverse une période très difficile

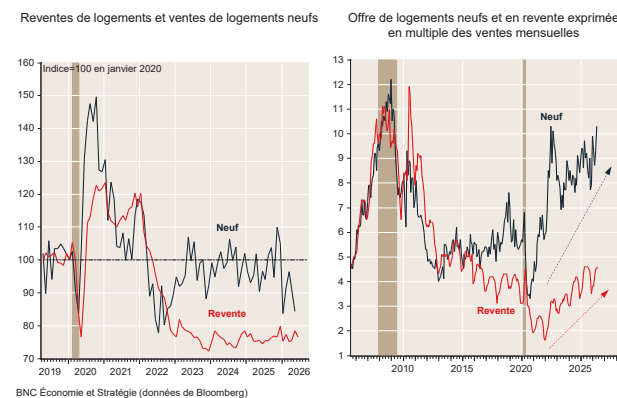
Nombre de baisses consécutives de l'investissement dans des structures non résidentielles



L'évolution des préférences des investisseurs explique sans doute en partie ce ralentissement, car les capitaux sont actuellement réorientés à grande échelle vers des projets liés à l'intelligence artificielle, dont beaucoup s'attendent à ce qu'ils génèrent des rendements plus élevés. Mais la baisse des dépenses dans les secteurs non liés à l'IA reflète également une structure de taux d'intérêt devenue nettement moins accommodante ces dernières années. Et comme aucun autre secteur de l'économie

n'est plus sensible aux fluctuations des coûts d'emprunt que le secteur résidentiel, c'est là que le ralentissement a été le plus marqué. Nous avons évoqué précédemment la baisse de 18,2 % des investissements résidentiels depuis le dernier pic atteint au premier trimestre 2021, mais nous aurions également pu souligner la faiblesse des ventes de logements et l'accumulation des stocks, tant sur le marché du neuf que sur celui de la revente.

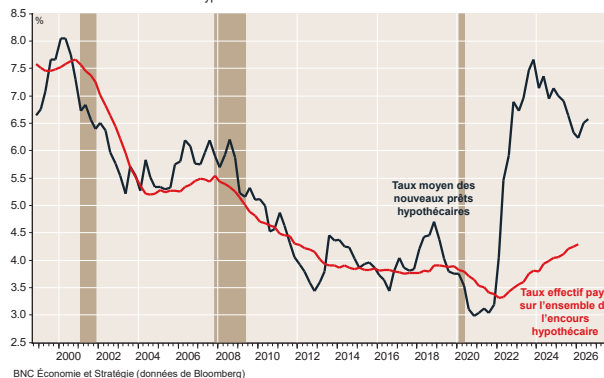
É.-U. : Avec la faiblesse des ventes, l'offre s'accumule



La hausse des coûts d'emprunt a certainement joué un rôle de frein dans ce contexte et devrait continuer à le faire pendant un certain temps encore, en raison du délai extrêmement long nécessaire pour qu'une hausse des taux se répercute sur un marché où les prêts hypothécaires à taux fixe sur 30 ans sont la norme.

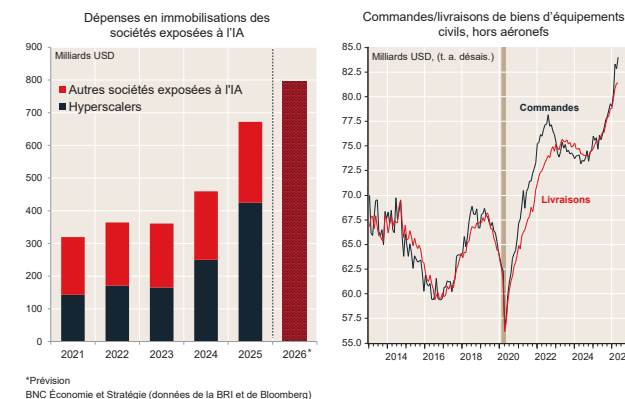
É.-U. : Les taux plus élevés se répercutent sur le marché du logement

Taux d'intérêt moyen payé pour un emprunt hypothécaire à taux fixe de 30 ans et taux effectif payé pour l'ensemble de l'encours du crédit hypothécaire



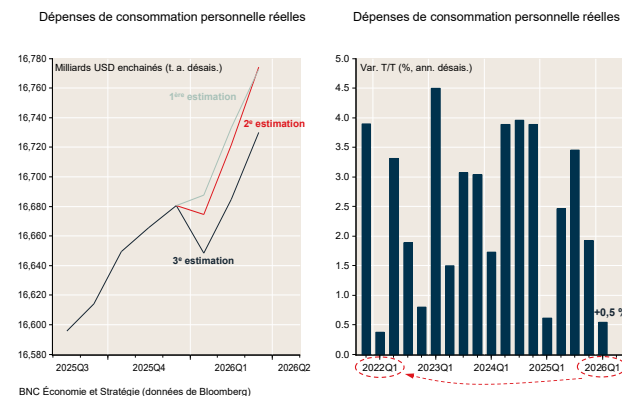
Mais est-ce vraiment un problème si la croissance spectaculaire de certains secteurs s'est, dans une certaine mesure, faite au détriment d'autres secteurs et a rendu l'économie américaine plus dépendante de l'IA ? À long terme, la réponse à cette question dépendra de la capacité de cette technologie à générer des gains de productivité significatifs, une éventualité qui assurerait la rentabilité des projets d'investissement en cours. À plus courte échéance, cela dépendra plutôt de la capacité de maintenir un rythme d'investissement suffisamment soutenu pour compenser les faiblesses observées ailleurs dans l'économie et maintenir la résilience de la croissance du PIB. Cela ne devrait pas poser de problème dans les prochains trimestres, si l'on en juge par le fait que les entreprises exposées à l'IA prévoient des dépenses d'investissement de pas moins de 800 milliards \$ cette année. Et ces intentions ne sont pas que de simples paroles; elles se traduisent déjà par une forte hausse des commandes et des livraisons de biens d'équipement civils, hors avions, qui constituent de bons indicateurs des dépenses d'investissement des entreprises.

Monde : Essor prévu des investissements en immobilisations dans l'IA



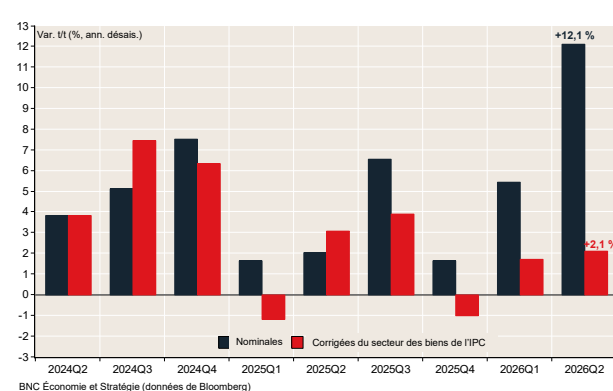
Au-delà de l'investissement des entreprises, le rythme de croissance du PIB dépendra également de l'évolution des dépenses de consommation, qui comptent pour une part disproportionnée de l'économie totale. Bien que celles-ci aient été plutôt atones au premier trimestre, affichant leur rythme de croissance le plus faible depuis quatre ans après révisions...

É.-U. : La plus faible croissance de la consommation en 4 ans au T1



...les indicateurs avancés sont prometteurs pour le deuxième trimestre. Les ventes au détail nominales ont en effet augmenté de 12,1 % en rythme annualisé au cours des trois mois terminés en juin, leur meilleure performance depuis quatre ans. Certes, ce résultat paraît beaucoup moins reluisant en termes réels dans un contexte d'inflation élevée, mais il devrait néanmoins se traduire par une contribution positive de la consommation de biens à la croissance du PIB.

É.-U. : Les ventes au détail ont augmenté à un rythme solide au T2



Associée à la vigueur des dépenses d'investissement dans les secteurs liés à l'intelligence artificielle, la résilience de la consommation devrait permettre de maintenir la croissance proche de son potentiel cette année et l'année prochaine. Nous prévoyons des taux de croissance identiques de 2,2 % pour 2026 et 2027.

États-Unis - Scénario économique (20 juillet 2026)

(Variation annuelle en %)*	2023	2024	2025	2026	2027	2025	T4/T4 2026	2027
Produit intérieur brut (\$constants, 2017)	2.9	2.8	2.1	2.2	2.2	2.0	2.2	2.2
Dépenses personnelles	2.6	2.9	2.6	1.8	2.1	2.1	1.7	2.2
Construction résidentielle	(7.8)	3.2	(2.2)	(3.2)	1.5	(3.8)	(1.4)	2.2
Investissements des entreprises	7.3	2.9	4.1	6.4	4.4	5.6	7.1	3.8
Dépenses publiques	3.5	3.8	1.1	0.8	1.5	(1.2)	2.2	1.5
Exportations	2.8	3.6	1.6	4.8	2.1	1.1	5.1	2.2
Importations	(0.9)	5.8	2.7	3.0	3.3	(1.9)	7.9	2.5
Variation des stocks (milliards \$)	47.4	43.5	28.5	(1.7)	22.5	(15.6)	20.0	15.0
Demande intérieure	2.9	3.1	2.4	2.1	2.3	1.8	2.4	2.3
Revenu réel disponible	5.7	2.9	1.7	0.9	2.2	1.0	1.6	2.2
Emploi des salariés	2.2	1.2	0.5	0.4	1.0	0.2	0.7	1.2
Taux de chômage	3.6	4.0	4.3	4.3	4.1	4.5	4.2	4.0
Taux d'inflation	4.1	3.0	2.7	3.4	2.5	2.7	3.4	2.6
Bénéfices avant impôts	7.6	5.1	7.3	9.1	3.5	9.6	2.8	4.5
Compte courant (milliards \$)	(931.4)	(1,198.6)	(1,177.1)	(887.5)	(837.5)	...	...	...

* Sauf indication contraire.

Financière Banque Nationale

Scénario financier**

	actuel 17-07-26	T3 2026	T4 2026	T1 2027	T2 2027	2025	2026	2027
Taux cible fonds fédéraux	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.25
Bons du Trésor 3 mois	3.71	3.75	3.70	3.65	3.60	3.57	3.70	3.30
Obligations fédérales								
2 ans	4.18	4.20	4.05	4.00	3.95	3.47	4.05	3.65
5 ans	4.28	4.30	4.25	4.15	4.05	3.73	4.25	3.85
10 ans	4.55	4.60	4.65	4.65	4.60	4.18	4.65	4.45
30 ans	5.06	5.15	5.20	5.30	5.20	4.84	5.20	5.10
Taux de change								
US\$/Euro	1.14	1.16	1.18	1.19	1.20	1.17	1.18	1.22
YEN/\$US	162	160	158	157	155	157	158	151

** fin de période

Dynamique trimestrielle

	T2 2025 publié	T3 2025 publié	T4 2025 publié	T1 2026 publié	T2 2026 prévision	T3 2026 prévision	T4 2026 prévision	T1 2027 prévision
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	3.8	4.4	0.5	2.1	1.8	2.6	2.1	2.3
IPC (var. a/a %)	2.5	2.9	2.7	2.7	3.8	3.5	3.4	3.1
IPC de base (var. a/a %)	2.8	3.1	2.7	2.5	2.7	2.5	2.6	2.6
Taux de chômage (%)	4.2	4.3	4.5	4.3	4.3	4.3	4.2	4.2

Financière Banque Nationale

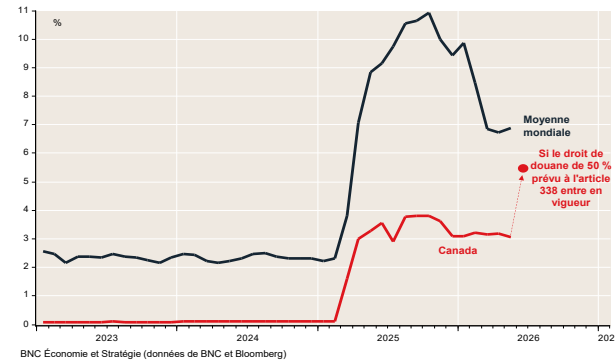
Canada : Une embellie menacée

(24 juillet 2026)

Les entreprises canadiennes espéraient vraisemblablement un été marqué par un recul de l'incertitude commerciale. C'est plutôt l'inverse qui s'est produit. L'échéance du 1er juillet est passée sans qu'une entente à long terme soit conclue sur le renouvellement de l'ACEUM. Comme si cela ne suffisait pas, Washington a ensuite annoncé son intention d'imposer de nouveaux droits de douane de 50 % à partir du 19 août sur une multitude de produits canadiens, allant du vin aux bâtons de hockey, en passant par le ciment et plusieurs autres biens. Certes, ces nouveaux tarifs visent environ 20 milliards de dollars d'exportations, soit près de 5 % des exportations canadiennes vers les États-Unis. Leur effet sur le taux tarifaire effectif agrégé serait donc relativement limité, de l'ordre de 2,5 points de pourcentage, laissant le niveau moyen des tarifs américains sur les produits canadiens inférieur à celui appliqué à plusieurs autres partenaires commerciaux. Cette lecture macroéconomique ne doit toutefois pas occulter les conséquences microéconomiques. Pour les entreprises directement touchées, un droit de douane de 50 % peut rendre leurs produits tout simplement non compétitifs sur le marché américain. Contrairement à une hausse modérée des tarifs répartie sur un large éventail de produits, un tarif prohibitif concentré sur quelques secteurs peut entraîner une chute brutale des exportations, des pertes de parts de marché, des fermetures d'usines et des réductions d'investissements dans les industries concernées.

Canada: Un avantage tarifaire mondial qui risque de s'amenuiser

Taux tarifaire effectif moyen sur les exportations canadiennes

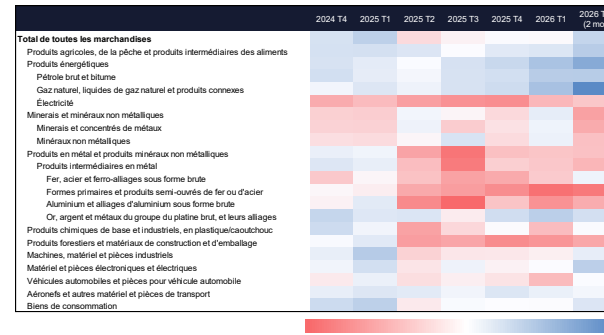


Les données commerciales corroborent déjà cette dynamique. Notre carte thermique des exportations canadiennes montre que les secteurs déjà soumis aux droits de douane les plus élevés figurent systématiquement parmi les plus

faibles depuis le début des tensions commerciales avec les États-Unis. Les produits intermédiaires en acier et en aluminium ainsi que les produits forestiers figurent en tête de liste. Cette concentration des difficultés laisse entrevoir les conséquences qu'aurait un élargissement des tarifs prohibitifs à d'autres secteurs de l'économie.

Canada: Les secteurs sont touchés de manière inégale

Exportations réelles par produit, nombre d'écarts-types par rapport à la moyenne (2017-2026)

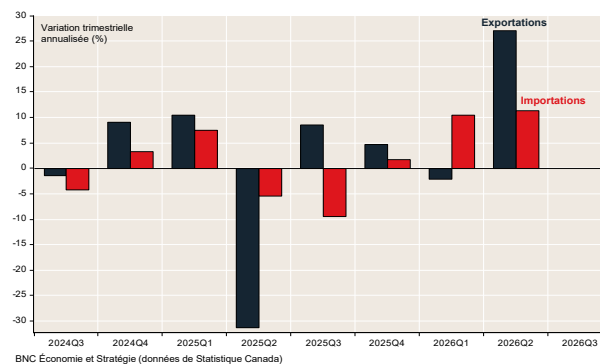


BNC Économie et Stratégie (données de Statistique Canada, tableau 12-10-0163-01)

Ces nouvelles menaces tarifaires sont d'autant plus décourageantes qu'elles surviennent au moment où les exportations canadiennes reprenaient un élan appréciable. Selon les données disponibles pour les deux premiers mois du trimestre, les exportations réelles progressaient à un rythme annualisé de plus de 25 %, nettement supérieur à celui des importations. Mieux encore, leur niveau dépassait désormais celui observé avant l'élection présidentielle américaine de 2024.

Canada: Le commerce soutient significativement la croissance au T2

Exportations et importations réelles (avec deux mois de données pour le deuxième trimestre)

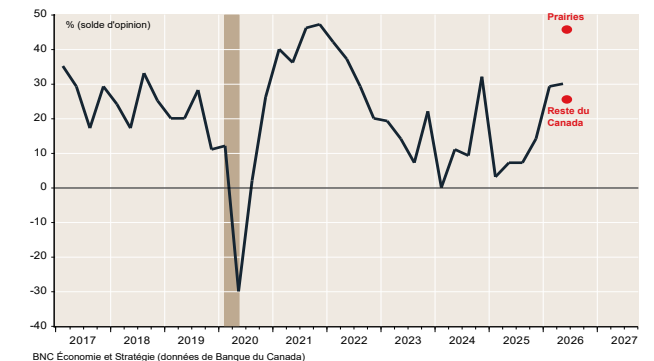


Cette embellie se reflétait également dans le moral des entreprises. Selon l'Enquête sur les perspectives des entreprises de

la Banque du Canada, le solde des opinions concernant les intentions d'investissement en machines et matériel a atteint 30 %, son niveau le plus élevé depuis le début des tensions commerciales. Certes, la flambée des prix de l'énergie et l'ouverture d'Ottawa au développement des ressources naturelles ont fortement stimulé la confiance dans les Prairies. Toutefois, les intentions d'investissement demeuraient également bien orientées dans le reste du pays, signe que l'amélioration ne se limitait pas au secteur énergétique.

Canada: Les intentions d'investissement ont progressé

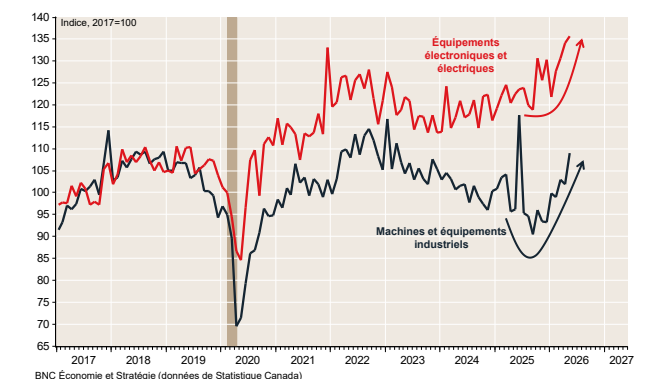
Solde des opinions concernant les dépenses d'investissement



Certaines données corroborent déjà cette amélioration des intentions d'investissement. Au deuxième trimestre, les importations réelles de machines et de matériel industriels ont fortement rebondi par rapport à la fin de 2025, tandis que celles d'équipements électroniques et électriques se sont récemment accélérées.

Canada: Un rebond des investissements en 2026 ?

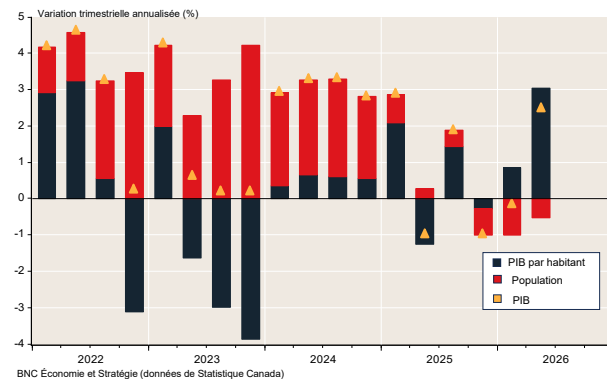
Importations de machines et équipements industriels, ainsi que de matériel électronique et électrique



Portées par le redressement des exportations et le regain de l'investissement, les perspectives économiques se sont nettement améliorées au deuxième trimestre. Après deux trimestres consécutifs de contraction du PIB, l'économie canadienne serait en voie de renouer avec la croissance. À la lumière des données disponibles jusqu'à présent, nous estimons que le PIB réel pourrait progresser de 2,5 % en rythme annualisé au cours des trois mois terminés en juin, ce qui constituerait la plus forte expansion de l'économie canadienne en cinq trimestres. Cette performance est d'autant plus remarquable qu'elle surviendrait dans un contexte démographique radicalement différent de celui observé lors des précédents épisodes de forte croissance. Alors que la population est désormais en contraction, le PIB par habitant pourrait enregistrer sa plus forte progression depuis le deuxième trimestre de 2022.

Canada: Plus forte croissance en cinq trimestres?

Produit intérieur brut réel, répartition du PIB par habitant et population

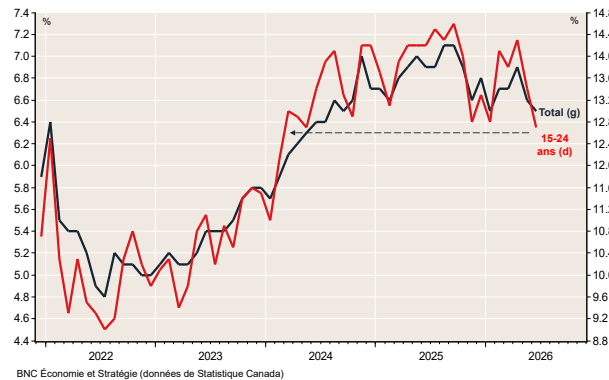


Le raffermissement de l'activité attendu au deuxième trimestre se reflète également dans les données récentes sur l'emploi. Après un gain marqué de 88K postes en mai, l'économie canadienne a créé 18K emplois supplémentaires en juin. Cette amélioration a fait reculer le taux de chômage de quatre dixièmes en deux mois, à 6,5 %. Bien que ce niveau demeure supérieur à son niveau de plein emploi de 6,2%, il se situe désormais au bas de la fourchette observée au cours des derniers mois. La situation des jeunes s'est également améliorée, puisque leur taux de chômage est passé de 14,3 % en avril à 12,7 % en juin, son plus bas niveau depuis mai 2024. Cela indique que la

demande de main-d'œuvre demeure suffisamment solide pour accueillir de nouveaux travailleurs.

Canada: Le chômage des jeunes montre des signes d'amélioration

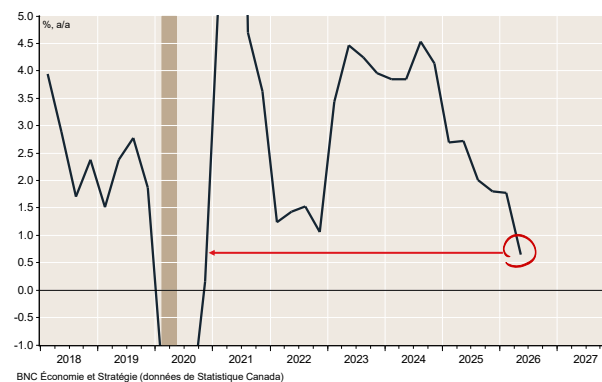
Taux de chômage



Ces gains d'emplois ne doivent toutefois pas masquer une réalité moins favorable pour les ménages, ni être vues comme le prélude à une consommation vigoureuse à court terme. La rémunération réelle totale versée aux salariés canadiens progresse au T2, sur un an, à son rythme plus faible depuis la reprise postpandémique. La normalisation de la croissance des salaires, la contraction démographique et la remontée récente de l'inflation, alimentée par la hausse des prix du pétrole à la suite du conflit au Moyen-Orient, contribuent toutes à freiner l'augmentation des revenus réels des ménages.

Canada: Masse salariale à son rythme le plus lent depuis 2020

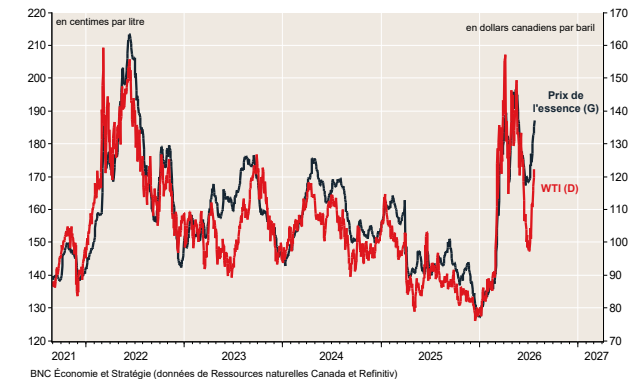
Nombre total d'heures travaillées multiplié par le salaire horaire moyen, déflaté par l'IPC



La reprise des hostilités entre les États-Unis et l'Iran a entraîné une hausse des prix du pétrole brut en juillet, ce qui accroît le risque que le pouvoir d'achat des ménages continue de s'éroder. Plus important encore, les prix des produits pétroliers raffinés se sont découplés de ceux du pétrole brut en raison de la forte augmentation des marges de raffinage.

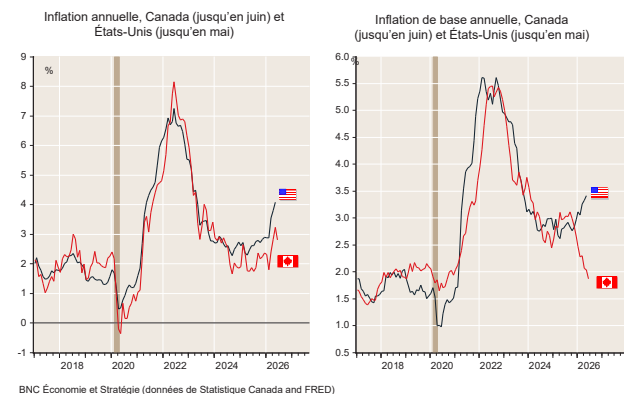
Canada: Le prix de l'essence a découplé du prix du baril

Prix de l'essence à la pompe (taxes comprises) et cours du WTI en CAD



Cette situation place la Banque du Canada devant un arbitrage délicat. Bien que la remontée des prix de l'énergie érode le pouvoir d'achat des ménages, elle pourrait aussi rendre l'inflation plus persistante que prévu. Selon nous, la Banque du Canada peut néanmoins se permettre de demeurer patiente. Contrairement à plusieurs autres économies, le Canada affichait déjà un excédent d'offre avant le choc pétrolier, tant sur le plan de l'activité économique que du marché du travail. Les pressions inflationnistes sous-jacentes demeuraient donc bien maîtrisées, et c'est toujours le cas aujourd'hui. En juin, l'inflation de base passait sous la barre de 2,0% pour la première fois depuis 2020. Cette marge de manœuvre lui permet de tolérer temporairement une inflation globale plus élevée sans être contrainte de resserrer davantage sa politique monétaire à court terme.

Canada: Différences significatives quant aux pressions inflationnistes



Nous continuons ainsi de croire que la Banque du Canada maintiendra son taux directeur inchangé jusqu'à la fin de 2026, surtout en considérant l'intensification des tensions commerciales avec les États-Unis. Il serait imprudent de banaliser les plus récentes annonces de Washington. Certes, la Maison-Blanche n'a pas annoncé son retrait de l'ACEUM, mais l'annonce de droits de douane qui contreviendraient aux engagements prévus par l'accord de libre-échange a de quoi susciter des inquiétudes pour l'ensemble des entreprises exportatrices. Notre scénario de base prévoit une croissance du PIB canadien de 0,7 % en 2026 et de 1,5 % en 2027, mais il repose sur l'hypothèse que ces droits de douane n'entreront finalement pas en vigueur. Nous estimons en effet qu'ils s'inscrivent probablement avant tout dans une stratégie de négociation. Le délai d'un mois avant leur entrée en vigueur suggère que ces annonces relèvent davantage d'une stratégie de négociation que d'une décision irrévocable.

Canada - Scénario économique (24 juillet 2026)

(Variation annuelle en %)*	2023	2024	2025	2026	2027	2025	T4/T4 2026	2027
Produit intérieur brut (\$constants, 2012)	2.0	2.0	1.9	0.7	1.5	0.7	1.3	1.3
Dépenses personnelles	2.2	2.2	2.4	1.4	1.1	1.9	1.1	1.1
Construction résidentielle	(9.5)	(0.2)	0.5	(2.2)	0.1	(3.9)	(0.8)	(0.1)
Investissements des entreprises	3.1	(1.4)	0.2	(0.8)	2.8	(1.0)	0.5	2.8
Dépenses publiques	2.9	4.2	3.2	1.2	1.6	3.1	0.4	1.5
Exportations	6.2	0.9	(1.4)	3.2	3.1	(2.9)	4.9	2.2
Importations	1.2	0.7	(0.3)	4.1	2.5	(1.2)	6.6	1.9
Variation des stocks (millions \$)	10,912	6,536	7,436	10,488	9,112			
Demande intérieure	1.5	2.2	2.2	1.0	1.3	1.5	0.8	1.3
Revenu réel disponible	2.3	4.8	1.5	0.3	1.4	(0.5)	1.0	1.5
Emploi	3.0	1.9	1.4	0.4	0.3	1.3	0.1	0.3
Taux de chômage	5.4	6.4	6.9	6.6	6.5	6.8	6.5	6.4
Taux d'inflation	3.9	2.4	2.1	2.7	2.0	2.2	2.8	1.8
Bénéfices avant impôts	(11.8)	(2.3)	6.2	11.3	7.7	4.5	12.1	6.7
Compte courant (milliards, \$)	(20.4)	(15.0)	(50.0)	(25.0)	(40.0)			

* Sauf indication contraire.

Scénario financier**

	actuel 23/07/26	T3 2026	T4 2026	T1 2027	T2 2027	2025	2026	2027
Taux à un jour	2.25	2.25	2.25	2.50	2.75	2.25	2.25	2.75
Taux préférentiel	4.45	4.45	4.45	4.70	4.95	4.45	4.45	4.95
Bons du Trésor 3M	2.28	2.30	2.40	2.70	2.80	2.20	2.40	2.80
Obligations fédérales								
2 ans	2.96	2.80	2.75	2.75	2.80	2.59	2.75	2.90
5 ans	3.27	3.20	3.20	3.20	3.15	2.98	3.20	3.10
10 ans	3.64	3.60	3.60	3.55	3.50	3.44	3.60	3.45
30 ans	4.02	4.00	4.05	4.05	3.95	3.86	4.05	3.90
Taux de change								
CAD par USD	1.41	1.40	1.37	1.35	1.33	1.37	1.37	1.31
Prix du pétrole (WTI), \$U.S.	93	82	80	80	79	57	80	75

** fin de période

Dynamique trimestrielle

	T1 2025 publié	T2 2025 publié	T3 2025 publié	T4 2025 publié	T1 2026 publié	T2 2026 prévision	T3 2026 prévision	T4 2026 prévision
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	2.9	(1.0)	1.9	(1.0)	(0.1)	2.5	1.3	1.5
IPC (var. a/a %)	2.3	1.8	2.0	2.2	2.2	2.9	2.9	2.8
IPC ex. aliments et énergie (var. a/a %)	2.5	2.6	2.5	2.5	2.0	1.7	1.9	1.9
Taux de chômage (%)	6.7	6.9	7.0	6.8	6.6	6.7	6.6	6.5

Banque Nationale du Canada

Prévisions économiques provinciales (24 juillet 2026)

	2023	2024	2025e	2026p	2027p		2023	2024	2025p	2026p	2027p
	PIB réel (croissance en %)						PIB nominal (croissance en %)				
Terre-Neuve-et-Labrador	-3.0	2.7	3.5	1.2	1.2		-4.0	4.6	3.1	7.9	2.0
Île-du-Prince-Édouard	2.9	3.8	2.8	1.6	2.1		6.7	7.5	4.2	4.4	4.6
Nouvelle-Écosse	2.4	3.1	2.3	0.8	1.2		7.6	8.0	4.2	3.3	3.4
Nouveau-Brunswick	2.0	2.7	2.0	0.7	1.2		3.5	4.0	4.7	4.2	3.2
Québec	0.7	1.7	0.6	0.8	1.3		4.7	5.9	4.7	4.2	3.6
Ontario	2.4	1.6	1.3	0.4	1.4		6.9	5.1	4.2	3.6	3.3
Manitoba	2.8	1.7	1.3	1.0	1.8		5.4	3.3	4.8	4.8	3.3
Saskatchewan	3.1	3.0	2.2	1.0	2.1		-3.7	0.0	4.0	9.3	1.5
Alberta	2.5	3.0	2.7	1.6	2.2		-4.0	5.1	4.6	5.3	3.2
Colombie-Britannique	2.8	1.1	2.0	0.5	1.5		3.6	3.5	4.6	3.9	3.2
Canada	2.0	2.0	1.9	0.7	1.5		3.5	4.8	4.4	4.4	3.1
	Emploi (croissance en %)						Taux de chômage (%)				
Terre-Neuve-et-Labrador	1.7	2.7	-0.2	1.0	0.4		9.8	10.0	10.2	9.5	9.3
Île-du-Prince-Édouard	6.2	3.6	1.0	2.8	1.2		7.3	7.8	8.0	7.5	7.0
Nouvelle-Écosse	2.7	3.2	0.3	0.8	0.4		6.4	6.5	6.6	6.8	6.8
Nouveau-Brunswick	3.4	2.8	1.3	1.1	0.4		6.6	7.1	7.1	7.2	7.2
Québec	2.9	0.9	1.7	-0.4	0.2		4.4	5.4	5.6	5.6	5.6
Ontario	3.1	1.7	1.0	0.3	0.2		5.6	7.0	7.7	7.2	7.0
Manitoba	2.7	2.6	1.7	1.4	0.6		4.9	5.5	5.9	5.6	5.5
Saskatchewan	1.6	2.6	2.5	0.4	1.0		4.7	5.5	5.2	5.8	5.6
Alberta	3.7	2.9	2.8	2.6	1.0		5.9	7.1	7.2	6.6	6.5
Colombie-Britannique	2.6	2.4	1.1	-0.4	0.1		5.2	5.6	6.2	6.5	6.4
Canada	3.0	1.9	1.4	0.4	0.3		5.4	6.4	6.8	6.6	6.5
	Mises en chantier de logements (000)						IPC (Croissance en %)				
Terre-Neuve-et-Labrador	1.0	1.7	1.6	1.6	1.2		3.3	1.8	1.4	2.8	2.0
Île-du-Prince-Édouard	0.8	1.2	1.7	1.9	1.3		2.9	1.9	1.4	2.9	2.2
Nouvelle-Écosse	7.1	7.4	9.8	6.8	7.0		4.0	2.3	2.0	3.2	2.2
Nouveau-Brunswick	4.7	6.2	7.6	7.0	6.5		3.5	2.2	1.7	3.2	2.0
Québec	40.3	48.8	59.4	60.0	58.5		4.5	2.3	2.5	3.1	2.2
Ontario	89.7	74.5	65.2	65.0	59.0		3.8	2.4	1.9	2.5	1.9
Manitoba	7.1	7.2	7.9	8.0	7.0		3.6	1.0	2.7	3.2	2.1
Saskatchewan	4.6	4.3	6.1	5.4	5.0		3.9	1.4	2.1	3.1	2.1
Alberta	35.9	47.7	55.0	45.0	40.0		3.3	2.9	1.9	2.6	1.8
Colombie-Britannique	50.6	45.8	44.1	44.5	41.0		4.0	2.6	2.1	2.5	2.0
Canada	242.0	244.8	258.4	245.2	226.5		3.9	2.4	2.1	2.7	2.0

e: estimé

p: prévision

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

VISION

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
Stratège
416 432-4056

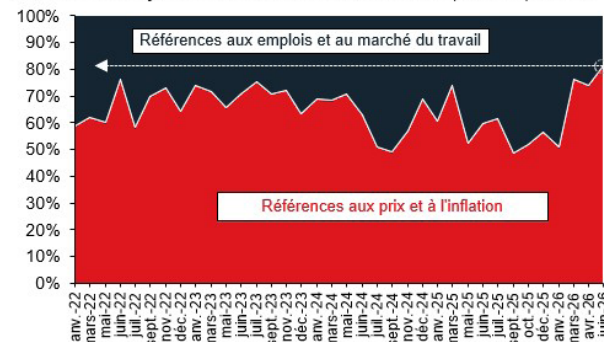
FOMC: Des colombes aux airs de faucons? (9 juillet 2026)

Malgré la récente escalade des tensions au Moyen-Orient, les prix du pétrole ont battu nettement en retraite depuis le printemps. On ne peut pas en dire autant des attentes concernant le taux directeur de la Fed. De fait, la baisse des risques d'inflation à court terme a été éclipsée par une révision générale à la banque centrale; la décision sur les taux de juin a offert un premier aperçu véritable de la Fed sous la présidence de Kevin Warsh. Les responsables de la politique monétaire ont peut-être à nouveau maintenu les taux inchangés, mais, au-delà de la décision qui a fait les manchettes, peu de choses de cette réunion semblaient familières.

Le changement le plus immédiatement apparent concernait le communiqué sur les taux d'intérêt de la Fed. Celui-ci était nettement plus laconique, ayant été abrégé de moitié. Et non seulement a-t-on supprimé le penchant explicite de la Fed pour une baisse des taux (ce qui était généralement attendu), mais tout semblant d'indication prospective a aussi été éliminé. Le geste était bien sûr délibéré et ne devrait pas avoir surpris quiconque connaît un tant soit peu les opinions affichées de longue date par le nouveau président. Il a souvent décrié les indications prospectives et qualifié la communication de la banque centrale de contre-productive pour une saine conduite de la politique monétaire.

La première conférence de presse de M. Warsh plus axé sur l'inflation...

Références aux objectifs du mandat lors des conférences de presse depuis 2022



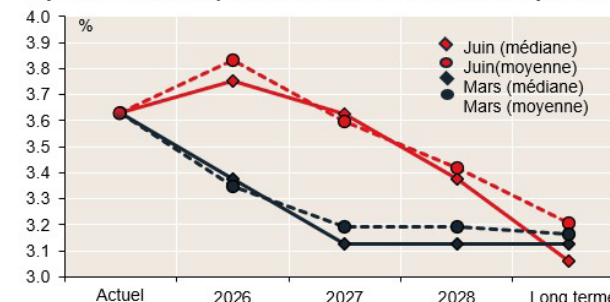
Source : BNC, FRB | Nota : Le décompte inclut les questions posées à MM. Powell/Warsh

Un changement était aussi évident à la conférence de presse, puisque les commentaires de M. Warsh portaient de manière disproportionnée sur la stabilité des prix, plutôt

que sur l'autre volet du mandat, l'emploi maximum. Cela concordait aussi avec des prises de parole antérieures – notamment, à l'audience de confirmation devant le Sénat. En apparence, une concentration plus grande sur l'inflation impliquera une plus grande nécessité d'une politique plus restrictive, particulièrement puisque la détente antérieure avait été motivée par la fragilité du marché du travail.

Un virage apparemment vers plus de restriction à la Fed

Projection médiane et moyenne des fonds de la Fed : mars 2026 et juin 2026



Source : BNC, FRB

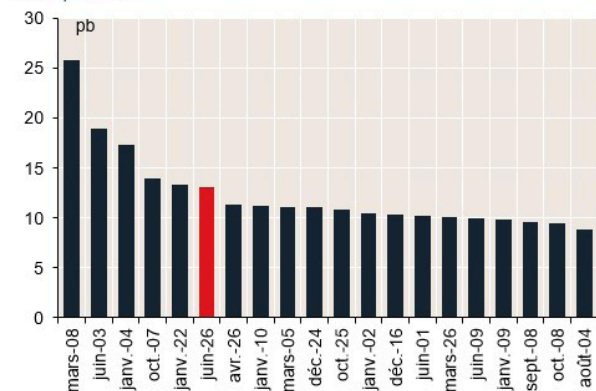
Le virage apparent vers le resserrement n'était pas confiné au seul président du FOMC. Le reste du comité semblait aussi se montrer plus restrictif, d'après le graphique à points mis à jour (auquel M. Warsh n'a pas contribué). La moitié des 18 autres grands argentiers semblent maintenant s'attendre à une hausse des taux cette année, alors que trois mois plus tôt à peine, une majorité s'attendait à une détente monétaire. Ensemble, les développements de la réunion de juin se sont soldés par un des plus forts rajustements des prix des obligations du Trésor américain à court terme de mémoire récente. Alors que l'inflation, selon l'IPC, dépassait le double de la cible de la Fed, la conclusion du marché était simple : des hausses de taux sont sans doute à prévoir.

Nous ne sommes pas tout à fait convaincus. D'une part, le graphique à points est à prendre avec un grain de sel. Au cours des trois dernières années, le taux directeur de la Fed a terminé en dessous de ce que les grands argentiers préoyaient en juin. En d'autres termes, la Fed a eu tendance, du moins du temps de M. Powell, à se montrer restrictive, sans nécessairement donner suite.

Taux d'intérêt et marché obligataire

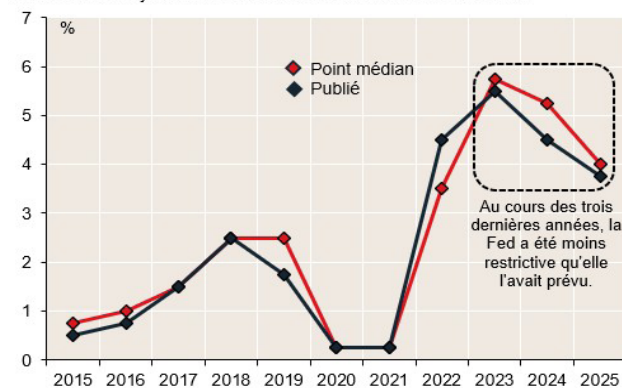
Les débuts de M. Warsh marqués par un important ajustement des prix à court terme...

25 plus fortes augmentations du rendement à 2 ans un jour de décision de la Fed depuis 2000



Des doutes? Empiriquement, il y a des motifs pour cela

Point médian en juin et la cible de taux directeur à la fin de l'année



Plus fondamentalement, les prévisions d'inflation ont nettement changé depuis la dernière réunion de la Fed. Bien que le processus de paix ait achoppé récemment, les prix du pétrole sont encore beaucoup plus proches du niveau d'avant la guerre que des 100 \$US le baril franchis ce printemps. Cela aura des conséquences pour l'inflation de juin, avec une baisse importante par rapport au pic du mois de mai en vue. La stabilité des prix ne sera peut-être pas atteinte en 2026, mais devrait l'être dans un délai d'un an. On pourrait dire – et

nous pensons qu'un certain nombre de responsables le feront – que resserrer la politique aujourd'hui (ou plus tard cette année) reviendrait à livrer la bataille contre l'inflation d'hier.

Pour le marché, l'inflation à 2 % n'est pas loin

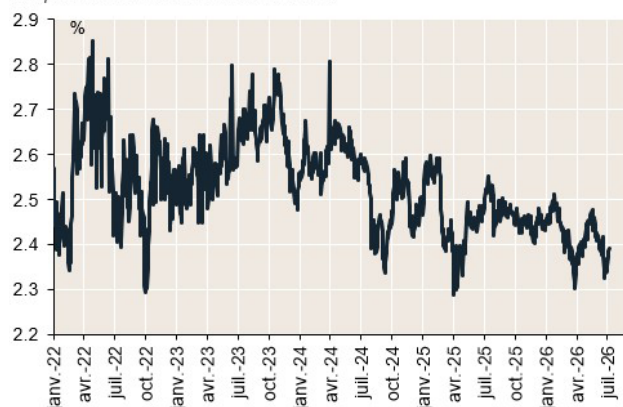
Swap d'inflation US à 1 an



Il faut le reconnaître, il y a quelques signes inquiétants concernant l'inflation de base. Et contrairement à l'indice des prix d'ensemble, il lui faudra un peu plus de temps pour revenir à la cible. Mais il n'y a là rien de neuf et, par le passé, les responsables de la politique monétaire se sont projetés au-delà de ces pressions avec le soutien d'attentes bien contenues en ce qui concerne l'inflation à long terme. Sur ce front, il y a peu de motifs de préoccupation.

Rien d'effrayant dans les attentes d'inflation à long terme

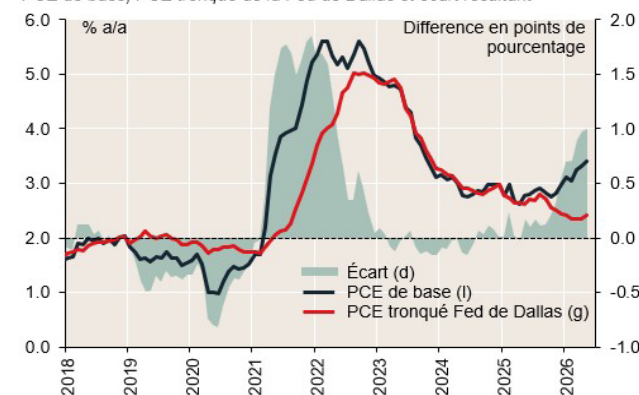
Swaps d'inflation américaine 5 ans/5 ans



Il se pose aussi la question de savoir si les mesures traditionnelles de l'inflation sont bien celles que nous devrions évaluer. Souvenez-vous, M. Warsh a critiqué l'indicateur PCE de base, l'indicateur d'inflation préféré de la Fed, et a dit qu'il préfère les mesures de la moyenne tronquée. Celles-ci se situent aussi au-dessus de la cible, mais 2,4 % (selon l'indicateur de la Fed de Dallas) c'est bien moins préoccupant que les 3 et plus de l'indicateur PCE de base. Finalement, il faudra attendre les recommandations du groupe de travail sur l'inflation instauré par M. Warsh – un des cinq –, mais il n'est pas difficile d'envisager un scénario dans lequel un nouveau prisme sur l'inflation est proposé et adopté. Dans l'état actuel des choses, celui-ci plaiderait contre les hausses de taux auxquelles les investisseurs s'attendent actuellement.

L'indicateur préféré de M. Warsh est moins élevé

PCE de base, PCE tronqué de la Fed de Dallas et écart résultant



Qu'il suffise de dire que nous entrevoyons de la valeur à l'extrémité rapprochée de la courbe des obligations du Trésor américain. Nous ne pensons pas que la Fed resserrera sa politique cette année et continuons de nous attendre à une baisse des taux qui finira par arriver avant la fin de 2027. Quant à l'extrémité éloignée de la courbe, nous sommes moins constructifs, en partie à cause de la création d'un autre des groupes de travail de M. Warsh. Étant donné le scepticisme bien connu du président à l'égard de toute intervention de la Fed sur les marchés des obligations du Trésor, un examen de la politique du bilan n'offrira probablement pas beaucoup de soutien à l'extrémité éloignée de la courbe – même si nous doutons aussi que la Fed soit en mesure de réduire nettement les positions qu'elle détient. Nous continuons de penser que les taux des obligations du Trésor à 30 ans camperont au-dessus

Taux d'intérêt et marché obligataire

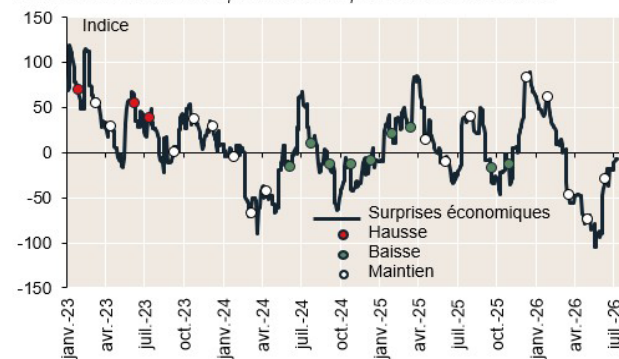
de 5 % dans un avenir prévisible, accentuant davantage la pente de la courbe.

BdC : Sur la touche, face à un dilemme politique

Après un début de premier semestre hésitant, les déceptions statistiques du Canada ont peut-être atteint leur limite. La croissance au deuxième trimestre semble s'améliorer, repoussant l'appréhension d'une « récession technique » dont la rumeur avait émergé après une légère contraction au T1. Les marchés du travail semblent aussi s'être raffermis après un début d'année piteux. Cela ne veut pas dire que l'économie du Canada soit tirée d'affaire, cependant. Il reste beaucoup de ressources économiques inutilisées et d'importants risques géopolitiques qui assombrissent l'horizon, dont des rebonds intermittents des conflits au Moyen-Orient et les négociations de l'ACEUM avec leur cortège d'incertitude. Nous nous attendons par conséquent à ce que la volatilité des statistiques économiques persiste.

Les chiffres sont meilleurs, mais cela ne veut pas dire qu'ils seront bons

Indice Citi canadien des surprises économique et décisions de la BdC

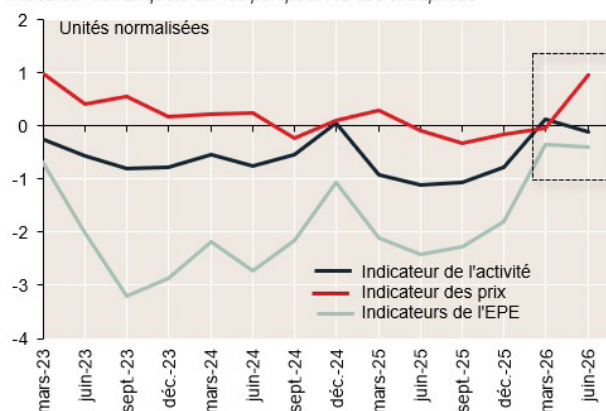


Source : BNC, Bloomberg

Ne cherchez pas plus loin que dans l'*Enquête sur les perspectives des entreprises* (couverte en détail [ici](#)) pour confirmer la médiocrité des conditions économiques. Ces données qualitatives soulignent le « dilemme » politique qui se pose à la Banque du Canada : les pressions des prix montent, même s'il reste des ressources inutilisées avec des capacités excédentaires, des intentions d'embauche timides et des perspectives de chiffre d'affaires peu brillantes, ternies par une consommation sous tension.

La confiance des entreprises sapée par l'impact des prix

Indicateur de l'Enquête sur les perspectives des entreprises



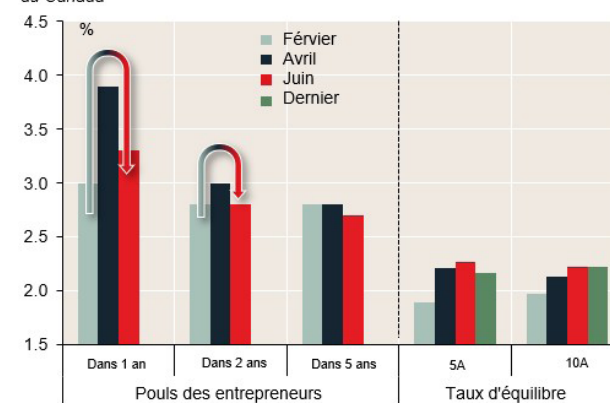
Source : BNC, BdC | Nota : L'indicateur de l'EPE est réévalué tous les trimestres, avec une moyenne historique établie à 0

Alors que les attentes d'inflation semblent alarmantes, l'enquête la plus récente a été menée au cours des trois premières semaines de mai et n'a donc pas capté l'importante baisse des prix du pétrole de juin. Heureusement, le *Pouls des entrepreneurs* qui est plus d'actualité prend cette baisse en compte. Certes, les tensions au Moyen-Orient reprennent, mais, tant que les prix de l'énergie restent bien en dessous de leur niveau haut du printemps, il est peu probable que les attentes d'inflation repartent en flèche. Les taux d'inflation d'équilibre sont aussi redescendus de leur sommet, oscillant juste au-dessus de 2 % à long terme. La Banque continuera de se rassurer, sachant que les attentes sont bien contenues.

Malgré la hausse des prix du brut au moment de rédiger ces notes, on s'attend à une baisse importante de l'IPC d'ensemble au cours des prochains mois. Cela devrait aider à réfréner les attentes d'inflation et limiter les effets indirects, dont la Banque s'est inquiétée. Alors que les pressions de base sont déjà bien contenues, il n'y a guère d'indications d'un élargissement des pressions inflationnistes. Cela a permis à la banque de demeurer patiente, et nous nous attendons à ce que sa patience persiste. Le contexte plus large corrobore cette opinion, puisqu'il reste manifestement des ressources inutilisées, que les pressions sur les capacités sont faibles et que la conjoncture sur le marché du travail est trop faible pour attiser nettement l'inflation.

Les attentes d'inflation ont déjà nettement baissé

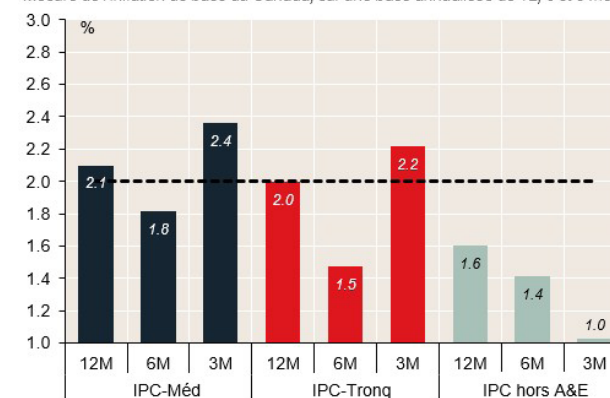
Attentes d'inflation selon le Pouls des entrepreneurs (EPE 2T) et taux d'équilibre du Canada



Source : BNC, BdC, Bloomberg | Nota : Pour les taux d'équilibre, les valeurs de début de mois sont utilisées

Peu de signes de débordement, et une baisse toujours en vue

Mesure de l'inflation de base du Canada, sur une base annualisée de 12, 6 et 3 mois



Source : BNC, Statistique Canada, Bloomberg | Nota : La ligne pointillée indique la cible de la BdC (2 %)

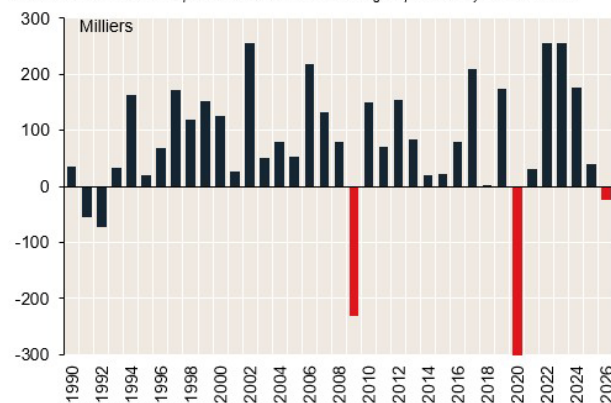
Nous aurons un autre éclairage du marché du travail canadien avec la publication de l'EPA de juin, mais nous ne nous attendons pas à ce qu'elle change beaucoup les perspectives de la BdC. Pour le moment, la création d'emplois n'a pas beaucoup changé cette année (environ 5K par mois) et pour que les ressources inutilisées du marché soient véritablement absorbées, il faudrait une reprise de l'embauche sur plusieurs mois. Comme l'incertitude

Taux d'intérêt et marché obligataire

entourant l'ACEUM continue de plomber certains secteurs, nous ne nous attendons pas à une amélioration généralisée de si tôt. Par conséquent, on peut s'attendre à ce que la Banque maintienne son propos évoquant les deux possibilités à ses prochaines réunions, n'écarter ni des hausses ni des baisses des taux d'intérêt.

L'embauche ne justifiera pas de hausse des taux de si tôt

Variation nette de l'emploi du début de l'année (jusqu'en mai) selon l'EPA



Source : BNC, Statistique Canada, Bloomberg

Étant donné la faiblesse de l'économie et une inflation bien contenue, les marchés des swaps indexés sur le taux à un jour ont à juste titre repoussé les hausses des taux d'intérêt plus loin sur l'horizon. Les prix actuels, qui escomptent une hausse d'environ 50 pb d'ici un an, sont directionnellement appropriés et concordent avec notre prévision d'un retour au neutre d'ici le milieu de 2027. Cela dit, nous parions contre le penchant du marché en faveur d'une hausse des taux *cette année*, puisque nous n'entrevoions pas de telle intervention au moins avant le début de 2027.

Étant donné les risques divergents en matière de taux directeur à court terme de part et d'autre de la frontière, les rendements des obligations gouvernementales canadiennes du Canada sont beaucoup plus riches (et la courbe des taux est plus abrupte) que ceux des obligations du Trésor américain. Si notre prévision des taux directeurs – selon laquelle les taux des deux banques centrales ne bougent pas pendant le reste de 2026 – se matérialise, les obligations du Canada sont positionnées pour être moins performantes pendant le reste de l'année (ce qui devrait offrir un soutien au dollar canadien en difficulté). Mais dans l'immédiat, les valorisations relativement riches devraient persister. Et la courbe des taux relativement accentuée du Canada (p. ex., courbe 2 ans-5 ans)

devrait s'aplatir comparativement à la courbe des obligations du Trésor des États-Unis.

Les hausses de taux à court terme s'éloignent au Canada, mais pas aux États-Unis

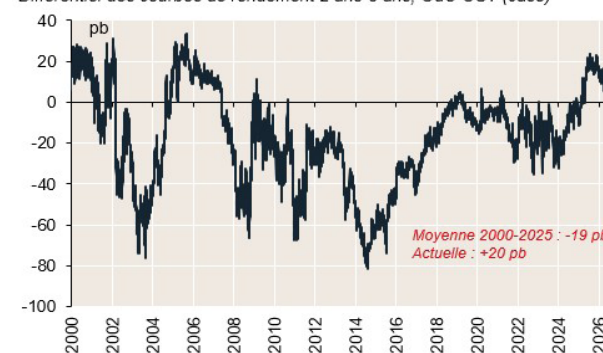
Taux directeurs selon le marché des swaps à la réunion de décembre 2026, depuis le début de l'année



Source : BNC, Bloomberg | Nota : La Fed alignée sur la limite supérieure de la fourchette cible

À courte échéance, la pente de la courbe du Canada est historiquement forte

Différentiel des courbes de rendement 2 ans-5 ans, OGC-UST (case)



Source : BNC, Bloomberg

VISION

Marché boursier
et stratégie de
portefeuille



Stéphane Marion
Économiste et stratège en chef
514 879-3781



Matthieu Arseneau
Chef économiste adjoint
514 879-2252

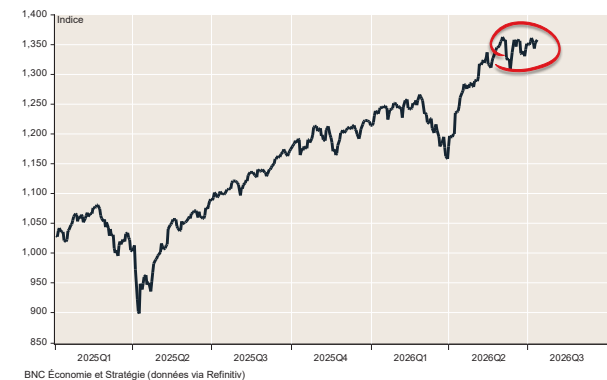


Alexandra Ducharme
Économiste principale
514 412-1865

Monde : Le dividende de paix s'estompe (13 juillet 2026)

La reprise des marchés boursiers mondiaux s'est essoufflée depuis qu'elle a atteint un niveau record début juin. La recrudescence des tensions entre les États-Unis et l'Iran dans le détroit d'Ormuz a marqué l'effondrement d'un cessez-le-feu conclu moins de deux semaines auparavant, réintroduisant une prime de risque géopolitique sur les marchés mondiaux (graphique).

Monde : Le rallye boursier perd de son élan MSCI Monde (TP)



Sans surprise, le ralentissement des marchés boursiers mondiaux a été généralisé, les marchés émergents d'Asie ayant été particulièrement touchés au début du troisième trimestre. Ils restent néanmoins la région la plus performante depuis le début de l'année, avec des gains supérieurs à 25 % (tableau).

Monde : Un ralentissement généralisé Variation du prix du MSCI (en %)

	Mois à date	Trimestre à date	Année à date
MSCI Monde (TP)	0,4	0,4	11,8
MSCI Monde	0,8	0,8	10,5
MSCI États-Unis	1,0	1,0	10,6
MSCI Canada	1,5	1,5	11,8
MSCI Europe	-0,5	-0,5	7,9
MSCI Pacifique hors Japon	2,2	2,2	5,0
MSCI Japon	0,6	0,6	19,6
MSCI MÉ	-2,2	-2,2	22,8
MSCI MÉ EMOA	1,3	1,3	1,8
MSCI MÉ Amérique latine	2,1	2,1	7,0
MSCI MÉ Asie	-2,9	-2,9	27,6

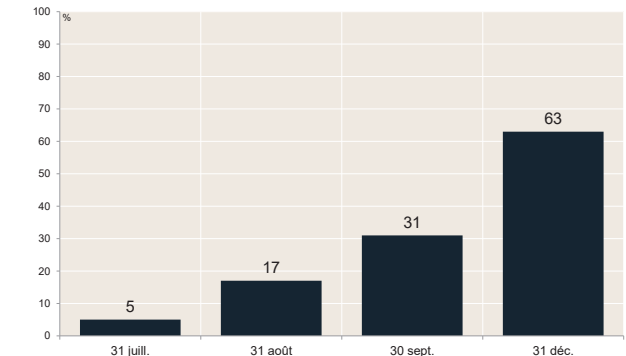
10/07/2026

BNC Économie et Stratégie (données via Refinitiv)

Plus important encore, cette perturbation pourrait ne pas être de courte durée. Les marchés de paris suggèrent qu'il y a peu de chances que le trafic dans le détroit d'Ormuz revienne à la normale avant l'automne (graphique).

Monde : Une normalisation peu probable avant l'automne

Probabilité selon Polymarket d'un retour à la normale du trafic dans le détroit d'Ormuz par date (au 12 juillet)



Les attaques dans le détroit d'Ormuz ont été suivies, le 8 juillet, d'un rappel qu'un autre conflit lié à l'énergie est toujours en cours. L'interdiction d'un mois imposée par la Russie sur les exportations de diesel, annoncée alors que les attaques de drones ukrainiens contre ses raffineries s'intensifiaient, a aggravé les inquiétudes concernant l'approvisionnement sur un marché déjà perturbé par l'incertitude entourant les flux pétroliers du Moyen-Orient. Cela a son importance : la Russie représente environ 10 % de l'approvisionnement mondial en diesel. La réaction des prix a été brutale, les contrats à terme sur le diesel à très faible teneur en soufre aux États-Unis bondissant de 11,6 %, leur plus forte hausse journalière en quatre ans¹. Sur un marché du diesel tendu, les perturbations à l'étranger peuvent encore resserrer les équilibres nationaux, faire grimper les prix à la consommation et raviver les craintes d'inflation (graphique).

¹ (Page 24) - Voir [ici](#)

Marché boursier et stratégie de portefeuille

Monde : Les prix de l'énergie de retour à l'avant-plan

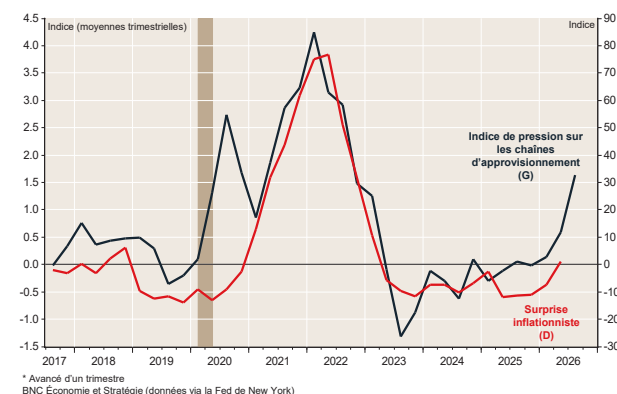
Prix du WTI et prix de détail du diesel aux É.-U. (moyenne nationale)



Les récentes évolutions concernant les produits pétroliers raffinés ne feront qu'intensifier les tensions sur les chaînes d'approvisionnement mondiales, qui ont atteint au deuxième trimestre 2026 leur plus haut niveau depuis 2022. Cela laisse entrevoir de nouveaux risques à la hausse pour l'inflation dans les mois à venir (graphique).

Monde : Les chaînes d'approvisionnement mondiales sous pression

Indice de pression sur les chaînes d'approvisionnement de la Fed de NY et de surprise inflationniste mondiale

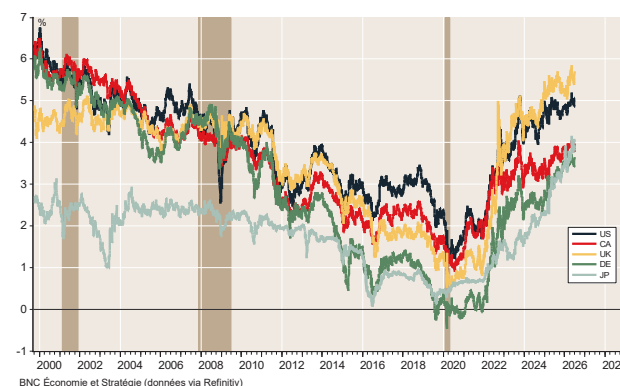


Les surprises à la hausse potentielles en matière d'inflation, combinées à une flambée des émissions d'obligations souveraines alors que les gouvernements augmentent leurs dépenses d'infrastructures et de défense, ne laissent guère entrevoir une baisse des rendements des obligations d'État (voir notre plus récent *mensuel obligataire*). Cela est d'autant plus vrai que les coûts d'emprunt se situent déjà à des

niveaux historiquement élevés dans des pays tels que les États-Unis, le Royaume-Uni et le Japon (graphique).

Monde : Les taux obligataires à un sommet générationnel

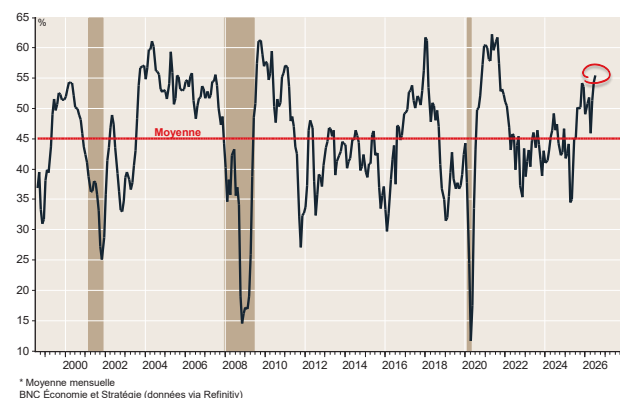
Taux obligataire à 30 ans : Canada, États-Unis, Royaume-Uni, Japon et Allemagne



Dans ce contexte — et alors que la prime de risque des actions est déjà très faible, comme nous l'avons souligné le mois dernier — la croissance des bénéfices sera déterminante pour l'orientation des marchés boursiers mondiaux. Pour l'instant, les perspectives en matière de bénéfices restent favorables : les révisions à la hausse ont atteint 55 % du total des révisions début juillet, ce qui représente la proportion la plus élevée de révisions positives depuis la reprise post-COVID et se situe bien au-dessus de la moyenne historique de 45 % (graphique).

Monde : Les plus larges révisions positives des bénéfices post-COVID

Révisions à la hausse en proportion du total des révisions de bénéfices* pour le MSCI ACWI



Cet optimisme grandissant se traduit par des prévisions de bénéfices de plus en plus ambitieuses. Une croissance du BPA supérieure à 20 % est prévue pour la plupart des grandes régions en 2026, tandis que l'Europe et le Japon devraient afficher des hausses de 17 % et 14 % respectivement (tableau).

Monde : Croissance du BPA supérieure à 20 % attendue

Croissance du BPA : résultats passés et prévisions

	2025	2026	2027	2028	12 mois à venir
MSCI Monde (TP)	10,1	27,8	17,6	12,5	21,2
MSCI Monde	10,1	22,0	16,2	13,0	18,3
MSCI États-Unis	14,0	24,6	19,3	14,7	21,2
MSCI Canada	15,5	25,7	8,6	7,2	14,5
MSCI Europe	-0,4	17,3	10,4	10,3	13,1
MSCI Pacifique ex Japon	7,5	68,2	25,0	10,2	37,6
MSCI Japon	0,0	13,8	14,8	12,7	13,6
MSCI MÉ	10,4	61,5	23,7	10,4	35,2
MSCI MÉ EMOA	17,0	21,9	12,4	6,5	15,3
MSCI MÉ Amérique latine	-0,1	28,9	4,6	7,0	13,3
MSCI MÉ Asie	10,7	74,3	27,4	11,2	41,0

10/07/2026

BNC Économie et Stratégie (données via Refinitiv)

Aux États-Unis, une grande partie de la croissance attendue du BPA, supérieure à 20 %, dépendra des performances du secteur des technologies de l'information, qui représente désormais 38 % du S&P 500 et se trouve au cœur de la révolution industrielle de l'IA. Les prévisions de croissance du BPA sur douze mois pour ce secteur ont été revues à la hausse d'un record de 14 points de pourcentage au cours des trois derniers mois, dont six points de pourcentage au cours des quatre dernières semaines seulement (tableau).

S&P 500 : Révisions à la hausse record du BPA pour les TI

Révisions sur un et trois mois des attentes de croissance du BPA sur 12 mois, par secteur*

	Variation sur 3 mois		Variation sur 1 mois		Diffusion sur 1 mois (% en hausse)	
	Variation sur 3 mois	Moyenne historique 10 ans	Variation sur 1 mois	Moyenne historique 10 ans	Diffusion sur 1 mois	Moyenne historique 10 ans
S&P 500	7,3	0,0	2,1	0,0	61 %	50 %
ÉNERGIE	26,6	1,6	0,2	0,0	47 %	49 %
MATÉRIAUX	7,4	-0,8	0,4	-0,3	58 %	44 %
INDUSTRIE	1,5	-2,2	0,3	-0,7	74 %	51 %
CONS. DISC.	2,7	-1,3	-0,2	-0,5	42 %	47 %
CONS. DE BASE	-0,1	-0,7	-0,1	-0,2	44 %	44 %
SANTÉ	-0,6	-0,5	0,0	-0,2	52 %	50 %
FINANCE	1,1	0,1	0,4	0,1	76 %	54 %
TI	14,9	1,5	6,0	0,5	72 %	55 %
TÉLÉCOMS	7,4	0,1	0,3	0,1	56 %	44 %
SERVICES PUBLICS	0,3	-0,1	0,0	0,0	59 %	51 %
IMMOBILIER	1,6	ND	0,4	ND	57 %	ND

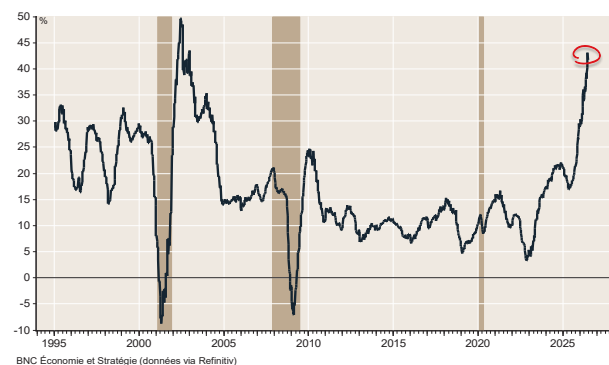
* Points de pourcentage
BNC Économie et Stratégie (données via Refinitiv)

Marché boursier et stratégie de portefeuille

À la suite de ces révisions, le BPA du secteur des technologies de l'information devrait désormais progresser de 42 % au cours des 12 prochains mois — la prévision de croissance la plus forte depuis que les anticipations avoisinaient les 50 % en 2002 (graphique).

S&P 500 : La croissance des bénéfices des TI devrait dépasser 40 %

Attentes de croissance du BPA sur douze mois pour le secteur des technologies de l'information du S&P 500

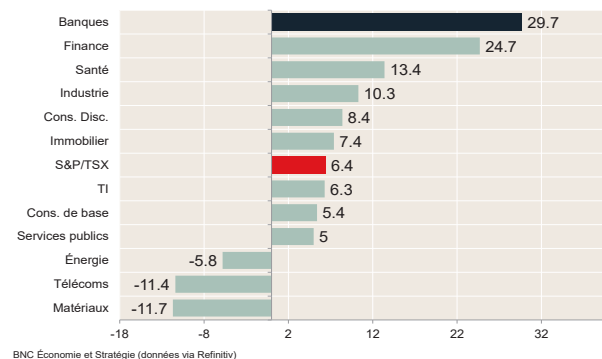


S&P/TSX : Les banques en forte hausse

Le S&P/TSX a poursuivi sa progression début juillet après un solide deuxième trimestre, au cours duquel l'indice de référence canadien a gagné 6,4 %, portant son rendement depuis le début de l'année à 9,9 %. Le secteur financier, qui représente 36 % de la capitalisation boursière de l'indice, a joué un rôle moteur, les banques à elles seules représentant 25 % de cette capitalisation. Le secteur a bondi de 29,7 % au cours du trimestre, contribuant à compenser les baisses à deux chiffres enregistrées dans les secteurs des télécommunications et des matériaux (graphique).

S&P/TSX : Le secteur financier prend les devants au T2

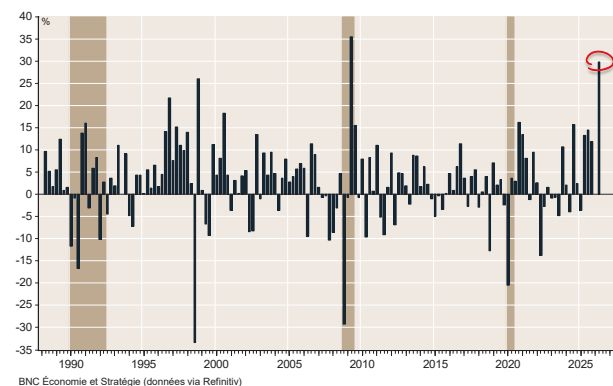
Performance des prix, points de pourcentage



La performance des banques au deuxième trimestre a été quasi historique, surpassée uniquement par le rebond de 35,5 % observé au deuxième trimestre 2009 à la suite des pertes subies pendant la crise financière mondiale (graphique).

S&P/TSX Banques : Deuxième meilleur trimestre jamais enregistré

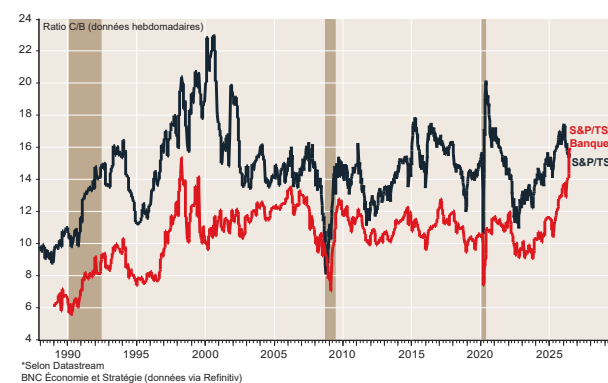
Performance trimestrielle de l'indice S&P/TSX Banques



Cette forte remontée a propulsé le ratio cours/bénéfice prévisionnel des banques canadiennes à 16 fois les bénéfices, son plus haut niveau depuis la fin des années 1980. Pour la première fois depuis que ces données sont enregistrées, le secteur se négocie désormais à un multiple supérieur à celui de l'indice S&P/TSX dans son ensemble (graphique).

S&P/TSX : Les banques se négocient à une prime record

Ratios C/B prévisionnels sur douze mois : Indice S&P/TSX par rapport à S&P/TSX Banques*



Qu'est-ce qui alimente donc l'appétit des investisseurs pour les actions bancaires ? La perspective que les bénéfices dépassent les attentes. À l'heure actuelle, la crois-

sance du bénéfice par action (BPA) des banques sur 12 mois est estimée à seulement 11 %, ce qui la place parmi les plus faibles de tous les secteurs hormis celui des télécommunications et bien en deçà des 18 % attendus pour l'indice S&P/TSX dans son ensemble (tableau).

S&P/TSX : Croissance des bénéfices par secteur

Croissance du BPA : résultats passés et prévisions

	Bénéfice par action					Croissance du BPA (%)		
	2025	2026	2027	12 m écoulés	12 m à venir	2026	2027	12 m à venir
S&P TSX	1626	2119	2354	1924	2264	30	11	18
ÉNERGIE	189	286	280	246	282	52	-2	15
MATÉRIAUX	303	554	655	449	612	83	18	36
INDUSTRIE	242	271	315	258	296	12	16	15
CONS. DISC.	210	238	271	225	256	13	14	14
CONS. DE BASE	526	571	634	546	601	8	11	10
SANTÉ	9	12	12	11	12	34	-1	11
FINANCE	388	434	481	421	467	12	11	11
BANQUES	426	492	542	475	530	15	10	11
TI	29	38	47	35	43	32	21	25
TÉLÉCOMS	84	83	87	83	85	-2	5	2
SERVICES PUBLICS	109	134	153	123	145	23	14	18
IMMOBILIER	98	186	238	150	216	91	28	44

10/07/2026

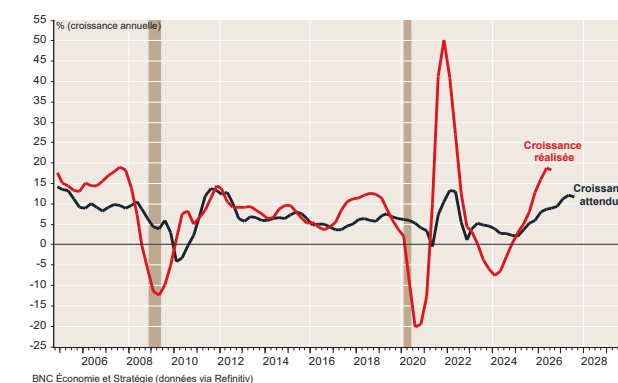
BNC Économie et Stratégie (données via Refinitiv)

N.S. = Non significatif

Cela pourrait bien se vérifier, mais cette prévision de croissance de 11 % reste tout de même bien supérieure à la moyenne de 7,5 % enregistrée au cours de la dernière décennie. La question clé est de savoir si les banques pourront dépasser les attentes au cours d'une année où la population canadienne devrait reculer pour la deuxième année consécutive.

S&P/TSX Banques : Les bénéfices peuvent-ils dépasser les attentes ?

Croissance annuelle réalisée et attendue des bénéfices, données trimestrielles



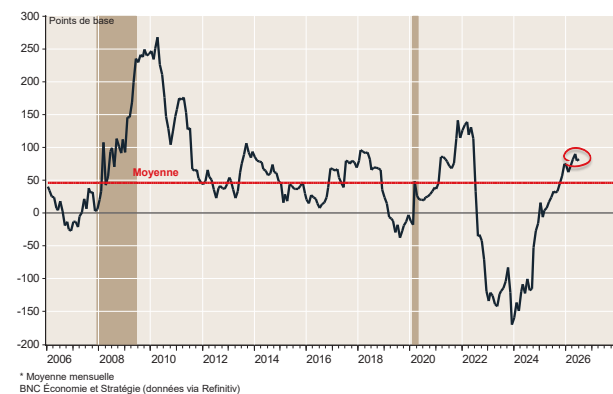
Heureusement, plusieurs facteurs devraient contribuer à compenser ce frein démographique, qui reste concentré

Marché boursier et stratégie de portefeuille

sur les étudiants étrangers, lesquels ont généralement une exposition relativement limitée aux marchés de crédit nationaux. D'une part, la courbe des taux s'est accentuée cette année et reste environ 40 points de base plus pentue que sa moyenne historique, ce qui soutient la rentabilité des banques (graphique).

Canada : La courbe des taux demeure historiquement pentue

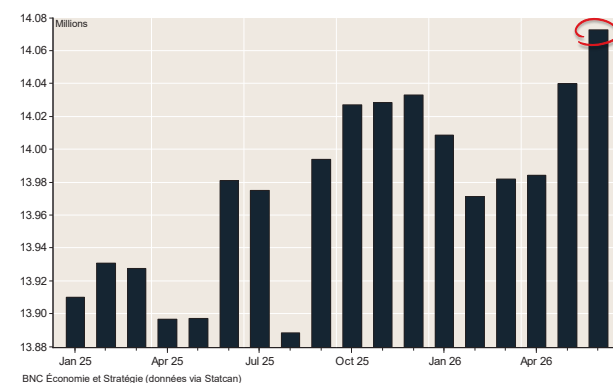
Taux obligataire du Canada à 5 ans moins le taux des bons du Trésor à 3 mois



Deuxièmement, le contexte économique s'améliore. La croissance du PIB semble rebondir et est en passe d'atteindre 2 % ou plus, ce qui constitue une base importante pour une reprise de la création d'emplois. L'emploi chez les travailleurs de 25 à 54 ans a bondi de 88K au cours des deux derniers mois, atteignant un niveau record de 14,1 millions en juin (graphique).

Canada : L'emploi chez les 25-54 ans atteint un sommet record

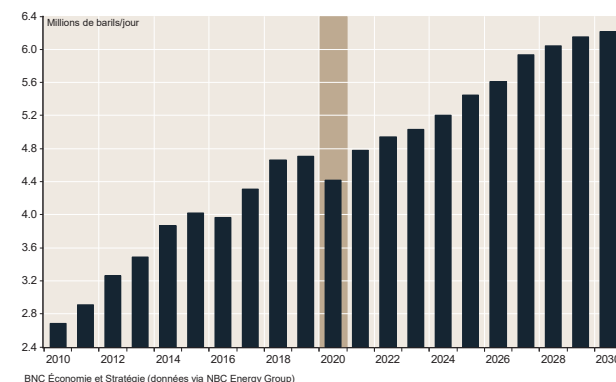
Emploi chez les travailleurs âgés de 25 à 54 ans



Troisièmement, et ce n'est pas le moindre de ces éléments, l'orientation politique d'Ottawa s'est nettement orientée vers la croissance ces derniers mois. Le lancement d'une nouvelle stratégie nationale de l'électricité — visant à doubler la capacité du réseau canadien d'ici 2050 et, surtout, à reconnaître le gaz naturel comme un combustible de transition — a déjà été suivi de l'annonce du premier centre de données à grande échelle du pays : un projet de 932 mégawatts près d'Edmonton. Le 2 juillet, le gouvernement fédéral a également fait un pas en avant vers son ambition de faire du Canada une superpuissance énergétique en approuvant un nouvel oléoduc capable de transporter un million de barils par jour de bitume de l'Alberta vers la Colombie-Britannique en vue de son exportation vers les marchés asiatiques. Selon l'équipe de recherche sur l'énergie de la BNC, la production de pétrole brut du Canada est déjà en passe d'augmenter de plus de 10 % au cours des cinq prochaines années (graphique).

Canada : La production pétrolière augmentera de plus de 10 %

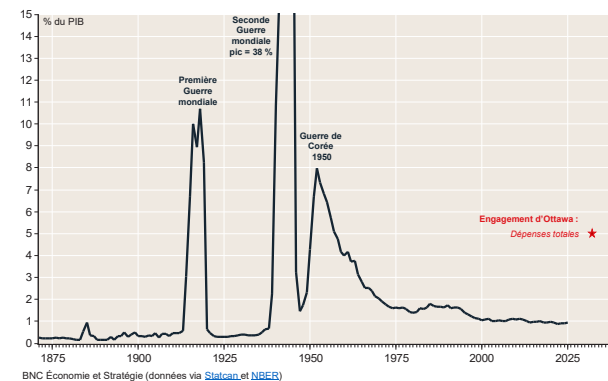
Production canadienne de pétrole brut (moyenne annuelle)



Conjuguées à un nouveau programme d'achats axé sur la reconstruction du secteur de la défense canadien par le biais d'une réindustrialisation nationale, ces initiatives pourraient renforcer considérablement les investissements des entreprises et relancer les flux d'investissements directs étrangers (IDE). Cela serait résolument favorable aux marchés financiers canadiens et, en stimulant la demande de crédit, l'activité de fusions-acquisitions et la croissance économique au sens large, positif pour les résultats des banques.

Canada : « Réindustrialisation par la défense »

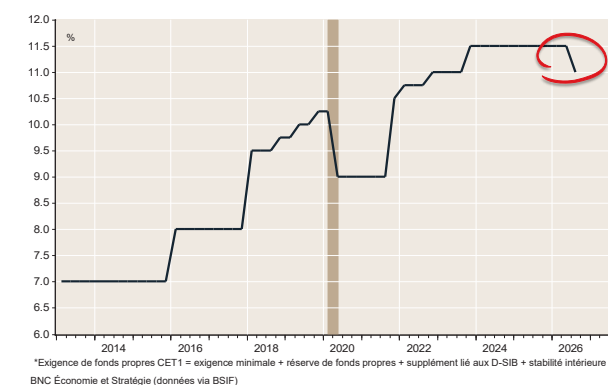
Dépenses de défense en pourcentage du PIB



Enfin, le contexte réglementaire est également devenu plus favorable. La récente réduction de 50 points de base de la réserve pour stabilité intérieure décidée par le Bureau du surintendant des institutions financières offre aux plus grandes banques canadiennes une plus grande flexibilité pour affecter leurs capitaux au crédit, à l'investissement ou aux distributions aux actionnaires — un autre facteur potentiellement favorable aux bénéfices et aux valorisations.

Canada : Le BSIF accorde aux banques une plus grande flexibilité

Exigence de fonds propres CET1*



Marché boursier et stratégie de portefeuille

Répartition des actifs

Notre allocation d'actifs reste inchangée ce mois-ci, notre exposition aux actions demeurant inférieure à l'indice de référence. Les marchés semblent anticiper un recul relativement en douceur de l'inflation, une baisse des rendements obligataires, un cycle d'assouplissement progressif de la part des principales banques centrales et un apaisement ordonné des tensions géopolitiques. Pourtant, l'inflation sous-jacente reste tenace, les primes de risque sur les actions sont comprimées et les prévisions de bénéfices restent ambitieuses. L'incertitude entourant le nouveau cadre de l'ACÉUM pourrait également ralentir le programme de réindustrialisation de Washington, prolonger les contraintes d'approvisionnement et accentuer les pressions inflationnistes. Dans ce contexte, les banques centrales — en particulier la Fed — pourraient rester plus restrictives que ne le prévoient les investisseurs, en maintenant des taux d'intérêt élevés plus longtemps.

Répartition des actifs			
	Indice de référence (%)	Recommandation FBN (%)	Variation (%)
Marché boursier			
Actions canadiennes	20	21	
Actions américaines	20	20	
Actions étrangères (EAEO)	5	3	
Marchés émergents	5	3	
Marché obligataire	45	48	
Liquidités	5	5	
Total	100	100	

BNC Économie et Stratégie

Nous recommandons une exposition supérieure à celle de l'indice de référence aux secteurs de l'énergie et de l'industrie. Ces secteurs sont bien placés pour tirer parti de l'accent renouvelé mis par Ottawa sur le développement des ressources et la réindustrialisation. Nous sommes particulièrement encouragés par la nouvelle Stratégie nationale de l'électricité (SNE) et le projet d'oléoduc récemment annoncé sur la côte ouest, qui témoignent d'une approche plus pragmatique en matière d'énergie. Par ailleurs, nous restons également surpondérés dans les matériaux, y compris les actions aurifères. Bien que le métal jaune ait certes perdu un peu de son éclat depuis le début de l'année, nous estimons que le récent recul l'a ramené vers la limite inférieure de notre fourchette cible de 4 000 \$ à 6 000 \$. Nous continuons de considérer l'or comme une couverture intéressante face à l'incertitude géopolitique accrue, aux risques d'inflation persistants et à l'expansion budgétaire en cours à l'échelle mondiale.

Cela dit, la politique démographique devrait freiner la croissance de la demande dans les secteurs axés sur le marché intérieur — notamment l'immobilier, les biens de consommation discrétionnaires, les biens de consommation de base et les services de communication — qui restent sous-pondérés dans notre portefeuille. À mesure que la croissance démographique ralentit, ces secteurs devraient être confrontés à une dynamique de demande plus modérée.

Rotation sectorielle

Nous maintenons inchangée notre allocation sectorielle au sein des actions canadiennes. Malgré les performances spectaculaires récentes des banques et leurs valorisations élevées, nous ne pensons pas que ce soit le bon moment pour réduire leur pondération dans notre portefeuille de référence. Si les attentes sont devenues plus exigeantes, le contexte macroéconomique et réglementaire est également de plus en plus favorable. Les banques continuent de bénéficier de la reprise économique en cours, d'une courbe des taux pentue, d'un environnement plus favorable aux entreprises à la suite du changement politique à Ottawa, ainsi que de la décision du BSIF d'abaisser la réserve pour stabilité intérieure, adoptant ainsi une posture macroprudentielle plus accommodante.

Rotation sectorielle fondamentale - Juillet/août 2026

Nom (secteur/industrie)	Recommandation	Pondération S&P/TSX
Énergie	Sur-pondérer	16.6%
Équipements et services pour l'énergie	Sur-pondérer	0.2%
Pétrole, gaz et combustibles	Sur-pondérer	16.5%
Matériaux	Sur-pondérer	15.8%
Produits chimiques	Sous-pondérer	1.0%
Emballage et conditionnement	Équiponderer	0.3%
Métaux et minerais *	Sur-pondérer	14.3%
Or	Sur-pondérer	11.0%
Papier et industrie du bois	Équiponderer	0.2%
Industrie	Sur-pondérer	10.6%
Biens d'équipement	Sur-pondérer	3.1%
Services aux entreprises	Équiponderer	2.7%
Transports	Sur-pondérer	4.8%
Consommation discrétionnaire	Sous-pondérer	3.1%
Automobiles et composants automobiles	Équiponderer	0.5%
Biens de consommation durables et habillement	Sous-pondérer	0.3%
Services aux consommateurs	Sous-pondérer	0.7%
Distribution	Sous-pondérer	1.5%
Biens de consommation de base	Sous-pondérer	3.2%
Distribution alimentaire et pharmacie	Sous-pondérer	2.9%
Produits alimentaires, boisson et tabac	Sous-pondérer	0.3%
Santé	Équiponderer	0.3%
Équipements et services de santé	Équiponderer	0.3%
Produits pharmaceutiques et biotechnologie	Équiponderer	0.1%
Finance	Équiponderer	36.3%
Banques	Équiponderer	25.4%
Services financiers diversifiés	Équiponderer	3.7%
Assurance	Équiponderer	7.1%
Technologies de l'information	Équiponderer	7.4%
Services de communications	Sous-pondérer	1.6%
Services aux collectivités	Équiponderer	3.6%
Immobilier	Sous-pondérer	1.4%

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

Prévisions Canada			
	Actuel	Cible	
Niveau de l'indice	2026-07-10	T4 2026	
S&P/TSX	35 305	35 700	
Hypothèses		T4 2026	
Niveau: Bénéfices	1924	2000	
Dividendes	758	788	
Ratio C/B passé	18.4	17.9	

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

Prévisions États-Unis			
	Actuel	Cible	
Niveau de l'indice	2026-07-10	T4 2026	
S&P 500	7575	7700	
Hypothèses		T4 2026	
Niveau: Bénéfices	307	315	
Dividendes	81	83	
Ratio C/B passé	24.7	24.4	

* Bénéfices opérationnels du S&P, approche ascendante.

Rendement des marchés boursiers internationaux								
	Rendements en monnaie locale (Indices MSCI en \$ US)				Canadian Dollar Returns (%)			Correlation avec le S&P 500*
	Mois à date	Année à date	1 an	3 ans	Année à date	1 an	3 ans	
Amérique du Nord - Indice MSCI	1.1	10.5	20.6	72.3	14.0	24.7	83.6	1.00
États-Unis - S&P 500	1.0	10.7	20.6	71.8	14.2	24.7	83.1	1.00
Canada - S&P TSX	1.3	11.3	30.4	78.1	11.3	30.4	78.1	0.97
Europe - Indice MSCI	-0.3	5.6	13.6	48.3	9.0	17.5	58.0	0.94
Royaume-Uni - FTSE 100	0.0	5.7	17.0	44.3	8.8	19.6	61.0	0.94
Allemagne - DAX 30	0.3	2.4	2.5	59.9	2.8	3.6	77.4	0.92
France - CAC 40	-0.8	2.3	5.5	16.7	2.7	6.7	29.5	0.71
Suisse - SMI	0.3	7.3	17.3	30.3	8.6	19.7	52.8	0.90
Italie - Milan Comit 30	1.1	17.6	28.6	60.4	18.1	29.9	77.9	0.90
Pays-Bas - Amsterdam	0.4	14.0	16.9	43.5	14.4	18.2	59.1	0.92
Zone Pacifique - Indice MSCI	1.4	13.2	25.0	50.7	16.8	29.2	60.6	0.95
Japon - Nikkei 225	-2.2	36.2	72.9	113.0	36.2	61.8	98.8	0.90
Australie - All ordinaries	0.2	-0.2	2.0	24.9	7.3	11.7	38.9	0.94
Hong Kong - Hang Seng	5.7	-5.7	0.6	30.8	-3.3	4.1	39.2	0.86
MSCI - Monde	0.9	9.9	19.8	66.1	13.4	23.8	77.0	1.00
MSCI - Monde ex. É.-U.	0.5	8.1	18.3	51.8	11.6	22.3	61.8	0.95
MSCI - EAEO	0.3	8.0	17.2	49.5	11.5	21.2	59.3	0.95
MSCI - Marchés émergents (indice libre)	-1.9	20.4	37.3	72.2	24.3	41.9	83.5	0.94

* Corrélation des rendements mensuels sur 3 ans

Bénéfices sectoriels du S&P 500 - Consensus*													
2026-07-10													
	Pond. S&P500 (%)	Niveau	Variation (%)		Croissance - BPA			C/B			Croissance prévue sur 5 ans	Ratio PEG	Indice de révision **
			3-m	12-m	2026	2027	à 12 mois	2026	2027	à 12 mois			
S&P 500	100	7575.4	11.1	20.6	25.3	19.3	21.6	22.7	19.0	20.0	25.4	0.93	7.32
Énergie	3.05	839.6	-3.9	23.5	64.3	-7.0	14.6	11.9	12.8	12.4	15.9	0.85	26.64
Matériaux	1.82	639.0	-2.8	10.4	40.2	10.8	20.6	18.3	16.5	17.2	14.1	0.83	7.39
Industrie	8.68	1539.8	6.1	20.7	14.4	18.8	18.7	28.3	23.8	25.4	17.2	1.36	1.50
Consommation discrétionnaire	9.26	1914.8	4.1	7.6	14.5	13.6	14.0	27.9	24.5	25.8	14.4	1.85	2.73
Consommation de base	4.56	930.2	-0.1	4.2	6.9	7.3	7.3	22.5	20.9	21.5	8.3	2.95	-0.15
Santé	8.92	1876.8	9.2	18.0	2.4	19.4	12.4	20.0	16.8	18.0	13.3	1.45	-0.56
Finance	12.07	926.8	9.7	5.7	10.4	10.7	10.6	16.1	14.5	15.1	12.7	1.42	1.11
Technologie de l'information	37.66	6790.7	23.3	34.3	52.2	38.6	41.7	27.7	20.0	21.5	43.1	0.51	14.89
Services de télécommunications	9.98	473.0	4.8	27.0	27.7	6.8	14.3	20.5	19.1	19.7	15.7	1.38	7.44
Services publics	2.18	461.1	-3.4	10.0	11.3	9.3	10.1	18.6	17.1	17.7	9.2	1.76	0.27
Immobilier	1.75	286.7	4.3	11.3	14.4	4.3	8.2	39.2	37.6	38.2	18.8	4.69	1.60

* Source I/B/E/S

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

VISION

Analyse sectorielle

Dans cette section,
les tableaux et graphiques
sont basés sur les informations
disponibles au 6 juillet 2026.

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

Secteur	Titre	Symbole	Prix	Cours Cible	Rend. Div.	Rend. Est.	Industrie
Énergie	Cenovus Energy Inc.	CVE	\$34.58	\$57.00	2.54%	67.38%	Pétrole, gaz et combustibles
	Gibson Energy Inc.	GEI	\$28.84	\$33.00	6.24%	20.67%	Pétrole, gaz et combustibles
	Rockpoint Gas Storage Inc.	RGSI	\$29.22	\$35.00	4.49%	24.27%	Pétrole, gaz et combustibles
	Tamarack Valley Energy Ltd.	TVE	\$12.52	\$16.50	1.28%	33.07%	Pétrole, gaz et combustibles
	TerraVest Industries Inc.	TVK	\$119.21	\$170.00	0.67%	43.28%	Équipements et services pour l'énergie
Matériaux	5N Plus Inc.	VNP	\$42.99	\$50.00	0.00%	16.31%	Produits chimiques
	Alamos Gold Inc.	AGI	\$44.86	\$80.00	0.51%	78.84%	Or
	Barrick Mining Corp.	ABX	\$54.21	\$75.00	1.81%	40.16%	Or
	DPM Metals Inc.	DPM	\$51.02	\$79.00	0.45%	55.29%	Or
	Elemental Royalty Corp.	ELE	\$24.20	\$35.00	0.70%	45.33%	Or
	Endeavour Silver Corp.	EDR	\$12.08	\$27.00	0.00%	123.51%	Métaux et minerais
	Faraday Copper Corp.	FDY	\$6.12	\$5.75	0.00%	-6.05%	Métaux et minerais
	Highlander Silver Corp.	HSLV	\$7.27	\$14.00	0.00%	92.57%	Métaux et minerais
	IAMGOLD Corp.	IMG	\$23.57	\$39.00	0.00%	65.46%	Or
	Montage Gold Corp.	MAU	\$17.19	\$20.00	0.00%	16.35%	Or
	NexGold Mining Corp.	NEXG	\$1.29	\$6.00	0.00%	365.12%	Or
	Omai Gold Mines Corp.	OMG	\$2.61	\$4.00	0.00%	53.26%	Or
	Osisko Metals Inc.	OM	\$1.83	\$2.00	0.00%	9.29%	Métaux et minerais
	Pan American Silver Corp.	PAAS	\$64.01	\$116.00	1.56%	82.78%	Or
	Solaris Resources Inc.	SLS	\$11.90	\$22.50	0.00%	89.08%	Emballage et conditionnement
Industrie	ATS Corporation	ATS	\$40.46	\$57.00	0.00%	40.88%	Biens d'équipement
	Boyd Group Services Inc.	BYD	\$138.41	\$265.00	0.45%	91.91%	Services aux entreprises
	CAE Inc.	CAE	\$37.85	\$49.00	0.00%	29.46%	Biens d'équipement
	Dexterra Group Inc.	DXT	\$14.09	\$16.50	2.84%	19.94%	Services aux entreprises
	Element Fleet Management Corp.	EFN	\$29.55	\$50.00	2.03%	71.24%	Services aux entreprises
	Exchange Income Corp.	EIF	\$133.69	\$125.00	2.06%	-4.44%	Transports
	GFL Environmental Inc.	GFL	\$57.61	\$81.00	0.17%	40.77%	Services aux entreprises
	Hammond Power Solutions Inc.	HPS.a	\$333.99	\$355.00	0.33%	6.62%	Biens d'équipement
	Matr Corp.	MATR	\$13.22	\$14.50	0.00%	9.68%	Biens d'équipement
	Mullen Group Ltd.	MTL	\$21.40	\$23.00	3.93%	11.40%	Transports
	RB Global Inc.	RBA	US\$114.09	US\$130.00	1.09%	15.03%	Services aux entreprises
	Savaria Corp.	SIS	\$30.13	\$37.00	1.86%	24.66%	Biens d'équipement
Consommation discrétionnaire	D2L Inc.	DTOL	\$10.56	\$15.00	0.00%	42.05%	Services aux consommateurs
	Dollarama	DOL	\$186.16	\$209.00	0.26%	12.53%	Distribution
	Spin Master Corp.	TOY	\$21.06	\$25.00	2.28%	20.99%	Biens de consommation durables et habillement
Biens de consommation de base							
Santé	Sienna Senior Living Inc.	SIA	\$23.08	\$27.50	4.06%	23.21%	Équipements et services de santé
Finance	Fairfax Financial Holdings Ltd.	FFH	\$2437.34	\$3300.00	0.85%	36.24%	Services financiers diversifiés
	Manulife Financial Corp.	MFC	\$58.81	\$59.00	3.30%	3.62%	Assurances
	Royal Bank of Canada	RY	\$295.29	\$271.00	2.38%	-5.84%	Banques
	Trisura Group Ltd.	TSU	\$46.33	\$59.00	0.00%	27.35%	Assurances
Technologies de l'information	Kinaxis Inc.	KXS	\$153.97	\$200.00	0.00%	29.90%	Logiciels et services
	Shopify Inc.	SHOP	US\$120.17	US\$155.00	0.00%	28.98%	Logiciels et services
Communications	Cineplex Inc.	CGX	\$11.57	\$13.50	0.00%	16.68%	Média
	Rogers Communications Inc.	RCI.b	\$44.74	\$62.00	4.47%	45.28%	Télécommunication
Services aux collectivités	AltaGas Ltd.	ALA	\$52.20	\$60.00	2.56%	17.50%	Services aux collectivités
	Brookfield Renewable Partners L.P.	BEP	US\$33.79	US\$39.00	4.64%	20.06%	Services aux collectivités
Immobilier	Boardwalk REIT	BEI.un	\$67.02	\$80.00	2.53%	21.90%	Real Estate
	StorageVault Canada Inc.	SVI	\$4.73	\$6.25	0.26%	32.39%	Real Estate

La liste de Sélections BNCMC 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 6 juillet 2026

Source: Recherche BNCMC, LSEG

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

RS = Rendement supérieur

RM = Rendement moyen

RI = Rendement inférieur

AO = Recommandation d'accepter l'offre

ER = Recommandation en révision

R = Restriction

Δ = Changement de recommandation par rapport au mois précédent.

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

Cours cible = Cours cible à 12 mois

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

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

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



Gabriel Dechaine
Analyste
416 869-7442

Adjoints :
Noah Hurl-Kohn : 416-867-8958
Pranoy Kurian : 416 507-9568

Sélections

- › Banque Royale du Canada
- › Financière Manuvie

Banques et sociétés d'assurances canadiennes

Banque Royale du Canada – Un RCP d'environ 18 % sous-estimé?

Les résultats du T2 2026 de RY comportaient plusieurs éléments positifs, notamment 1) une performance du crédit meilleure que prévu, avec une baisse des nouveaux prêts douteux dans la plupart des segments; 2) une bonne tenue des marges, particulièrement dans le segment des services aux particuliers et aux entreprises au Canada; et 3) une hausse du dividende de 7% ainsi qu'un nouveau et important programme de rachat d'actions. Malgré la contreperformance de RY par rapport aux banques comparables depuis le début de l'année, dans un contexte où la performance des marges (liée par exemple aux coûts de financement) et du crédit au Canada pourraient revêtir une importance croissante, l'action RY pourrait se distinguer si la ruée vers les valeurs refuge devenait un thème d'investissement prédominant dans le secteur.

Manuvie – Un bon trimestre. Un revirement est nécessaire aux États-Unis pour atteindre le RCP cible

Bien que MFC ait déçu les attentes au T1 2026, d'importants points saillants (positifs) sont à souligner, dont nous pensons qu'ils feront une différence pour l'avenir. Tout d'abord, les résultats inférieurs aux attentes étaient dus à quelques facteurs mineurs (comme la baisse des commissions de rendement en gestion de patrimoine, et des revenus d'investissement). Chose plus importante, nous estimons que ce trimestre a permis de lever deux incertitudes majeures : 1) les résultats techniques en matière de mortalité aux États-Unis, qui nuisaient jusqu'à présent à l'expansion du RCP, ont évolué d'une situation de pertes à des gains; et 2) la région Asie a enregistré une croissance du bénéfice supérieure à 20 %, soutenue par un rebond de la dynamique des ventes à Hong Kong.

	Symb.	Cote du titre	Δ	Cap.	Actions	Dernier	BPA dilué			C/B		VCPA			C/C		Div.	Cours	
				bours.	e.c.	Cours	exercice	dernier	est.	est.	dernier	est.	est.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	%	cible
				(M)	(M)	7/6	déclaré	exerc.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	trimest.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2		12 mois
Banques																			
Banque de Montréal	BMO	RM		173,052	700	250.15	10/2025	12.16	14.41	16.77	17.4	14.7	111.17	112.99	121.69	2.2	2.0	2.8%	236.00
Banque Scotia	BNS	RM		148,166	1,231	123.49	10/2025	7.09	8.26	9.26	15.0	13.0	62.95	64.63	68.78	1.9	1.8	3.7%	106.00
CIBC	CM	RM		147,800	915	163.77	10/2025	8.61	10.21	11.25	16.0	14.4	63.77	64.94	69.06	2.5	2.3	2.6%	152.00
Banque Royale du Canada	RY	RS		405,276	1,390	295.29	10/2025	14.43	16.40	18.65	18.0	15.8	93.28	96.31	103.50	3.0	2.8	2.4%	271.00
Banque Toronto-Dominion	TD	RS		280,541	1,671	171.32	10/2025	8.37	9.65	11.11	17.8	15.4	68.22	69.59	73.54	2.4	2.3	2.6%	162.00
Banque Laurentienne	LB	R		1,805	45	40.21	10/2025	3.00	R	R	R	R	55.38	R	R	R	R	4.7%	R
EQB	EQB	RM		5,743	42.5	137.43	10/2025	8.90	9.32	12.58	14.7	10.9	81.46	87.34	93.39	1.6	1.5	1.8%	120.00
Assurances																			
Great-West Lifeco	GWO	RM		82,982	904	91.80	12/2025	5.03	5.53	5.94	16.5	15.4	28.41	30.22	33.02	3.0	2.8	2.9%	73.00
iA Groupe Financier	IAG	RM		17,959	89	203.19	12/2025	12.96	13.66	15.13	14.9	13.5	79.90	81.73	89.96	2.5	2.3	2.2%	179.00
Financière Manuvie	MFC	RS		97,958	1,666	58.81	12/2025	4.21	4.56	5.09	12.9	11.6	26.30	27.78	30.78	2.1	1.9	3.3%	59.00
Financière Sun Life	SLF	RS		62,221	554	112.26	12/2025	7.45	8.10	8.97	14.0	12.6	41.10	44.25	48.59	2.6	2.3	3.3%	108.00
Sagicor Financial	SFC	RS		1,162	136	8.53	12/2025	1.45	1.28	1.48	9.5	8.3	10.01	10.65	11.49	1.1	1.1	4.8%	13.00

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, BNCCM



Baltej Sidhu
Stratège
403 290-5627

—
Adjointe :
Anh Le : 403 290-5625

Sélections

- › 5N Plus
- › Hammond Power
- › Brookfield Renewable Partners

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

Les actions des sociétés d'infrastructures d'énergies renouvelables que nous couvrons ont dégagé des rendements contrastés ces deux dernières années, en partie à cause de conditions météorologiques défavorables et de la hausse des coûts de construction. 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 les impacts liés aux droits de douane restent incertains pour les fabricants exposés aux ventes aux États-Unis, HPS.A subit aussi des pressions, toutefois largement contrebalancées par l'émergence des centres de données comme facteur positif clé pour le carnet de commandes et la croissance des activités à long terme. VNP, de son côté, offre une exposition différenciée aux matériaux spécialisés, avec un fort pouvoir de fixation des prix et des contrats à long terme qui lui assurent une visibilité sur sa croissance et la résilience de son bénéfice.

■ 5N Plus Inc. (VNP : TSX; Rendement supérieur; cours cible de 50 \$) :

5N Plus (VNP) est une société active dans le secteur des matériaux spécialisés qui fournit des semiconducteurs de grande pureté et des matériaux de haute performance à des marchés finaux critiques et à forte valeur ajoutée, notamment l'énergie renouvelable, l'aérospatiale, l'industrie pharmaceutique, l'imagerie médicale, la sécurité et les applications industrielles de pointe. Bien qu'essentiels à la performance de ses clients, les produits de VNP ne représentent qu'une faible part du coût des produits finaux (habituellement environ 5 % à 10 % du coût des modules photovoltaïques à couches minces et des satellites), ce qui assure à l'entreprise un pouvoir de fixation des prix durable et une solide résilience de ses marges. La société a fondamentalement transformé son profil de revenus; auparavant centrée sur les matériaux cycliques et dépendants des produits de base, elle s'est forgé une expertise dans les matériaux spécialisés à forte valeur ajoutée, qu'elle fournit à des clients sous contrats à long terme, dans une dynamique favorable de l'offre et de la demande. Les semiconducteurs spécialisés représentent désormais environ 73 % de son chiffre d'affaires, qui repose sur deux principaux moteurs de croissance : 1) le solaire terrestre, où VNP est le fournisseur exclusif de tellure de cadmium (CdTe) pour les activités américaines de FSLR, et dont le volume devrait doubler en 2025/2026E (par rapport à 2023/2024), puis croître encore de 25 % en 2027/2028E; et 2) le solaire spatial, où AZUR est active sur un marché en situation de sous-appvisionnement structurel, avec une capacité entièrement vendue jusqu'en 2026E, largement engagée pour 2027E, et des commandes jusqu'en 2030E. L'investissement de 18,1 millions \$ du département américain de la Défense dans l'usine de VNP dans l'Utah améliore la visibilité sur les volumes à destination des chaînes d'approvisionnement des secteurs de la défense et de l'aérospatiale. La volatilité géopolitique fait croître les dépenses de défense américaines, les principaux entrepreneurs évaluant les capacités de VNP dans les domaines du germanium, des détecteurs et de l'optique. Les facteurs favorables dans le secteur de l'infrastructure spatiale soutiennent également la valorisation, la contribution croissante du solaire spatial exposant VNP à l'intérêt accru des investisseurs pour les sociétés de ce secteur cotées en bourse. Le ratio d'endettement a diminué de 2,4x en 2024R à 1,0x, libérant jusqu'à 150 millions \$ pour les fusions-acquisitions. La direction vise des acquisitions ciblées et rentables dans des niches structurellement en croissance et à forte valeur ajoutée – une approche validée par l'expérience AZUR, qui a fait tripler son BAIIA en moins de quatre ans après l'acquisition.

■ Hammond Power Solutions Inc. (HPS.A : TSX; Rendement supérieur; cours cible de 355 \$) :

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 sectoriels favorables provenant du rapatriement des chaînes de fabrication, de l'électrification et de la demande grandissante de centres de données (environ 30 % des ventes fin 2025). HPS a augmenté sa capacité de chiffre d'affaires à environ \$1.0 milliard, avec une capacité supplémentaire de près de \$100 millions maintenant achevée, puis encore \$100 millions environ en cours. 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 (dégageant 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 55 % des ventes). La société a récemment acquis l'entreprise néerlandaise AEG Power Solutions au cours d'une transaction au comptant seulement valorisée à 365 millions \$, étendant ainsi ses capacités au-delà de son champ d'action traditionnel dans le secteur des transformateurs, pour inclure l'électronique de puissance critique et les solutions d'alimentation intégrées. 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 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.

■ Brookfield Renewable Partners (BEP : NYSE; Rendement supérieur; cours cible de 39 \$ US) :

BEP est l'une des plus importantes plateformes d'énergies renouvelables diversifiées au monde, avec une capacité installée d'environ 47 GW répartie dans près de 25 pays. Elle offre aux investisseurs une exposition progressive à la production d'électricité sous contrat, avec une croissance visible et des flux de trésorerie diversifiés dans les secteurs de l'hydroélectricité, de l'éolien, du solaire, du nucléaire et du stockage d'énergie. BEP compte investir entre 9 et 10 milliards \$ à un horizon de cinq ans, dont environ la moitié dans des projets de développement interne à rendement élevé. La direction table sur une croissance annuelle des FPE par part de plus de 10 %, soutenue par un plan ambitieux d'expansion des capacités d'environ 10 GW par an jusqu'en 2027. Soulignons que plus de 95 % de ses projets de développement sont liés aux grands marchés des centres de données, où la visibilité sur la demande d'électricité est la plus forte. Cela positionne BEP au cœur de la croissance structurelle de la demande liée à l'IA et à l'électrification. Les grands accords conclus récemment, notamment un contrat de 10,5 GW avec Microsoft et un contrat d'hydroélectricité de 3 GW avec Google, témoignent de la capacité de BEP à faire affaire durablement avec des contreparties de grande qualité. Sa participation à un projet nucléaire américain d'environ 80 milliards \$ US élargit son offre de base, complète son parc hydroélectrique et fait croître ses projets de stockage d'énergie par batteries (environ 48 GW, soit plus de 20 % des projets totaux). Le chiffre d'affaires de BEP est indexé sur l'inflation à hauteur de près de 70 %, offrant une protection naturelle en cas d'inflation élevée, ce qui, conjugué à des perspectives de renouvellement de contrats hydroélectriques de 5 TWh au cours des cinq prochaines années, soutient l'objectif de croissance annuelle des distributions de 5 % à 9 % que s'est fixé la direction. La société est bien positionnée pour atteindre des rendements totaux de 12 % à 15 % grâce à une croissance des FPE d'au moins 10 %, des hausses des distributions d'environ 5 % et un potentiel de croissance lié à son portefeuille de fusions-acquisitions de plus de 100 milliards \$.

Symb.	Cote du titre	Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 7/6	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B		Ventes par action			C/V		Valeur compt.	Ratio d'endet.	Cours cible		Δ
							(A)	est.	est.			(A)	est.	est.							
							Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2					
Technologie énergétique																					
5N Plus	VNP	RS	3,871.6	90	42.99	12/2025	0.61	0.64	0.89	66.9	48.1	4.34	5.28	6.36	8.1	6.8	2.12	0.38	50.00	↑	
Algonquin Power	AQN	RS	4,310.0u	772	5.58u	12/2025	0.34u	0.34u	0.41u	16.2	13.7	3.15u	3.64u	3.82u	1.5	1.5	6.53u	0.56	7.00u	↓	
Anaergia	ANRG	RS	484.2	176	2.75	12/2025	0.04	0.04	0.10	nmf	28.1	1.02	1.58	1.74	1.7	1.6	0.32	0.19	5.00		
Ballard Power Systems	BLDP	RM	1,038.4u	300	3.46u	12/2025	(0.29)u	(0.12)u	(0.06)u	nmf	nmf	0.33u	0.48u	0.65u	7.1	5.3	1.96u	0.04	4.75u		
Boralex	BLX	R	3,802.4	103	37.00	12/2025	0.07	R	R	R	R	8.26	R	R	R	R	R	R	R		
Brookfield Renewable Energy	BEP	RS	22,468.1u	665	33.79u	12/2025	0.00u	0.00u	0.00u	nmf	nmf	5.33u	5.69u	6.05u	5.9	5.6	12.07u	0.51	39.00u	↑	
Hammond Power Solutions	HPSa	RS	3,976.1	12	333.99	12/2025	6.07	6.00	10.52	55.7	31.7	75.45	111.48	138.53	3.0	2.4	29.57	0.11	355.00	↑	
NanoXplore	GRA	RM	273.0	171	1.60	06/2025	-0.06	-0.06	-0.01	nmf	nmf	0.76	0.65	0.83	2.5	1.9	0.58	0.19	2.80		
Northland Power	NPI	RS	5,644.0	261	21.60	12/2025	-0.64	0.97	1.66	22.2	13.0	9.36	9.39	8.86	2.3	2.4	16.24	0.60	28.00		
Polaris Renewable	PIF	RS	326.7	21	15.63	12/2025	(0.13)u	(0.04)u	0.02u	nmf	nmf	3.85u	3.70u	3.75u	4.2	4.2	11.45u	0.40	20.00		
Tantalus Systems	GRID	RS	260.1	51	5.08	12/2025	(0.02)u	(0.01)u	0.00u	nmf	nmf	1.06u	1.13u	1.20u	4.5	4.2	0.15u	-1.23	7.00		

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

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

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

u = dollars US



Matt Kornack
Analyste
416 507-8104

—
Adjoints :
Michael Keene: 416-867-8944
Miranda Stapleton: 416-507-8934



Giuliano Thornhill
Analyste
416 507-8108

—
Adjoint :
Moussa Elsayed : 416 864-0557

Sélections

- › *StorageVault Inc.*
- › *Sienna Senior Living*
- › *Boardwalk REIT*

FPI – Faits saillants du mois de juin

► **Primaris REIT – La mise à jour opérationnelle et en termes de répartition du capital présente la feuille de route de la croissance à moyen terme :**

Nous avons participé à une visite des actifs de Primaris (Oshawa Centre) et avons révisé notre modèle afin de tenir compte des récentes transactions ainsi que de la mise à jour opérationnelle communiquée par la FPI. Cette mise à jour portait essentiellement sur les contributions attendues au BNE des activités de location, sur les récentes transactions (ventes et achats d'actifs) et sur l'évaluation de la valeur de monétisation potentielle des terrains excédentaires. En ayant pris connaissance, nous sommes confortés dans notre opinion déjà positive concernant la dynamique locative et nos attentes relatives à l'espace laissé vacant par HBC. Nous relevons notre cours cible, qui correspond désormais à notre estimation de la valeur liquidative (nous avons relevé notre estimation du taux d'occupation normalisé afin de refléter une plus grande certitude en matière de location).

► **Immobilier – Thématique industrielle : À la recherche de facteurs prédictifs de la demande**

Après avoir examiné un certain nombre de données économiques et leur corrélation avec la demande industrielle (mesurée par l'absorption des espaces), ce rapport thématique constitue le premier d'une série de mises à jour périodiques. Notre objectif est de suivre les indicateurs qui, selon nous, ont des propriétés prédictives pour les besoins en espaces à court terme. Sur le plan de la méthodologie, nous avons analysé des indicateurs mensuels et trimestriels de l'activité économique afin de définir un ensemble d'indicateurs avancés de l'absorption d'espaces industriels au Canada.

Dans l'ensemble, les récentes tendances de l'activité économique laissent entrevoir une amélioration de la demande, la plupart (7 sur 10) des indicateurs avancés affichant une tendance à la hausse. Ces indicateurs annoncent généralement l'absorption à un horizon de deux à trois trimestres, ce qui se traduit habituellement par une hausse des taux d'occupation un à trois trimestres plus tard. Bien que cette étude se concentre sur les facteurs de la demande, la situation de l'offre s'est également améliorée après l'essor des livraisons provoqué par la pandémie. L'une des principales conclusions de notre analyse est la relation inverse entre l'absorption des surfaces industrielles et la croissance démographique, ce qui donne à croire que cette dernière est toujours corrélée à une amélioration de l'activité économique et à une expansion de l'emploi.

► **H&R REIT – La saga continue, les spéculations vont bon train, mais les caractéristiques fondamentales et la rationalisation du portefeuille favorisent la faisabilité d'une transaction**

Nous nous retrouvons dans une situation familière concernant H&R : une fuite dans la presse concernant une transaction potentielle, mais aucune offre concrète. Cela dit, cette fois-ci, nous n'avons pas d'objection à conserver le titre à ces niveaux compte tenu de la décote toujours importante par rapport à la valeur liquidative et d'une meilleure appréciation des caractéristiques fondamentales, tant sur le marché américain des appartements que sur celui des immeubles industriels canadiens. Que Blackstone soit ou non l'acquéreur final de H&R, la direction de la FPI et les actionnaires semblent disposés à conclure une transaction; de plus, le portefeuille est aujourd'hui moins diversifié, avec une concentration des actifs dans deux segments, dont nous estimons qu'ils présentent des perspectives de croissance à plus long terme attrayantes.

Matt Kornack		Cote du		Cap. bours.	Cours	Distributions par part			Rend. des distributions				FPE dilués			C/FPE			12 mois				
						est.	est.		est.	est.	courant	est.	est.	est.	est.	est.		Cours	Rend.				
		Symb.	titre	Δ	(M)	Analyste	7-6	2025	2026	2027	2025	2026E	2027E	annualisé	2025	2026	2027	2025	2026	2027	VAN	Cible	total ⁽¹⁾
Détail																							
Choice Ppties REIT	CHP.un	RM	↔	\$13,711	Thornhill	\$16.51	\$0.76	\$0.77	\$0.77	4.6%	4.7%	4.7%	4.7%	\$1.05	\$1.08	\$1.09	15.7x	15.3x	15.2x	\$16.00	\$16.50	4.6%	↔
RioCan REIT	REI.un	RS	↔	\$6,666	Komack	\$22.86	\$1.11	\$1.16	\$1.16	4.9%	5.1%	5.1%	5.1%	\$1.54	\$1.57	\$1.64	14.9x	14.6x	14.0x	\$23.20	\$24.25	11.1%	↔
SmartCentres REIT	SRU.un	RM	↔	\$5,418	Thornhill	\$30.39	\$1.85	\$1.85	\$1.85	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	\$2.19	\$2.17	\$2.26	13.9x	14.0x	13.5x	\$28.60	\$28.00	-1.8%	↔
First Capital REIT	FCR.un	RM	↔	\$5,083	Komack	\$23.37	\$0.86	\$0.89	\$0.91	3.7%	3.8%	3.9%	3.9%	\$1.32	\$1.37	\$1.49	17.7x	17.1x	15.7x	\$23.55	\$24.40	8.3%	↔
CT REIT	CRT.un	RM	↔	\$4,433	Thornhill	\$18.60	\$0.89	\$0.95	\$0.96	4.8%	5.1%	5.1%	5.1%	\$1.36	\$1.43	\$1.47	13.7x	13.0x	12.6x	\$18.00	\$17.75	0.6%	↔
Crombie REIT	CRR.un	RS	↔	\$3,315	Thornhill	\$17.69	\$0.89	\$0.90	\$0.91	5.0%	5.1%	5.1%	5.1%	\$1.31	\$1.36	\$1.39	13.5x	13.0x	12.7x	\$18.10	\$18.25	8.3%	↔
Primaris REIT	PMZ.un	RS	↔	\$3,140	Komack	\$22.33	\$0.84	\$0.88	\$0.88	3.8%	3.9%	3.9%	3.9%	\$1.79	\$1.86	\$2.00	12.5x	12.0x	11.2x	\$23.80	\$24.00	11.4%	↑
Automotive Ppties REIT	APR.un	RM	↔	\$668	Thornhill	\$12.11	\$0.80	\$0.82	\$0.82	6.6%	6.8%	6.8%	6.8%	\$1.02	\$1.10	\$1.13	11.9x	11.1x	10.7x	\$13.90	\$12.50	10.0%	↔
Bureau & Diversifié																							
Allied Properties REIT	AP.un	RM	↔	\$2,018	Komack	\$10.31	\$1.80	\$0.72	\$0.72	17.5%	7.0%	7.0%	7.0%	\$1.88	\$0.97	\$1.08	5.5x	10.7x	9.5x	\$11.15	\$10.50	8.8%	↔
DREAM Office REIT	D.un	RM	↔	\$356	Komack	\$18.70	\$1.00	\$1.00	\$1.00	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	\$2.41	\$2.44	\$2.71	7.8x	7.7x	6.9x	\$22.70	\$19.50	9.6%	↔
H&R REIT	HR.un	RS	↔	\$3,119	Komack	\$11.14	\$0.60	\$0.60	\$0.60	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	\$1.14	\$0.98	\$0.98	9.8x	11.3x	11.4x	\$15.10	\$12.00	13.1%	↔
BTB REIT	BTB.un	RM	↔	\$346	Komack	\$3.89	\$0.30	\$0.30	\$0.30	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	\$0.42	\$0.41	\$0.43	9.2x	9.4x	9.1x	\$4.00	\$3.90	8.0%	↔
Industriel																							
Granite REIT	GRT.un	RS	↔	\$5,895	Komack	\$97.20	\$3.30	\$3.55	\$3.55	3.4%	3.7%	3.7%	3.7%	\$5.92	\$6.44	\$6.75	16.4x	15.1x	14.4x	\$99.90	\$110.00	16.8%	↔
DREAM Industrial REIT	DIR.un	RS	↔	\$4,127	Komack	\$14.29	\$0.70	\$0.70	\$0.70	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	\$1.04	\$1.08	\$1.14	13.7x	13.3x	12.5x	\$16.85	\$16.25	18.6%	↔
Nexus Industrial REIT	NXR.un	RM	↔	\$771	Komack	\$8.14	\$0.64	\$0.64	\$0.64	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	\$0.74	\$0.76	\$0.83	11.0x	10.8x	9.8x	\$9.40	\$8.50	12.3%	↔
PRO REIT	PRV.un	RM	↔	\$609	Komack	\$7.25	\$0.45	\$0.45	\$0.45	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	\$0.51	\$0.50	\$0.57	14.3x	14.4x	12.7x	\$7.05	\$7.00	2.8%	↔
Appartements																							
CAP REIT	CAR.un	RS	↔	\$5,519	Komack	\$35.78	\$1.45	\$1.55	\$1.55	4.1%	4.3%	4.3%	4.3%	\$2.54	\$2.59	\$2.66	14.1x	13.8x	13.5x	\$47.05	\$42.50	23.1%	↔
Boardwalk REIT	BEI.un	RS	↔	\$3,373	Komack	\$67.02	\$1.44	\$1.62	\$1.80	2.1%	2.4%	2.7%	2.7%	\$4.65	\$4.71	\$4.89	14.4x	14.2x	13.7x	\$86.80	\$80.00	22.1%	↔
Killam Apartment REIT	KMP.un	RS	↔	\$2,345	Komack	\$18.79	\$0.70	\$0.70	\$0.70	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	\$1.23	\$1.23	\$1.29	15.3x	15.3x	14.6x	\$21.70	\$20.00	10.2%	↔
InterRent REIT	IIP.un	AO	↔	\$1,885	Komack	\$13.48	\$0.40	\$0.40	\$0.40	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	\$0.63	\$0.64	\$0.66	21.3x	21.2x	20.3x	\$11.70	\$13.55	3.5%	↔
Minto Apartment REIT	MI.un	AO	↔	\$1,112	Komack	\$17.83	\$0.50	\$0.53	\$0.53	2.8%	3.0%	3.0%	3.0%	\$0.96	\$0.99	\$0.97	18.5x	18.0x	18.5x	\$16.40	\$18.00	4.0%	↔
Northview Residential REIT	NRR.un	RM	↔	\$643	Komack	\$16.70	\$1.09	\$1.09	\$1.09	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	\$2.00	\$2.15	\$2.30	8.4x	7.8x	7.3x	\$25.35	\$19.00	20.3%	↔
BSR REIT	HOM.u	RM	↔	US\$456	Komack	US\$11.75	\$0.18	\$0.56	\$0.56	1.5%	4.8%	4.8%	4.8%	US\$0.79	US\$0.75	US\$0.81	14.9x	15.7x	14.6x	US\$13.05	US\$12.50	11.1%	↔
GO Residential REIT	GO.u	RS	↔	US\$628	Komack	US\$9.47	\$0.32	\$0.64	\$0.64	-	6.7%	6.7%	6.7%	-	US\$0.94	US\$1.04	-	10.1x	9.1x	US\$16.30	US\$13.50	49.3%	↔
Résidences pour personnes âgées																							
Chartwell Retirement	CSH.un	RS	↔	\$7,573	Thornhill	\$23.21	\$0.61	\$0.61	\$0.61	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	\$0.97	\$1.15	\$1.24	23.8x	20.3x	18.7x	\$22.02	\$26.50	16.8%	↔
Vital Infrastructure Ppty Trust	VITL.un	RM	↔	\$1,412	Thornhill	\$5.63	\$0.36	\$0.36	\$0.36	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	\$0.44	\$0.44	\$0.49	12.9x	12.7x	11.4x	\$6.95	\$6.30	18.3%	↔
Sienna Sr. Living	SIA	RS	↔	\$2,447	Thornhill	\$23.08	\$0.94	\$0.94	\$0.94	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	\$1.26	\$1.34	\$1.46	18.3x	17.3x	15.8x	\$25.10	\$27.50	23.2%	↔
Extendicare	EXE	RS	↔	\$3,538	Thornhill	\$37.30	\$0.50	\$0.50	\$0.53	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%	\$1.31	\$1.78	\$2.02	28.5x	21.0x	18.4x	\$29.70	\$40.00	8.7%	↔
Entreposage libre-service																							
SmartStop Self Storage REIT	SMA	RS	↔	US\$1,948	Komack	US\$32.80	US\$1.60	US\$1.60	US\$1.60	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	US\$1.80	US\$1.93	US\$2.08	18.3x	17.0x	15.8x	US\$41.50	US\$37.50	19.2%	↔
StorageVault Canada	SVI	RS	↔	\$1,900	Komack	\$4.73	\$0.01	\$0.01	\$0.01	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	\$0.24	\$0.27	\$0.30	19.4x	17.7x	15.5x	\$6.45	\$6.25	32.4%	↔
MHC																							
Flagship Communities REIT	MHC.u	RS	↔	US\$534	Komack	US\$21.09	US\$0.56	US\$0.56	US\$0.65	2.7%	2.7%	3.1%	3.1%	US\$1.44	US\$1.56	\$1.79	14.7x	13.5x	11.8x	US\$28.90	US\$25.50	24.0%	↔

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

Source: Rapports des sociétés, BNMC, LSEG

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

u = dollars américains

**Vishal Shreedhar**Analyste
416 869-7930—
Adjoint :

Anshul Agarwala : 416 869-6767

Sélection› *Dollarama Inc.***Aritzia Inc. (TSX: ATZ)**■ **Nous tablons sur un BPA de 0,87 \$, pour un consensus de 0,88 \$ et un résultat de 0,42 \$ il y a 12 mois**

(1) Notre attente d'une croissance du BPA de 108 % reflète une accélération de la solide croissance des ventes à établissements identiques (VÉI), des ouvertures nettes de nouvelles boutiques sur les douze derniers mois (+16 a/a), une expansion de la marge brute (incluant l'amortissement; +275 pb a/a, à 49,9 %), un levier des FVGA (incluant l'amortissement; en baisse de 50 pb a/a, à 33,0 %) et un taux d'imposition en légère baisse (impact d'environ 0,02 \$ sur le BPA), en partie contrebalancés par une augmentation des frais d'intérêt (loyers; +15,8 % a/a). (2) Nous tablons sur une croissance des VÉI de 30,0 %, pour un consensus de 30,8 %; elle était de 19,3 % douze mois plus tôt. Nous nous attendons à un chiffre d'affaires de 923 millions \$, concordant avec la projection consensuelle (663 millions \$ un an plus tôt). Rappelons qu'ATZ s'attend à un chiffre d'affaires de l'ordre de 900 à 925 millions \$. (3) Nous anticipons un BAIIA (non corrigé des normes IFRS) de 172 millions \$, conforme à l'estimation consensuelle; il était de 95 millions \$ un an plus tôt. (4) ATZ doit publier ses résultats le 9 juillet 2026.

■ **Accélération de la croissance des VÉI et expansion de la marge de BAIIA attendues**

(1) BNMC table sur une accélération de la croissance des ventes à établissements identiques (+27,7% au T4 2026) sur la base de nos données pour le Canada et des données de Bloomberg pour les États-Unis. Nous pensons qu'ATZ continue de remporter des parts de marché en Amérique du Nord. Nous continuons de nous attendre à ce que les revenus du commerce en ligne profitent des améliorations apportées au site Internet, de la nouvelle application et de la nouvelle plateforme internationale de commerce en ligne. (2) Rappelons qu'ATZ table sur une amélioration de la marge brute au T1 2027 d'environ 225-275 pb a/a et du taux de FVGA de près de 50-100 pb a/a; nous nous attendons à une bonification de la marge brute issue du levier des coûts fixes et des améliorations à la marge sur le prix de revient (IMU), en partie contrebalancée par un impact négatif d'environ 200 pb dû aux droits de douane. (3) Notre examen des commentaires des détaillants de vêtements permet d'anticiper un effet positif sur les marges d'une baisse des droits de douane par rapport au régime prévu par l'IEEPA, au moins jusqu'au 24 juillet 2026, cet effet étant en partie contrebalancé par les attentes de hausse des coûts du fret (et, dans certains cas, une augmentation des initiatives de marketing/promotions).

■ **Maintien de notre thèse de placement**

La force d'ATZ lui vient de la productivité supérieure de ses magasins (la meilleure du groupe de détaillants de vêtements que nous suivons), soutenue par la promesse de sa marque et le contrôle rigoureux des stocks (maintenus auprès de vendeurs ayant fait leurs preuves). Nous estimons que la valorisation à prime d'ATZ se justifie par ses résultats d'exploitation supérieurs à long terme et ses perspectives de croissance accélérée (ventes et marges).

■ **Cote Rendement supérieur; notre cours cible passe de 171 \$ à 175 \$**

Nous valorisons Aritzia à 16,5 fois notre estimation du BAIIA 2028/2029E (IFRS 16). La hausse de notre cours cible reflète la révision à la hausse de nos estimations.

	Symb.	Cote du titre	Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 7/6	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B		BAIIA			VE/BAIIA		Valeur compt.	Ratio d'endet.	Cours cible	
								(A)	est.	est.			(A)	est.	est.					12 mois	Δ
								Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2				
Grands magasins																					
Canadian Tire	CTCa.TO	RM		10,442	53.0	195.02	01/2026	13.77	15.94	17.57	12.2	11.1	2,169	2,284	2,367	6.7	6.5	109.56	0.47	205.00	
Dollarama	DOL.TO	RS		51,035	274.5	186.16	02/2026	4.70	5.14	5.82	36.2	32.0	2,398	2,628	2,886	21.4	19.5	5.30	0.78	209.00	↑
Carburant et autres																					
Couche Tard	ATD.TO	RS		84,019	918.9	90.97	04/2026	3.10	3.30	3.65	19.4	17.5	6,714	6,919	7,167	9.9	9.5	17.75	0.45	102.00	↑
Habillement																					
Gildan	GIL.TO	RS		13,479	185.2	73.60	12/2025	3.51	4.35	5.46	11.9	9.5	926	1,466	1,682	8.8	7.7	18.40	0.58	101.00	↓
Groupe Dynamite	GRGD.TO	RS		6,132	114.4	50.93	01/2026	2.25	3.07	3.67	16.6	13.9	478	628	748	10.1	8.5	0.00	0.90	91.00	↓
Aritzia	ATZ.TO	RS		18,096	120.2	150.13	03/2026	3.25	4.55	5.47	33.0	27.4	802	1,052	1,210	17.5	15.2	0.00	0.23	175.00	↑
Épiceries																					
Empire Company	EMPa.TO	RM		10,926	226.5	48.77	05/2026	3.24	3.60	3.92	13.6	12.4	2,500	2,618	2,735	7.1	6.8	22.09	0.60	55.00	↑
Loblaw	L.TO	RS		72,481	1178.2	61.69	01/2026	2.43	2.60	2.83	23.8	21.8	7,533	7,765	8,068	10.0	9.7	9.38	0.32	67.00	
Metro	MRU.TO	RM		18,928	213.0	89.46	09/2025	4.76	4.76	5.60	18.8	16.0	1,265	1,291	1,337	18.4	17.7	32.67	0.31	105.00	
Transformation des aliments																					
Saputo	SAP.TO	RM		16,547	412.2	40.91	03/2026	1.81	2.10	2.27	19.4	18.1	1,661	1,774	1,817	11.1	10.8	16.5	0.29	44.00	
Premium Brands Holdings	PBH.TO	RM		4,451	51.7	85.96	12/2025	4.57	6.27	7.98	13.7	10.8	671	891	1,017	9.2	8.1	44.6	0.62	108.00	
Maple Leaf Foods	MFI.TO	RS		3,838	128.3	30.68	12/2025	1.09	1.67	1.90	18.4	16.1	476	539	573	7.3	6.9	10.8	0.45	37.00	
Commerce de détail spécialisé																					
Pet Valu	PET.TO	RM		1,282	68.9	18.56	01/2026	1.61	1.58	1.77	11.8	10.5	257	251	266	7.3	6.9	1.33	0.86	22.00	
Restaurants																					
MTY Food Group	MTY.TO	RS		866	22.8	37.40	11/2025	3.87	4.96	4.49	7.5	8.3	262	249	249	5.6	5.6	37.39	0.39	49.00	

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, BNCCM



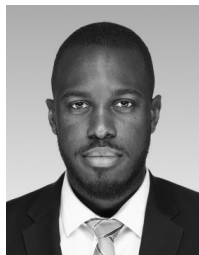
Shane Nagle, CFA
Analyste
416 869-7936

—
Adjoints :
Evan Fingerhut : 416 869-8049
Sameer Keswani : 416 869-8029



Rabi Nizami
Analyste
416 869-7925

—
Adjoint :
Roberto Rossi: 416 869-6537



Mohamed Sidibé
Analyste
41 869-6436

—
Adjoint :
Kristian Koschany: 416 507-8123



Andrew Dusome
Analyste
44 07 950 651 021

Sélections

- › *First Quantum Minerals (FM : TSX, cote Rendement supérieur; cours cible de 47,00 \$ CA)*
- › *Ero Copper Corp. (ERO : TSX, cote Rendement supérieur; cours cible de 50,00 \$ CA)*
- › *Métaux Osisko (OM : TSX; cote Rendement supérieur; cours cible de 2,00 \$ CA)*
- › *Solaris Resources (SLS : TSX; cote Rendement supérieur; cours cible de 22,50 \$ CA)*
- › *Faraday Copper (FDY : TSX, cote Rendement supérieur; cours cible de 5,75 \$ CA)*

Les prix du cuivre reculent face à un dollar plus fort; l'incertitude macroéconomique demeure

En juin, les prix du cuivre ont atteint 6,37 \$ US/livre en début de mois au LME, avant de fluctuer à la hausse et à la baisse, car la hausse des prix de l'énergie et des coûts de fret, conjuguée à une baisse confiance des entreprises, a nui aux attentes en termes d'activité industrielle, notamment pour les économies importatrices d'énergie. Le marché des produits de base a connu de nouvelles turbulences en milieu de mois, lorsque le nouveau gouverneur de la Réserve fédérale a laissé entrevoir d'éventuelles hausses des taux, ce qui a provoqué un nouveau renforcement du dollar.

Les prix élevés du pétrole observés plus tôt cette année devraient nuire aux perspectives de croissance mondiale à court terme; le FMI a récemment revu à la baisse sa prévision de croissance pour 2026 à 3,1 %, contre 3,3 % en janvier. De son côté, la Banque mondiale table désormais sur une inflation de 4,9 % en 2026, qu'elle estimait auparavant à 3 %.

Les difficultés du secteur immobilier chinois continuent de peser sur les perspectives de la demande à court terme : les investissements immobiliers y ont chuté de 16,2 % a/a (sur la période janvier-mai), tandis que les mises en chantier et les livraisons de projets ont reculé respectivement de 22,6 % et de 23,4 %. Ce ralentissement s'est propagé au-delà du secteur immobilier, les investissements dans les infrastructures et le secteur de la fabrication s'étant également contractés au cours du T2, reflétant une demande intérieure plus faible et un ralentissement de l'activité liée aux projets. Des rapports indiquent également que la valeur des logements dans de grandes villes comme Pékin et Shanghai s'est effondrée de plus d'un tiers par rapport au niveau maximal, ce qui signifie que les emprunteurs/propriétaires doivent rembourser davantage sur leurs prêts hypothécaires que la valeur réelle de leurs biens. Cette hausse de la dette hypothécaire pourrait se répercuter sur les dépenses dans d'autres secteurs de consommation tels que les VÉ et l'électroménager et, à terme, dans des secteurs industriels comme les installations d'énergies renouvelables et les investissements dans le réseau électrique.

Nous continuons d'observer une accumulation constante des stocks du COMEX, qui ont atteint environ 666 337 tonnes à la fin du mois de juin, alors que les stocks du LME et du SHFE ont légèrement diminué sur la même période. Les stocks cumulés des bourses américaines représentent désormais 67 % des stocks mondiaux en bourse, comparativement à environ 20 % en janvier 2025, avant l'apparition des premières craintes liées aux droits de douane. Selon nous, cette hausse des stocks aux États-Unis a donné lieu à un déficit artificiel dans d'autres régions, faisant ainsi monter les prix malgré l'affaiblissement de la demande. Le marché table sur une structure de droits de douane par paliers aux États-Unis, soit 15 % en 2027 et 30 % en 2028, avec une décision attendue des États-Unis à la mi-2026. Cela dit, les perturbations de l'offre restent au cœur de l'attention, bien que certaines craintes se soient apaisées grâce aux négociations au Moyen-Orient, qui ont entraîné une baisse des prix du soufre. Toutefois, nous estimons que les tensions géopolitiques pourraient resurgir et provoquer des perturbations pour l'offre de cuivre. Le marché anticipe que l'impact le plus notable proviendra de la production africaine par extraction par solvant et électrolyse (SX/EW), puisqu'environ 24 % de l'approvisionnement mondial en soufre transite habituellement par le détroit d'Ormuz. Certains producteurs ont déjà fait état de difficultés d'approvisionnement en acide, les empêchant de se maintenir en activité. La production africaine par extraction par solvant et électrolyse représente actuellement environ 5 % de l'offre mondiale de cuivre et, bien que la production puisse être affectée, nous pensons qu'il existe des mesures à exploiter à court terme, comme la réduction de la consommation et de la récupération d'acide, la lixiviation des résidus et l'approvisionnement en acide auprès de fonderies locales pour limiter l'impact global sur l'approvisionnement en cuivre. Alors que l'impact immédiat sur l'offre est probablement contrebalancé par une destruction correspondante de la demande à l'échelle mondiale, le sentiment de peur qui s'est emparé des marchés relativement aux impacts sur l'offre en matières premières devrait continuer de soutenir les prix du cuivre à court terme.

Selon nous, la situation de l'offre devrait s'améliorer au deuxième semestre de 2026, la production de Grasberg devant remonter à 85 % de sa capacité, pour une normalisation totale d'ici fin 2027. Par ailleurs, la vente du minerai stocké à la mine de Cobre Panamá (38 millions de tonnes de minerai contenant environ 70 000 t de cuivre) a fait augmenter l'offre; le traitement devrait débuter environ trois mois après réception de l'autorisation réglementaire. Une reprise de l'exploitation est également envisageable, car des négociations doivent être engagées avec le gouvernement du Panamá suite à la conclusion de l'étude environnementale en cours. Nous anticipons également une croissance de l'offre en 2026 grâce aux améliorations et à la monétisation en régime continu des mines de Mantoverde, Chuquicamata Underground, Tucumã, McIlvanna Bay, Florence, Collahuasi, Centinela, Ministro Hales, Quebrada Blanca et Radomiro Tomic, ainsi qu'aux projets d'expansion de Kansanshi et Lumwana.

Premiers choix :

- **First Quantum Minerals (FM: TSX)** – Nous restons optimistes quant aux perspectives financières de la société compte tenu de l'amélioration de son profil d'endettement suite aux cessions de Las Cruces et Çayeli, à la montée en régime de Jansanshi S3 et aux futures ventes issues du traitement des stocks de Cobre Panamá. Plusieurs catalyseurs se profilent d'ici la fin de l'année, notamment les négociations à venir avec le gouvernement du Panamá concernant la réouverture officielle de Cobre Panamá et le dépôt de la demande d'autorisation dans le cadre du RIGI en Argentine pour Taca Taca. Exposée à la hausse des prix du carburant diesel en Zambie, FM met toutefois en œuvre diverses mesures pour optimiser ses processus et réduire sa consommation globale de carburant. Des sources d'approvisionnement supplémentaires sont en cours de sécurisation, et plusieurs initiatives d'optimisation sont exploitées pour réduire la consommation. La hausse des prix de l'or et le potentiel d'augmentation des ventes d'acide devraient contrebalancer en partie ces tensions inflationnistes.
- **Ero Copper Corp. (TKO: ERO)** – Nos prévisions positives reposent toujours sur l'amélioration du profil de FTD d'ici la fin de l'année, la minimisation des risques liés à la hausse des prix du carburant diesel par rapport aux sociétés comparables et une valorisation plus attrayante. S'appuyant sur un bilan solide, la société pourrait être en mesure de redistribuer des capitaux supplémentaires à ses actionnaires ou de s'atteler à la gestion du déclin attendu de sa production jusqu'en 2029, avant de poursuivre la mise en valeur de Furnace. Ero est relativement à l'abri de la hausse des prix du diesel grâce à ses activités au Brésil et à ses activités essentiellement souterraines.
- **Métaux Osisko Inc. (OM : TSX)** – Nous attirons l'attention sur la mise à jour des ressources annoncée en avril 2026, qui les a fait augmenter de 38 % pour atteindre 17 millions de livres équivalent-cuivre, et a porté le niveau de confiance à plus de 80 % dans la catégorie des ressources indiquées. Nous nous attendons à ce que la réévaluation du titre se poursuive au cours des 12 prochains mois grâce à une confiance accrue et à l'augmentation des ressources, qui paveront la voie à une étude d'ingénierie et une étude économique, dont la publication est attendue au deuxième semestre de 2026. Selon nous, les 12 prochains mois seront déterminants pour que le projet Gaspé gagne en popularité en vue de son acquisition à terme, et pour qu'il soit potentiellement reconnu comme l'un des projets prioritaires du Canada.
- **Solaris Resources. (SLS: TSX)** – Nous considérons Warintza comme un projet de mise en valeur d'envergure mondiale. Grâce à ses ressources en surface de grande ampleur, à ses paramètres économiques attrayants, au soutien du gouvernement de l'Équateur et aux accords signés avec les communautés locales, nous estimons que peu d'éléments pourraient dissuader une grande société minière d'envisager son acquisition après l'approbation de l'étude d'impact environnemental au premier semestre de 2026. Concernant les sociétés de mise en valeur, les ratios d'acquisition antérieurs ont pu atteindre 0,8x à 1,0x, des ratios plus élevés étant même attribués aux projets les plus avancés situés dans des régions stables.
- **Faraday Copper Corp. (FDY: TSX)** – Avec l'acquisition de San Manuel auprès de BHP qui devrait être clôturée au T3 2026, nous considérons que Faraday progresse vers la création d'un district cuprifère à longue durée de vie (plusieurs décennies), situé dans une région favorable à l'activité minière de premier plan et soutenu par des investisseurs de référence solides tels que BHP et le groupe Lundin. L'acquisition de San Manuel ajoute au portefeuille de vastes ressources historiques (non conformes au Règlement 43-101) situées sur des terrains privés jouxtant Copper Creek, qui offriront une flexibilité accrue en termes de progression par phases du projet et d'options à exploiter, tout en ouvrant la voie à une production initiale plus rapide en priorisant la production de cathodes de cuivre. Compte tenu de l'achèvement des vastes campagnes de prospection ciblant la minéralisation en surface et les oxydes à Copper Creek, nous entrevoyons un fort potentiel d'accroissement des ressources en amont de la publication prévue, à la mi-2027, d'une estimation actualisée et combinée des ressources (pour San Manuel et Copper Creek).

Symbole	Cote du Titre	Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 7/6	12 mois		Analyste	BPA			C/B		FTPA			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	
Production																					
Altius Minerals	ALS	RS	-	3,602	55.7	63.72	62.50	-	Nagle	0.49c	0.87c	1.52c	74.4x	42.5x	0.54c	1.07c	1.82c	60.2x	35.6x	39.23	1.6x
Capstone Copper	CS	RS	-	10,120	763.7	13.11	14.00	-	Nagle	0.21u	0.71u	0.97u	13.1x	13.6x	1.18u	1.48u	1.81u	6.3x	5.2x	9.64	1.4x
Champion Iron	CIA	RS	-	2,263	560.0	3.94	5.75	-	Nagle	0.35u	0.11u	0.54u	37.6x	7.5x	0.80u	0.70u	1.22u	5.8x	3.3x	6.90	0.6x
Ero Copper	ERO	RS	-	3,969	104.3	37.46	50.00	-	Nagle	2.13u	3.57u	4.19u	7.5x	9.1x	4.31u	5.15u	5.98u	5.2x	4.5x	36.34	1.0x
First Quantum Minerals	FM	RS	-	33,201	834.2	38.79	47.00	-	Nagle	0.01u	0.48u	1.10u	58.7x	36.3x	1.88u	2.18u	2.71u	12.9x	10.3x	39.26	1.0x
Hudbay Minerals	HBM	RM	-	14,625	444.5	33.16	40.00	-	Nagle	0.67u	1.58u	1.57u	14.6x	20.9x	1.93u	2.39u	2.63u	9.7x	8.8x	29.18	1.1x
Lundin Mining	LUN	RM	-	30,066	855.4	34.80	43.50	-	Nagle	0.83u	1.27u	1.30u	19.5x	27.0x	1.90u	2.38u	2.49u	10.4x	9.9x	31.24	1.1x
Sheritt International	S	ER	-	84	703.4	0.12	ER	-	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	ER	ER
Teck Resources	TECKb	RM	-	42,406	492.4	87.34	92.50	-	Nagle	3.10c	5.04c	4.02c	17.1x	21.4x	4.98c	12.10c	10.98c	7.1x	7.8x	63.81	1.4x
Trekor Metals	TKO	RS	-	3,620	365.6	9.89	12.00	-	Nagle	0.08c	0.48c	0.84c	20.5x	11.8x	0.69c	1.10c	1.56c	9.0x	6.4x	10.65	0.9x
Sociétés de mise en valeur																					
Arizona Metals	AMC	RM	-	22	137.7	0.16	0.25	-	Nizami	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.63	0.3x
Bravo Mining	BRVO	RS	-	434	137.0	3.17	7.50	-	Nizami	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	9.57	0.3x
Faraday Copper	FDY	RS	-	1,716	280.4	6.12	5.75	-	Dusome	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	5.67	1.1x
Ivanhoe Electric Inc.	IE	RS	-	2,118	157.5	13.45	30.00	-	Dusome	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	23.38	0.6x
Lumina Metals Corp.	LMCU	RS	-	1,112	107.8	10.31	20.00	-	Dusome	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	27.70	0.4x
Marimaca Copper	MARI	RS	-	1,016	133.7	7.60	14.00	-	Dusome	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	14.15	0.5x
NGEx Minerals	NGEX	RS	-	5,688	216.4	26.28	35.00	-	Nizami	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	36.28	0.7x
Oceanic Iron Ore	FEO	RS	-	182	260.6	0.69	1.70	-	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	1.95	0.4x
Osisko Metals	OM	RS	-	1,376	751.7	1.83	2.00	-	Nizami	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	2.20	0.8x
Pecoy Copper Corp.	PCU	RS	-	339	209.5	1.62	2.75	-	Dusome	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	3.25	0.5x
Solaris Resources	SLS	RS	-	2,063	166.9	11.90	22.50	-	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	27.76	0.4x
Trilogy Metals	TMQ	RM	-	816	171.1	4.77	7.50	-	Nizami	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	8.23	0.6x
Western Copper and Gold	WRN	RS	-	729	225.6	3.23	7.50	-	Nizami	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	9.92	0.3x
Producteurs de minéraux critiques																					
Cameco	CCO.TO	RS	-	60,317	435.5	138.49	180.00	-	Sidibé	1.44c	1.56c	2.76c	89.1x	50.2x	3.24c	1.94c	3.85c	71.4x	36.0x	97.28c	1.4x
Lithium Argentina	LAR.N	RS	-	1302u	164.0	7.94u	14.00u	↑	Sidibé	n/a	0.53u	0.52u	15.0x	15.3x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	12.67c	0.6x
Uranium Energy Corp.	UEC.N	RS	-	5226u	494.9	10.56u	16.00u	↓	Sidibé	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	9.95u	1.1x
Exploration avancée de minéraux critiques																					
American Lithium	LI.V	RM	-	124	255.7	0.49	0.70	-	Sidibé	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.85c	0.6x
Denison Mines	DML.TO	RS	-	4,172	905.0	4.61	6.50	-	Sidibé	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	3.76c	1.2x
IsoEnergy	ISO.TO	RS	-	886	60.7	14.60	20.00	-	Sidibé	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.01u	n/a	1460.0x	18.30c	0.8x
Lithium Americas	LAC.TO	RM	-	1,917	354.4	5.41	7.50	↑	Sidibé	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	6.60c	0.8x
NexGen Energy	NXE.TO	RS	-	9,081	661.9	13.72	20.00	-	Sidibé	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	12.38c	1.1x
Nouveau Monde Graphite	NOU.TO	RS	-	754	329.1	2.29	4.50	-	Sidibé	n/a	0.03u	n/a	73.9x	n/a	n/a	0.04u	n/a	57.3x	n/a	3.73c	0.6x
PMET Resources	PMET.TO	RS	-	1,105	185.9	5.94	9.00	-	Sidibé	n/a	n/a	0.08u	n/a	72.4x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	10.52c	0.6x
Sociétés de redevances sur les minéraux critiques																					
Uranium Royalty Corp.	URC.TO	R	-	586	146.6	4.00	R	-	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R

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

u = dollars US; c = dollars canadiens

Source: Rapports des sociétés, Estimations BNCMC, LSEG

**Don DeMarco**

Analyste
416-869-7572

Adjoints :

Cristian Nunno : 416 507-7070
Amman Patel : 416 525-2168

**Shane Nagle, CFA**

Analyste
416 869-7936

Adjoints :

Evan Fingerhut : 416 869-8049
Sameer Keswani : 416 869-8029

**Rabi Nizami**

Analyste
416 869-7925

Adjoint :

Roberto Rossi : 416 869-6537

**Alex Terentiew**

Analyste
416 433-8053

Adjoints :

Hadi Ahmed : 416 507-8177
Rushika Buck : 416 542-2469

**Andrew Dusome**

Analyste
44 07 950 651 021

Sélections**Producteurs d'or/d'argent :**

- › Alamos Gold Inc. (AGI : TSX, cours cible de 80,00 \$ CA)
- › Société minière Barrick. (ABX : TSX; cours cible de 75,00 \$ CA)
- › DPM Metals (DPM :TSX; cours cible de 79,00 \$ CA)
- › Elemental Royalty Corp. (ELE : TSX; cours cible de 35,00 \$ CA)
- › Endeavour Silver Corp. (EDR : TSX, cours cible de 27,00 \$ CA)
- › Highlander Silver Corp. (HSLV : TSX; cours cible de 14,00 \$ CA)
- › IAMGOLD Corp. (IMG : TSX, cours cible de 39,00 \$ CA)
- › Montage Gold (MAU : TSX; cours cible de 20,00 \$ CA)
- › NexGold Mining Corp. (NEXG : TSX; cours cible de 6,00 \$ CA)
- › Omai Gold Mines (OMG :TSXV; cours cible de 4,00 \$ CA)
- › Pan American Silver (PAAS : TSX, cours cible de 116,00 \$ CA)

Les prix des métaux précieux restent bien soutenus

■ **L'inflation aux États-Unis, la politique commerciale américaine 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. 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. En 2025, la Fed a réduit les taux d'intérêt de 25 pb en septembre, en octobre et en décembre, et les dernières prévisions consensuelles émanant du marché annoncent maintenant des anticipations de hausses des taux au deuxième semestre de 2026, le conflit au Moyen-Orient ayant fait monter l'inflation au-delà des niveaux cibles. 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 continuons d'observer une conjoncture favorable aux prix des métaux précieux pour l'ensemble de l'année, car le soutien de facteurs clés reste intact : hausse des niveaux de dette souveraine, inflation persistante, volatilité du dollar américain, tensions géopolitiques et une forte demande physique de la part des banques centrales/cryptomonnaies stables.

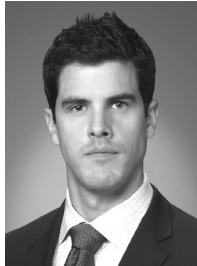
■ **Les titres favoris sont ceux de sociétés qui présentent des résultats fiables, des bilans solides et de nombreux catalyseurs.**

Nous pensons que les sociétés les plus à même de dégager des résultats supérieurs sont celles (1) dont les équipes dirigeantes présentent des antécédents solides d'exécution selon les prévisions internes; (2) qui ont un bilan sain; (3) dont les prévisions internes sur 12 mois sont encourageantes et comportent une croissance de la production et/ou une baisse des coûts; (4) qui dégagent des FTD et (5) qui offrent des programmes robustes de rémunération des actionnaires.

Métaux et minerais : métaux précieux

Symbole	Cote du Titre	Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 7/6	12 mois			Analyste	BPA			C/B		FTPA			C/FT		Valeur	
						Cours Cible	Δ	Dem.Ex.		est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	(A) Dem.Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	Actif Net	C/VAN	
Grands producteurs (production >1 Moz)																					
Agnico-Eagle Mines Ltd	AEM	RS	-	110,248	500.3	220.38	350.00	-	Nagle	8.32u	14.22u	14.93u	11.1x	15.0x	11.94u	20.41u	22.48u	7.7x	7.0x	225.18	0.98x
Barrick Gold	ABX	RS	-	90,802	1,675.0	54.21	75.00	-	Nagle	2.42u	4.18u	3.86u	9.4x	14.4x	4.52u	6.91u	6.68u	5.7x	5.9x	72.33	0.75x
Endeavour Mining	EDV	RS	-	18,170	242.1	75.05	116.00	-	Sidibé	0.95u	0.93u	3.23u	80.7x	23.2x	7.90u	12.80u	13.88u	5.9x	5.4x	106.19u	0.71x
Kinross Gold Corp	K	RS	-	42,174	1,199.8	35.15	57.50	-	Nagle	1.83u	3.18u	4.18u	8.0x	8.6x	2.48u	3.86u	4.26u	6.6x	6.0x	44.35	0.79x
Newmont	NEM	RM	-	106,940u	1,089.0	98.20u	140.00u	-	Nagle	6.89u	9.99u	12.90u	9.7x	7.5x	9.52u	13.26u	16.08u	5.1x	4.2x	113.69u	0.86x
Sociétés de redevances																					
Elemental Royalty Corp.	ELE	RS	-	1,563	63.8	24.20	35.00	-	Nagle	0.04u	0.47u	0.70u	36.4x	35.2x	0.82u	1.00u	1.15u	17.2x	15.0x	20.51	1.18x
Franco-Nevada Corp	FNV	RS	-	60,288	192.6	302.59	420.00	-	Nagle	5.58u	9.68u	10.72u	22.7x	29.2x	7.91u	11.13u	12.13u	19.8x	18.2x	167.27	1.81x
Gold Royalty Corp.	GROY	RS	-	660u	230.8	2.79u	6.00u	-	Nagle	(0.01)u	0.04u	0.11u	73.6x	25.8x	0.04u	0.09u	0.19u	22.3x	10.9x	4.10	0.68x
Metalla Streaming & Royalty	MTA	RS	-	1,000	93.4	10.52	13.50	-	Nagle	(0.03)u	0.04u	0.19u	191.5x	56.6x	0.01u	0.13u	0.30u	58.7x	25.2x	8.77	1.20x
OR Royalties Inc.	OR	RS	-	8,467	187.4	43.87	67.50	-	Nagle	0.88u	1.44u	1.66u	31.3x	27.3x	1.23u	1.91u	2.25u	23.7x	20.1x	39.53	1.11x
Royal Gold Inc	RGLD	RS	-	17,308u	84.8	201.91u	340.00u	-	Nagle	7.35u	10.55u	11.89u	19.3x	17.2x	10.19u	14.80u	15.97u	9.7x	9.0x	147.97	1.36x
Triple Flag Precious Metals Corp	TFPM	RS	-	9,295	206.6	42.77	60.00	-	Nagle	1.01u	1.36u	1.54u	23.2x	29.2x	1.49u	1.94u	2.09u	16.3x	15.1x	31.75	1.35x
Versamet Royalties Corp	VMET	RS	-	1,761	107.7	16.35	21.00	-	Terentiew	0.22u	0.36u	0.48u	32.6x	24.2x	0.26u	0.83u	1.15u	13.9x	10.1x	9.83	1.66x
Wheaton Precious Metals Corp	WPM	RS	-	76,411	454.1	163.94	240.00	-	Nagle	3.02u	5.28u	5.58u	22.4x	30.2x	4.26u	7.26u	7.40u	16.3x	16.0x	79.10	2.07x
Producteurs intermédiaires (production >250 Koz)																					
Alamos Gold Inc	AGI	RS	-	18,840	420.0	44.86	80.00	↓	DeMarco	0.87u	1.68u	2.44u	26.7x	18.4x	1.79u	2.19u	3.64u	20.5x	12.3x	61.75	0.73x
Allied Gold Corp	AAUC	AO	-	4,234	123.3	34.34	44.00	-	Sidibé	(0.03)u	0.14u	1.13u	245.3x	30.5x	4.21u	6.52u	11.73u	5.3x	2.9x	72.59u	0.47x
Aura Minerals	AUGO	RS	-	4,998	83.6	67.73u	125.00u	-	Nizami	2.61u	7.97u	9.07u	15.7x	13.8x	4.26u	9.94u	9.91u	12.6x	12.6x	80.10	0.75x
B2Gold	BTO	RS	-	7,711	1,338.8	5.76	10.70	-	DeMarco	0.17u	0.46u	0.91u	12.5x	6.4x	0.47u	0.64u	1.20u	9.0x	4.8x	11.70	0.49x
Centerra Gold Inc	CG	RS	-	4,695	199.8	23.50	35.00	-	DeMarco	0.71u	1.12u	1.74u	20.9x	13.5x	1.79u	2.34u	2.50u	10.0x	9.4x	31.14	0.75x
Discovery Mining	DSV	RS	-	7,044	807.8	9.39	12.50	-	Nizami	0.16u	0.59u	0.68u	21.0x	18.5x	0.49u	0.76u	0.87u	16.4x	14.3x	11.87	0.73x
DPM Metals	DPM	RS	-	11,298	221.4	51.02	79.00	-	DeMarco	1.30u	2.34u	3.73u	21.8x	13.7x	1.90u	2.67u	4.02u	19.1x	12.7x	53.28	0.96x
Eldorado Gold Corp	ELD	RS	-	9,396	197.7	47.52	68.00	-	DeMarco	1.56u	1.61u	4.37u	29.5x	10.9x	3.10u	3.45u	5.39u	13.8x	8.8x	68.02	0.70x
Equinox Gold Corp	EQX	RS	-	11,471	785.1	14.61	27.00	-	Sidibé	0.07u	0.20u	0.67u	71.5x	21.9x	1.67u	0.91u	1.45u	16.1x	10.1x	23.94	0.61x
Fortuna Mining Corp	FVI	RS	-	3,774	305.3	12.36	18.00	-	Sidibé	0.08u	0.51u	0.74u	24.3x	16.7x	1.52u	2.77u	2.26u	4.5x	5.5x	20.09u	0.62x
IAMGOLD Corp	IMG	RS	-	13,673	580.1	23.57	39.00	-	Sidibé	0.09u	0.54u	1.22u	30.6x	13.6x	0.28u	1.10u	2.37u	10.0x	10.0x	31.87	0.74x
Lundin Gold Inc.	LUG	RM	-	19,777	241.8	81.79	119.00	-	DeMarco	1.77u	3.28u	4.64u	24.9x	17.6x	2.49u	3.16u	5.03u	25.9x	16.2x	53.21	1.54x
McEwen Mining	MUX	RS	-	1,584	59.2	26.77	49.00	-	DeMarco	(0.05)u	0.91u	1.66u	29.6x	16.1x	0.34u	0.16u	3.01u	171.7x	8.9x	61.66	0.43x
OceanaGold Corp	OGC	RS	-	8,229	224.9	36.59	76.00	-	DeMarco	1.32u	2.06u	5.30u	17.7x	6.9x	2.54u	4.49u	6.73u	8.2x	5.4x	43.30	0.84x
Orla Mining	OLA	RS	-	5,051	345.9	14.60	32.00	-	Terentiew	0.32u	1.51u	1.59u	6.9x	6.5x	2.06u	1.73u	1.82u	6.0x	5.7x	24.70	0.59x
SSR Mining Inc	SSRM	RS	-	8,951	205.6	43.53	67.00	-	DeMarco	0.17u	2.10u	4.31u	20.7x	10.1x	0.55u	3.14u	5.11u	13.9x	8.5x	60.20	0.72x
Torex Gold Resources Inc	TGX	RS	-	5,709	95.31	59.90	101.00	-	DeMarco	2.61u	3.91u	8.23u	15.3x	7.3x	5.34u	5.91u	11.11u	10.1x	5.4x	81.78	0.73x
Producteurs d'argent																					
Aya Gold and Silver	AYA	RS	-	4,038	143.0	28.24	34.00	-	DeMarco	(0.00)u	0.37u	1.59u	77.2x	17.8x	0.02u	0.48u	1.84u	59.0x	15.3x	27.14	1.04x
Coeur Mining Inc.	CDE	RS	-	17,576u	1,034.50	16.99u	29.00u	-	Terentiew	0.80u	2.11u	2.29u	8.0x	7.4x	1.26u	3.25u	3.57u	5.2x	4.8x	15.50	1.10x
Endeavour Silver	EDR	RS	-	3,572	295.7	12.08	27.00	-	Terentiew	(0.42)u	1.05u	1.60u	8.1x	5.3x	0.17u	1.10u	1.75u	7.8x	4.9x	12.72	0.95x
First Majestic Silver Corp	AG	RS	-	12,125	492.9	24.60	45.00	-	Terentiew	0.34u	0.91u	1.24u	19.1x	14.1x	1.19u	1.84u	2.01u	9.5x	8.7x	14.08	1.75x
Hecla Mining Company	HL	RM	-	10,355u	679.00	15.25u	24.00u	-	Terentiew	0.43u	0.87u	1.16u	17.4x	13.1x	1.00u	1.27u	1.61u	12.0x	9.5x	9.80	1.56x
Pan American Silver	PAAS	RS	-	26,975	421.4	64.01	116.00	-	DeMarco	0.79u	2.44u	5.00u	26.2x	12.8x	(12.48)u	3.52u	6.27u	18.2x	10.2x	87.66	0.73x
Petits producteurs (production <250 Koz)																					
Aris Mining Corp.	ARIS	RS	-	4,681	206.3	22.69	36.00	-	DeMarco	0.34u	1.25u	2.42u	18.2x	9.4x	0.53u	1.92u	3.37u	11.8x	6.7x	40.80	0.56x
Heliosstar Metals	HSTR	RS	-	585	278.4	2.10	4.50	-	Terentiew	0.05u	0.23u	0.51u	6.6x	2.9x	0.12u	0.32u	0.69u	4.6x	2.1x	9.72	0.22x
G Mining Ventures	GMIN	R	-	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R
I-80 Gold Corp	IAU	RS	-	1,775	853.5	2.08	3.75	-	DeMarco	(0.26)u	(0.21)u	(0.12)u	-	-	(0.21)u	(0.12)u	(0.08)u	-	-	5.78	0.36x
K92 Mining Inc.	KNT	RS	-	5,614	243.9	23.02	39.00	-	Terentiew	1.12u	1.86u	2.84u	8.8x	5.7x	1.34u	2.15u	3.26u	7.6x	5.0x	41.52	0.55x
Luca Mining	LUCA	RS	-	292	275.1	1.06	3.00	-	Terentiew	(0.08)u	0.21u	0.28u	3.5x	2.7x	0.12u	0.19u	0.24u	4.0x	3.1x	2.59	0.41x
Mining Americas	MAI	RS	-	521	110.0	5.24	9.50	-	Nizami	0.00u	0.47u	1.01u	20.2x	9.4x	0.00u	0.55u	1.21u	17.3x	7.9x	13.59	0.35x
Orezone Gold	ORE	RS	-	1,687	667.0	2.53	3.75	-	Sidibé	0.12u	0.13u	0.11u	19.5x	23.0x	0.18u	0.86u	0.86u	2.9x	2.9x	4.35u	0.58x
Rio2	RIO	RS	-	1,574	548.4	2.87	5.50	-	DeMarco	0.00u	(0.03)u	0.18u	-	15.7x	0.00u	0.26u	0.33u	10.9x	8.7x	6.80	0.42x
Wesdome Corp.	WDO	RS	↑	4,131	150.2	27.50	37.00	↑	DeMarco	(0.01)u	0.91u	2.34u	30.2x	11.7x	1.61u	2.97u	4.70u	9.3x	5.9x	27.27	1.01x
Sociétés de mise en valeur																					
AbraSilver Resource Corp	ABRA	RS	-	2,267	160.8	14.10	20.00	-	DeMarco	(0.17)u	(0.38)u	(0.19)u	-	-	(0.17)u	(0.32)u	(0.19)u	-	-	13.28	1.06x
Amex Gold Mining	AMX	RS	-	648	160.3	4.45	6.50	-	Nizami	(0.05)u	(0.01)u	(0.02)u	-	-	(0.03)u	(0.01)u	(0.01)u	-	-	8.63	0.47x
Artemis Gold Inc.	ARTG	RS	-	7,594	232.8	32.62	55.00	-	DeMarco	(0.11)u	1.70u	3.45u	19.2x	9.5x	(0.04)u	2.63u	4.27u	12.4x	7.6x	45.25	45.25x
Collective Mining	CNL	RS	-	1,779	92.5	19.22	32.50	-	DeMarco	(0.39)u	(0.59)u	(0.45)u	-	-	(0.31)u	(0.42)u	(0.44)u	-	-	40.30	40.30x
First Mining Gold	FF	RS	-	1,002	1,318.0	0.76	1.30	-	Terentiew	(0.06)c	(0.01)c	(0.04)c	n/a	n/a	(0.00)c	(0.01)c	(0.00)c	n/a	n/a	2.04	0.37x
Founders Metals	FDR	RS	-	474	114.2	4.15	7.00	-	Sidibé	(0.10)u	(0.39)u	(0.11)u	-10.7x	-36.4x	(0.06)u	(0.04)u	(0.04)u	-103.8x	-103.8x	10.80u	0.38x
Gold X2 Mining	A																				

Moyennes sociétés et services pétroliers



Dan Payne
Analyste
403 290-5441

—
Adjoint :
Jackson Atkinson : 403 290-5439

Grandes capitalisations



Travis Wood
Analyste
403 290-5102

—
Adjoints :
Jacob Swan : 403 290-5445
José Bitencourt Zimmermann :
403 441-0933

Sélections

- › Cenovus Energy Inc.
- › Tamarack Valley Energy Ltd.

Les perspectives pour le secteur de l'énergie

À la suite du protocole d'entente conclu le 17 juin entre les États-Unis et l'Iran — qui prévoit un cessez-le-feu immédiat, la réouverture du détroit d'Ormuz, la levée du blocus maritime américain, un premier allègement des sanctions et un délai de 60 jours pour négocier un accord plus général —, les marchés du brut ont réagi de manière décisive. Les prix du WTI ont reculé à environ 65-70 \$ US le baril, un niveau proche des quelque 65 \$ US observés au cours des premières semaines de février, avant le conflit, et bien en deçà de la moyenne d'environ 97 \$ US enregistrée entre la fin de février et le milieu du mois de juin, les marchés ayant rapidement intégré dans leurs prix une normalisation des flux transitant par le détroit. Cela dit, les données physiques actuelles donnent à croire que cette normalisation reste incomplète, et nous pensons que le marché pourrait avoir agi trop précipitamment. En bref, les prix actuels du pétrole semblent refléter un scénario idéal, marqué par une désescalade sans heurts entre les États-Unis et l'Iran et le retour de la croissance de l'offre prévue pour 2026. Nous estimons que cette vision simplifiée de façon excessive tant le contexte géopolitique que les réalités opérationnelles liées au rétablissement d'une production perturbée et à la réparation d'infrastructures endommagées.

Il n'y a pas grand-chose de nouveau à signaler concernant le gaz naturel et nos perspectives sur ce produit de base (du moins sur le continent nord-américain). Malgré une pénurie mondiale de GNL due au conflit au Moyen-Orient (liée à la fois aux frappes visant les infrastructures et à la fermeture physique du détroit) et à la flambée des prix qui en a résulté (les prix NBP, TTF et JKM ont tous dépassé les 15 \$ US/mmbtu pendant le trimestre), les prix du Nymex sont restés relativement modérés, les infrastructures d'exportation de GNL fonctionnant déjà à pleine capacité ou presque avant le début du conflit (pas de demande supplémentaire). Le continent nord-américain reste globalement bien équilibré, avec des prévisions météorologiques annonçant récemment des températures plus chaudes, une augmentation attendue du gaz associé (en raison d'une reprise de l'activité pétrolière) et des niveaux de stocks supérieurs à la moyenne pesant sur les estimations de l'offre et de la demande. Une vague de chaleur dans l'est des États-Unis pourrait contribuer à réduire les stocks, mais la production continue d'augmenter, avec l'ajout de plus de 4 Gpi³/j de capacité d'acheminement supplémentaire au départ du bassin Permien au deuxième semestre, ce qui contribuera à renforcer l'offre.

Premiers choix :

■ **Cenovus Energy (CVE: TSX/NYSE)** – Cenovus est actuellement notre société intégrée favorite, et nous pensons qu'elle est bien positionnée pour continuer de se distinguer des sociétés comparables (son titre est en hausse d'environ 67 % depuis le début de l'année au 1er juin, contre une moyenne d'environ 45 % pour les sociétés comparables). CVE affiche une dynamique opérationnelle robuste dans ses segments amont et aval, et nous nous attendons à ce que celle-ci se maintienne à mesure que la société accélère sa production tout au long de l'année.

› La société est bien positionnée pour tirer parti de la dynamique des prix des produits de base grâce à ses actifs thermiques de pointe, étant fortement exposée au pétrole lourd. Cette position unique lui permet de profiter de son exposition aux prix du pétrole et aux marges de craquage (reconnaissant toutefois que la dynamique locale de l'offre et de la demande pourrait engendrer une certaine volatilité à court terme dans le segment aval américain, malgré une nette amélioration séquentielle des marges observée ces derniers trimestres), marges qui devraient rester relativement élevées compte tenu de la pénurie croissante de produits raffinés. Le portefeuille est également bien positionné à plus long terme pour bénéficier de l'expansion des capacités d'exportation et de la croissance de la production nécessaire à ces projets, comme nous l'avons souligné ailleurs dans ce document, compte tenu du soutien continu de la société à l'augmentation progressive des capacités d'exportation du bassin.

› Parmi les catalyseurs qui devraient soutenir la hausse continue du cours de l'action, nous soulignons le potentiel de dépassement des gains de synergie annuels de 400 millions \$ annoncés précédemment et attendus suite à l'acquisition de MEG. L'équipe de direction a fait part de son intention d'accélérer le rythme de réaménagement des puits à CL-North, ce qui devrait entraîner de nouveaux gains d'efficacité en termes d'intégration dans la région et accélérer la montée en puissance de la production. Autre catalyseur imminent, le passage à un taux de distribution de 100 % des FTD aux actionnaires (entraînant une forte activité de rachats d'actions), que nous entrevoyons actuellement d'ici la fin de l'année, une fois que la société aura atteint son objectif de dette nette de 4 milliards \$ (la dette nette s'élevait à environ 8 milliards \$ à la fin du T1 2026).

■ **Tamarack Valley Energy (TVE: TSX)** – Après un processus récent d'optimisation et de rationalisation, la société se concentre maintenant exclusivement sur la formation Clearwater, et les rendements élevés ainsi que la croissance des flux de trésorerie disponibles qui en découlent font du titre un incontournable absolu en raison de la stratégie claire de la société promettant une création de valeur (compte tenu de la croissance fondamentale et des données comparables de la concurrence).

➢ Tout d'abord, la société se concentre désormais exclusivement sur la zone de Clearwater, avec un profil de FTD solides et durables (dépenses de maintenance d'environ 20 %); un réinvestissement modeste dans ses projets à long terme (distribution de 40 % à 45 % aux prix à terme) devrait permettre d'atteindre une masse critique importante et de dégager de la valeur, grâce à la poursuite du déploiement primaire par injection d'eau. Ces projets présentent les perspectives de rendements parmi les plus élevés du bassin, le principal catalyseur étant le déploiement continu de l'injection d'eau (environ 40 % des dépenses), qui devrait continuer d'atténuer le taux d'épuisement (vers 15 %) afin d'assurer des flux de trésorerie disponibles à long terme (de l'ordre de ceux des sociétés comparables utilisant le procédé DGMV thermique).

➢ De ce fait, nous entrevoyons plusieurs voies concrètes pouvant mener à une surperformance du titre et à une expansion de la valeur, grâce a) aux données comparables des sociétés concurrentes (présentant des rendements et un bilan identiques et se négociant à des ratios de 7-7,5x), tandis que TVE se négocie à un ratio plus proche de 6x, sans qu'il n'y ait aucune raison apparente pour que le titre ne soit pas réévalué de 15 % à 20 %; et b) à la croissance fondamentale (une masse critique de 75,000 bep/j et un risque de baisse de 15 % pour le baril à plus forte marge du bassin), qui alimente des flux de trésorerie disponibles de 1 milliard \$ (un chiffre qui pourrait être dépassé) susceptibles de justifier un doublement de la valeur de l'action d'ici 2030. Ces deux perspectives devraient se concrétiser à mesure que le marché prend acte de l'exécution de la direction et valide la qualité des actifs et la stratégie.

	Symb.	Cote du titre	Δ	Analyste	Actions		Cap. bours. (M)	Rend. (%)	VE/FTCD			Dette nette/FT		FTPA dilués			C/FTPA		12 mois Cours		
					e.c. (M)	Cours 2026-07-06			act.	act.	est.	act.	est.	act.	act.	est.	act.	est.	Cible	Rend.	Δ
Grandes sociétés/Intégrées																					
Canadian Natural Resources	CNQ	SP		Wood	2015.1	\$55.95	\$120,617	4%	8.9x	5.8x	4.7x	0.6x	0.5x	\$6.88	\$10.39	\$12.50	5.4x	4.4x	\$90.00	60%	
Cenovus Energy	CVE	OP		Wood	1801.5	\$34.58	\$70,300	2%	8.4x	4.6x	4.1x	0.4x	0.3x	\$4.87	\$8.04	\$8.66	4.3x	3.9x	\$57.00	61%	
Imperial Oil	IMO	SP		Wood	463.8	\$160.59	\$82,474	2%	13.6x	8.0x	8.2x	0.0x	0.1x	\$11.97	\$20.10	\$19.50	8.0x	8.2x	\$212.00	31%	
Suncor Energy	SU	OP		Wood	1148.2	\$78.02	\$101,993	3%	7.7x	5.1x	5.1x	0.2x	0.1x	\$10.48	\$15.41	\$14.69	5.1x	5.3x	\$118.00	50%	
Strathcona Resources	SCR	OP		Wood	214.2	\$36.40	\$8,767	109%	6.6x	4.6x	3.9x	0.9x	0.5x	\$6.90	\$9.59	\$10.71	3.9x	3.5x	\$68.00	185%	
Grandes cap./Cap. Moyennes																					
Advantage Oil & Gas	AAV	OP		Payne	161.9	\$10.54	\$1,665	0%	5.7x	4.5x	3.4x	1.0x	0.8x	\$2.17	\$2.79	\$3.84	3.9x	2.8x	\$17.50	62%	
ARC Resources Ltd.	ARX	Tender		Wood	521.9	\$29.96	\$16,137	3%	6.3x	5.0x	4.7x	0.8x	0.7x	\$5.48	\$6.69	\$7.22	4.4x	4.2x	\$32.80	8%	
Athabasca Oil	ATH	OP		Payne	489.7	\$9.94	\$5,636	0%	9.5x	8.2x	5.5x	-0.5x	-0.9x	\$1.00	\$1.20	\$1.69	8.5x	6.1x	\$12.50	22%	
Baytex Energy	BTE	OP		Payne	737.0	\$5.48	\$4,894	2%	2.1x	3.5x	3.0x	-0.9x	-1.2x	\$1.97	\$1.29	\$1.34	4.4x	4.2x	\$8.50	51%	
Birchcliff Energy	BIR	OP		Payne	274.8	\$6.29	\$1,737	2%	4.7x	4.5x	3.2x	0.9x	0.3x	\$1.54	\$1.66	\$2.17	3.8x	2.9x	\$10.50	68%	
Freehold Royalties	FRU	SP		Wood	164.0	\$15.78	\$42,910	7%	11.4x	9.6x	8.6x	0.7x	0.2x	\$1.43	\$1.68	\$1.84	9.5x	8.7x	\$20.00	32%	
Headwater Exploration	HWX	OP		Payne	239.9	\$11.47	\$43,220	4%	8.6x	6.7x	6.2x	-0.1x	-0.4x	\$1.36	\$1.72	\$1.77	6.8x	6.6x	\$15.00	32%	
Int'l Petroleum	IPCO	SP		Payne	115.4	\$29.97	\$4,346	0%	8.1x	9.4x	4.6x	1.3x	-0.1x	\$2.58	\$3.52	\$6.81	8.6x	4.5x	\$45.00	48%	
Kelt Exploration	KEL	OP		Payne	204.7	\$9.08	\$1,961	0%	7.5x	4.8x	3.4x	0.4x	0.1x	\$1.29	\$2.00	\$2.73	4.6x	3.4x	\$13.25	44%	
Ovintiv Inc (US\$)	OVV	OP		Wood	269.0	US\$53.30	\$15,908	2%	4.7x	3.6x	3.8x	0.6x	0.7x	\$14.64	\$16.73	\$15.86	3.2x	3.3x	\$82.00	53%	
Paramount Resources	POU	SP		Payne	147.3	\$27.64	\$4,307	2%	7.5x	7.0x	5.0x	-0.2x	0.3x	\$3.18	\$4.06	\$6.00	7.1x	4.8x	\$38.00	34%	
Peyto Exploration & Development	PEY	OP		Wood	212.0	\$23.75	\$5,427	5%	6.6x	5.6x	6.2x	1.0x	1.0x	\$4.24	\$4.90	\$4.32	5.0x	5.6x	\$29.00	29%	
PrarieSky Royalty	PSK	OP		Wood	232.4	\$31.32	\$47,231	3%	21.0x	16.8x	15.0x	0.8x	0.4x	\$1.50	\$1.93	\$2.11	16.5x	15.1x	\$43.00	38%	
Saturn Oil & Gas	SOIL	SP		Payne	180.0	\$5.26	\$1,243	0%	3.4x	2.7x	2.1x	1.1x	0.4x	\$2.28	\$2.71	\$3.04	2.0x	1.8x	\$8.00	45%	
Spartan Delta	SDE	OP		Payne	211.0	\$11.35	\$2,859	0%	11.7x	6.8x	4.2x	0.8x	0.3x	\$1.11	\$1.88	\$3.00	6.3x	3.9x	\$16.00	35%	
Tamarack Valley Energy	TVE	OP		Payne	491.4	\$12.52	\$6,339	1%	8.2x	6.4x	5.7x	-0.3x	-0.8x	\$1.57	\$1.88	\$2.04	6.8x	6.3x	\$16.50	30%	
Topaz Energy	TPZ	OP		Payne	155.3	\$29.86	\$4,937	4%	15.4x	14.4x	11.1x	1.1x	0.4x	\$2.03	\$2.24	\$2.83	13.6x	10.8x	\$37.50	28%	
Tourmaline Oil	TOU	OP		Payne	388.1	\$59.00	\$25,954	5%	7.2x	6.5x	4.6x	0.3x	-0.1x	\$8.84	\$9.57	\$13.06	6.3x	4.6x	\$75.00	29%	
Vermilion Energy Inc.	VET	OP		Wood	151.3	\$12.43	\$2,545	4%	2.9x	2.9x	2.3x	1.2x	0.8x	\$6.57	\$6.40	\$7.90	2.0x	1.6x	\$27.00	114%	
Whitecap Resources	WCP	OP		Wood	1189.2	\$14.43	\$18,872	5%	7.0x	4.2x	3.4x	0.4x	0.1x	\$2.95	\$3.74	\$4.30	3.9x	3.4x	\$25.00	80%	
Petites capitalisations																					
Greenfire Resources	GFR	OP		Wood	125.5	\$7.74	\$990	0%	3.9x	7.4x	3.2x	0.2x	-0.4x	\$1.98	\$1.12	\$2.23	7.2x	3.6x	\$13.00	53%	
InPlay Oil	IPO	OP		Payne	28.4	\$14.03	\$486	8%	4.0x	3.8x	3.0x	1.3x	0.8x	\$4.68	\$5.02	\$5.96	2.9x	2.4x	\$27.50	64%	
Logan Energy	LGN	OP		Payne	751.9	\$0.87	\$639	0%	6.1x	4.9x	3.1x	1.0x	0.5x	\$0.17	\$0.23	\$0.34	4.0x	2.7x	\$1.75	90%	
Lycos Energy	LCX	OP		Payne	108.0	\$1.45	\$207	0%	2.2x	5.5x	3.5x	-0.1x	0.0x	\$0.67	\$0.22	\$0.44	7.1x	3.5x	\$3.00	95%	
Surge Energy	SGY	OP		Payne	104.0	\$8.74	\$41,039	6%	3.8x	3.1x	2.8x	0.4x	0.0x	\$2.77	\$3.06	\$3.22	2.9x	2.8x	\$13.50	56%	
Tenaz Energy	TNZ	OP		Wood	32.2	\$44.82	\$41,994	0%	13.2x	4.2x	2.0x	0.8x	0.0x	\$3.69	\$12.21	\$21.84	3.7x	2.1x	\$90.00	98%	
Yangarra Resources	YGR	SP		Payne	105.6	\$1.20	\$4,140	0%	3.2x	2.8x	2.1x	1.4x	0.8x	\$0.57	\$0.72	\$0.88	1.7x	1.4x	\$1.75	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, BNCMC, LSEG

↑

					Cap.	Actions	Prix de	BAIIA (M)			VE/BAIIA			Dette nette / BAIIA			12 mois cours				
	Cote du			Analyste	bours.	e.c.	l'action	act.	act.	est.	act.	act.	est.	act.	act.	est.	Cible	Rend.	Δ		
	Symb.	titre	Δ		(M)	(M)	2026-07-06	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E					
Services pétroliers																					
CES Energy Solutions	CEU	SP	Payne	\$	3,472	233.5	\$16.03	\$	315.8	\$	403.2	\$	403.2	17.1x	13.9x	10.5x	2.1x	1.5x	1.1x	\$20.00	24%
Enerflex	EFX	OP	Payne	\$	3,056	124.1	\$32.13	\$	512.7	\$	432.0	\$	511.0	10.8x	11.6x	9.3x	2.3x	1.6x	1.0x	\$42.50	30%
Pason Systems	PSI	SP	Payne	\$	943	79.4	\$12.38	\$	171.5	\$	161.8	\$	153.4	4.6x	5.5x	5.7x	-1.0x	-0.5x	-0.5x	\$15.50	24%
Precision Drilling Corp.	PD	SP	Payne	\$	1,454	13.8	\$107.55	\$	645.7	\$	568.6	\$	513.4	3.8x	4.1x	4.0x	1.3x	1.3x	1.2x	\$150.00	35%
Trican Well Services	TCW	SP	Payne	\$	1,401	188.9	\$6.35	\$	235.6	\$	219.2	\$	239.1	5.6x	5.7x	6.3x	-0.4x	-0.1x	0.3x	\$8.00	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, BNCCM, LSEG

					Cap.	Actions	Prix de	BAIIA (M)			VE/BAIIA		Dette nette / BAIIA			12 mois cours		
	Symb.	Cote du titre	Δ	Analyste	bours.	e.c.	l'action						act.	act.	est.			
					(M)	(M)	2026-07-06	2023A	2024E	2025E	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	Target	Return	Δ
Carburants de transition																		
Tidewater Renewables	LCFS	SP		Payne	\$ 448.05	34.9	\$12.85	\$ 41.1	\$ 105.3	\$ 31.5	7.2x	10.6x	9.2x	1.9x	6.4x	\$13.25	3%	

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

Source: Rapports des sociétés, BNCCM, LSEG



Patrick Kenny, CFA

Analyste
403 290-5451

Adjoints :

Derick Or, CPA : 403 290-5447

Johnathan Pescod, CFA :
403 355-6643

Sélections

- › AltaGas
- › Capital Power
- › Gibson Energy
- › Rockpoint Gas Storage
- › TC Énergie

Aperçu

► Mise à jour sur les produits de base

Avec la réouverture du détroit d'Ormuz, dans un contexte de confiance grandissante entourant le cessez-le-feu de 60 jours entre les États-Unis et l'Iran, malgré les attaques de drones visant deux navires, le prix moyen du pétrole brut s'est établi à environ 82 \$ US le baril en juin, en baisse par rapport aux 98 \$ US le baril enregistrés en mai. Du côté du gaz naturel, le NYMEX affichait en moyenne environ 3,20 \$ US/mmbtu au mois de juin, en hausse par rapport aux niveaux moyens de mai de près de 2,94 \$ US/mmbtu, tandis que l'AECO affichait une moyenne de 1,80 \$/mmbtu pendant le mois. Côté marketing, le différentiel WCS-WTI a diminué d'environ 15 \$ US en mai à près de 13 \$ US en juin.

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

Keyera a présenté une mise à jour de ses activités suite à la conclusion récente de l'acquisition de Plains NGL et à la consolidation auprès de Stonepeak Partners des 50 % résiduels de sa participation non exploitée dans son gazoduc KAPS (NGL), rehaussant ainsi son objectif de TCAC du BAIIA ajusté par action basé sur les services tarifés à 16-18 % pour la période 2025-2027, tout en réaffirmant son TCAC cible pour 2027-2029 de 7-8 %. Rappelons que, depuis 2025, KEY a obtenu pour plus de 120 000 b/j d'engagements supplémentaires sur les zones 1 à 4 du pipeline KAPS, soutenus par des contrats d'une durée moyenne d'environ 12 ans, étant pour 75 % des contrats d'enlèvement ferme. Face à l'augmentation de l'offre de LGN et de la demande des clients dans les régions de Montney et Duvernay, KEY évalue de nouvelles possibilités de désengorgement à Simonette, avec un objectif de plus de 350 Mpi³/j (entrée en service prévue en 2028), et à Wapiti, où est entrevue une croissance au-delà de 300 Mpi³/j, tout en étudiant la construction d'une nouvelle usine de traitement du gaz dans la région de Gold Creek.

Pembina (47,5 %) et ses partenaires Morgan Stanley Infrastructure Partners (MSIP; 47,5 %) et Kineticor (5,0 %) ont officiellement approuvé la première phase du Greenlight Electricity Centre (GLEC), d'une puissance de 932 MW, premier projet de centrale électrique au gaz à grande échelle de l'Alberta dédié à l'alimentation des centres de données hyperscale, qui permettra également à Pembina de mettre en place sa plateforme de conversion du gaz en électricité, dont l'exploitation commerciale devrait débuter au deuxième semestre de 2030. Cependant, Pembina a conclu un protocole d'accord non contraignant avec le gouvernement du Canada, Trans Mountain Corporation et l'Alberta Petroleum and Marketing Commission (APMC) afin de participer au développement du pipeline et du terminal d'exportation de bitume de la côte Ouest, d'une capacité d'environ 1,0 Mb/j, ce qui représente une occasion « unique en une génération » de faire progresser l'infrastructure canadienne d'exportation de pétrole brut depuis l'achèvement du projet d'extension de Trans Mountain (TMX). En vertu de cet accord de principe, PPL détiendrait initialement une participation économique de 10 % pendant la phase de construction, avec possibilité de l'augmenter de 10 % supplémentaires après le début de l'exploitation commerciale. Globalement, PPL conserve toute latitude quant à toute décision finale d'investissement concernant sa participation et n'engage aucun capital de développement à risque avant la décision finale d'investissement, la conclusion des accords définitifs étant prévue pour septembre 2026.

► Mise à jour – Électricité et services publics

TransAlta a acquis deux centrales de pointe au gaz naturel dans le Colorado pour 1,0 milliard \$ US, avec une clôture attendue au début du T4 2026; cette acquisition comprend les centrales Mountain Peak Power (162 MW) et Canyon Peak Power (156 MW). D'un point de vue stratégique, l'opération permet à TA de s'implanter physiquement au Colorado, qui fait partie du vaste marché de l'Ouest américain présentant un potentiel attrayant de croissance à long terme. Elle ajoute ainsi 318 MW de capacité de pointe alimentée au gaz naturel, intégralement sous contrat, dans le cadre d'ententes de tarification avec des clients de qualité investissement, assorties d'une durée moyenne pondérée de contrat d'enlèvement ferme de 27 ans. Notons que les contrats prévoient des paiements de capacité fixes et la répercussion intégrale des coûts de combustible, d'exploitation et de maintenance ainsi que des coûts d'investissement, ce qui réduit l'exposition de TA à la production d'électricité sur le marché libre tout en portant la durée moyenne pondérée

des contrats de son portefeuille de 10 à 11 ans. La société cherchera à réinvestir les flux de trésorerie distribuables issus de contrats à long terme dans des occasions de croissance endogène relatives à court terme, notamment son projet de centre de données de Keephills et son projet de modernisation de Centralia. En parallèle, le cadre BYOG (Bring Your Own Generation) de la phase 2A apporte un certain éclaircissement réglementaire permettant de faire avancer les discussions relatives au protocole d'accord sur le centre de données de Keephills conclu avec CPP/Brookfield. Rappelons que TA cherche à finaliser un accord définitif s'appuyant sur un CAÉ initial de 230 MW, tout en évaluant une charge potentielle pouvant atteindre 1,0 GW dans le cadre du processus BYOG (Bring Your Own Generation). Cependant, TA étudie les possibilités de modernisation de ses unités Keephills 1 et Sundance 5, chacune d'une capacité d'environ 800 MW, et évalue la pertinence de la construction de la nouvelle centrale à cycle combiné Flippi d'environ 460 MW, sous réserve de contrats.

CPX poursuit ses échanges avec l'AESO afin de libérer environ 400 MW de capacité nominale supplémentaire à Genesee, et fait également progresser les discussions en vue de la conclusion de son contrat d'approvisionnement en électricité de 250 MW de phase 1 en Alberta pour plus de 10 ans (disponibilité de la charge du projet prévue pour 2028), reposant sur les actifs de production d'électricité de CPX en Alberta. Combinée à l'option de raccordement de 1,6 GW pour l'intégration de charges importantes de l'AESO, la centrale de Genesee, d'une capacité supérieure à 1,8 GW, s'impose progressivement comme l'un des sites de choix en Alberta compte tenu de son infrastructure de transport existante, de ses terrains appartenant à l'entreprise prêts à être aménagés, de son accès à la fibre optique redondante et du soutien de la province au développement de centres de données dédiés à l'IA. Au total, l'entreprise table sur une capacité disponible destinée aux centres de données d'environ 500 MW d'ici 2028-2029 à Genesee, avec des possibilités d'expansion à plus long terme sur des sites existants, capables de supporter plusieurs GW de production supplémentaire tout en intégrant les technologies de nouvelle génération, notamment le captage, l'utilisation et le stockage du carbone (CUSC) et les petits réacteurs modulaires (PRM).

Titres favoris :

Nous sélectionnons nos titres de prédilection en fonction d'une approche à plusieurs volets, soit : 1) le profil de valorisation du rendement et de la croissance des FPER, évalué sur la base du rendement de nos FPER 2027e plus le TCAC des FPER par action 2025e-2029e; 2) un bilan sain et 3) un fort potentiel d'éléments catalyseurs.

	Stock Sym.	Stock Rating	Δ	Units O/S (Mln)	Unit Price 7/6	Market Cap. (Mln)	Distributions per Share			Cash Yield		Distr. CF per Share - FD			P/Distr. CF		Net Deb/ 27e EBITDA	12-Mth		Combined	
							est. 2025	est. 2026e	est. 2027e			est. 2025	est. 2026e	est. 2027e				Target	Return		
Pipeline & Midstream																					
AltaGas	ALA	OP		307.5	\$52.20	\$16,052	\$1.26	\$1.34	\$1.42	2.6%	2.7%	\$2.96	\$3.51	\$4.42	14.9x	11.8x	4.3x	\$60.00	14.9%	⬆️	17.5%
Enbridge Inc.	ENB	SP		2183.5	\$75.91	\$165,750	\$3.77	\$3.88	\$4.00	5.1%	5.3%	\$5.70	\$5.88	\$6.11	12.9x	12.4x	5.4x	\$81.00	6.7%	⬆️	11.8%
Gibson Energy	GEI	OP		172.5	\$28.84	\$4,974	\$1.72	\$1.80	\$1.89	6.2%	6.6%	\$2.04	\$2.20	\$2.89	13.1x	10.0x	3.6x	\$33.00	14.4%		20.7%
Keyera	KEY	OP	⬆️	293.4	\$56.35	\$16,535	\$2.12	\$2.20	\$2.29	3.9%	4.1%	\$3.21	\$2.99	\$4.52	18.8x	12.5x	3.2x	\$62.00	10.0%	⬆️	13.9%
Pembina Pipelines	PPL	OP		581.0	\$66.26	\$38,497	\$2.82	\$2.92	\$3.03	4.4%	4.6%	\$4.52	\$4.83	\$4.87	13.7x	13.6x	3.8x	\$71.00	7.2%		11.6%
Rockpoint Gas Storage ⁽¹⁾⁽²⁾	RGSI	OP		133.0	C\$29.22	\$2,776	n/a	\$0.88	\$0.91	3.0%	3.1%	\$1.76	\$1.89	\$1.88	11.2x	11.1x	2.9x	C\$35.00	19.8%		22.8%
South Bow Corp. ⁽¹⁾	SOBO	SP		208.3	US\$34.56	\$7,197	\$2.00	\$2.00	\$2.00	5.8%	5.8%	\$3.40	\$3.21	\$3.24	10.8x	10.7x	3.7x	US\$35.00	1.3%		7.1%
Superior Plus	SPB	SP		214.6	\$7.85	\$1,685	\$0.18	\$0.18	\$0.18	2.3%	2.3%	\$1.43	\$0.94	\$1.00	6.0x	5.6x	4.0x	\$8.50	8.3%		10.6%
Tidewater Midstream	TWM	SP		21.8	\$16.53	\$360	\$0.00	\$0.00	\$0.00	0.0%	0.0%	-\$2.53	\$4.54	\$4.07	3.6x	4.1x	2.1x	\$17.00	2.8%		2.8%
TC Energy Corp.	TRP	OP		1042.0	\$95.12	\$99,115	\$3.40	\$3.51	\$3.62	3.7%	3.8%	\$4.24	\$5.72	\$6.37	16.6x	14.9x	4.6x	\$102.00	7.2%		10.9%
Power Producers & Utilities																					
ATCO Ltd.	ACO	SP		112.2	\$73.16	\$8,208	\$2.02	\$2.08	\$2.14	2.8%	2.9%	\$5.25	\$6.22	\$6.21	11.8x	11.8x	5.3x	\$69.00	-5.7%		-2.8%
Brookfield Infrastructure ⁽¹⁾	BIP	OP		783.3	US\$37.31	\$29,225	\$1.72	\$1.82	\$1.93	4.9%	5.2%	\$2.08	\$2.62	\$2.93	14.2x	12.7x	7.1x	US\$43.00	15.3%		20.1%
Canadian Utilities	CU	SP		271.6	\$51.85	\$14,080	\$1.83	\$1.85	\$1.87	3.6%	3.6%	\$3.82	\$4.35	\$4.63	11.9x	11.2x	6.6x	\$51.00	-1.6%		1.9%
Capital Power	CPX	OP		152.4	\$72.31	\$11,023	\$2.69	\$2.79	\$2.86	3.9%	4.0%	\$7.08	\$5.84	\$6.88	12.4x	10.5x	3.4x	\$82.00	13.4%		17.3%
Emera Inc.	EMA	SP		310.2	\$74.35	\$23,067	\$2.91	\$2.94	\$2.99	4.0%	4.0%	\$3.98	\$4.63	\$5.00	16.0x	14.9x	4.9x	\$75.00	0.9%		4.8%
Fortis Inc.	FTS	SP		514.0	\$80.85	\$41,554	\$2.48	\$2.59	\$2.72	3.2%	3.4%	\$5.89	\$5.84	\$6.72	13.8x	12.0x	6.0x	\$82.00	1.4%		4.6%
Hydro One Ltd.	H	SP		596.9	\$58.24	\$34,765	\$1.31	\$1.39	\$1.48	2.4%	2.5%	\$2.57	\$2.33	\$2.61	25.0x	22.3x	6.3x	\$61.00	4.7%		7.1%
TransAlta	TA	OP		318.7	\$19.28	\$6,144	\$0.26	\$0.28	\$0.28	1.5%	1.5%	\$1.73	\$1.35	\$1.56	14.3x	12.3x	4.8x	\$24.00	24.5%		25.9%

Source: Company Reports, NBCCM Estimates, LSEG

Rating System: OP = Outperform; SP = Sector Perform; UP = Underperform; T = Tender; UR = Under Review; R = Restricted

⁽¹⁾ All dollar figures for BIP, SOBO, and RGSI are in USD⁽²⁾ Reflects FY2028e for comparability



Maxim Sytchev
Analyste
416 869-6517

—
Adjoints :
Roman Pshenychnyi: 416 869-7937
Danil Shapoval: 416 367-0468

Sélections

- › *ATS Corporation*
- › *Bird Construction*
- › *RB Global*

Les projets de centres de données au Canada – FTT et BDT devraient y gagner

- ▣ **Les intentions de dépenses en immobilisations des hyperscalers ont triplé ces deux dernières années – L'IA et les centres de données en sont les facteurs majeurs**

Les gros titres ne manquent pas concernant les dépenses d'investissement faramineuses dans l'IA, les États-Unis étant en tête à l'échelle mondiale à ce titre. Cela dit, l'ampleur de ces dépenses – désormais de plus en plus financées par la dette et les capitaux propres plutôt que par la production interne de FTD – mérite une mention, tant en raison de son importance nominale que de sa croissance exponentielle. Ces 24 derniers mois, les projections consensuelles de dépenses en immobilisations pour 2026E des plus grands hyperscalers ont triplé pour atteindre plus de 700 milliards \$ US, dont 60 % à 80 % (entre le matériel informatique, les réseaux et l'infrastructure physique des sites) seraient attribuables à la construction de centres de données, qui représentent donc, par implication, la totalité de la croissance supplémentaire. Si le caractère durable de cette situation et les perspectives d'un effondrement, à terme, de ces dépenses – qu'il soit endogène ou induit par des contraintes financières inévitables – constituent des préoccupations tout à fait légitimes, rien ne permet d'anticiper pour le moment un ralentissement de cette dynamique à court terme, les dépenses d'investissement prévues pour 2027E pour ces cinq mêmes acteurs étant estimées à près de 900 milliards \$ US.

- ▣ **La situation du marché des centres de données au Canada – La capacité en GW devrait être multipliée par huit par rapport à la taille actuelle**

Le parc canadien de centres de données, mesuré en GW de capacité, représente actuellement à 1,6 GW, un chiffre qui devrait être multiplié par huit à moyen terme. En mars 2026, le Canada comptait 192 centres de données en activité, pour une capacité totale de 1,6 GW (ce qui implique une capacité relativement faible par site par rapport à ce qui est proposé). Les 143 projets annoncés représentent toutefois une capacité colossale de 13,2 GW. Ces installations afficheraient donc une capacité moyenne de 116 MW, comparativement à 11,3 MW pour celles actuellement en service, reflétant une évolution vers des sites de type « hyperscaler » et de plus grande envergure. L'Ontario, le Québec et la Colombie-Britannique hébergent 85 % des installations en service, tandis que l'Alberta représente 93 % de la capacité prévue. Le Québec, l'Ontario et la Colombie-Britannique disposent de réseaux électriques plus propres, mais ont mis en place des restrictions concernant l'accès au réseau pour les charges importantes. L'Alberta a adopté une stratégie d'investissement plus ouverte, mais l'intensité des émissions de son réseau est près de cinq fois supérieure à la moyenne nationale, et de nombreux sites en projet sont exposés à des risques liés à l'eau plus élevés. Les fournisseurs identifiés de centres de données canadiens en activité sont en grande partie étrangers, les sociétés dont le siège social est situé aux États-Unis comptant pour plus de la moitié des fournisseurs recensés.

- ▣ **Explorons l'opportunité que représentent les centres de données au Canada – 13 GW de projets devraient se concrétiser, pour une base installée actuelle de 1,6 GW**

Les centres de données (CD) et les dépenses en immobilisations connexes sont un sujet très en vogue aux États-Unis depuis plusieurs années déjà, mais ici, au Canada, nous commençons tout juste à observer l'ajout de nouvelles capacités importantes qui se traduisent par des projets concrets sur le terrain (BDT étant pionnière, avec l'annonce d'un contrat de l'envergure d'un hyperscaler : le centre de données de 300 MW du Réseau d'IA tissé de Bell près de Regina, en Saskatchewan). L'objet de cette analyse est de mieux orienter la discussion vers la taille actuelle du marché des centres de données au Canada (1,6 GW), son évolution potentielle au vu de l'état actuel des projets à l'étude (13 GW) et les entreprises et régions (essentiellement l'Alberta) qui seraient les mieux placées pour capter potentiellement les revenus supplémentaires générés par cette évolution. Bien que l'essentiel de notre étude se concentre sur le paysage canadien (d'où l'intérêt porté à FTT et BDT), les investissements colossaux aux États-Unis éclairent notre prise de décision, et il faut bien sûr mentionner des sociétés comme Toromont – dont nous avons d'ailleurs relevé le cours cible de 216,00 \$ à 259,00 \$ (AVL représente désormais environ 10 % du chiffre d'affaires, une proportion qui devrait passer à 15 % sur la base des douze prochains mois) – ainsi que BDGI (dont le chiffre d'affaires est exposé à hauteur de 10 % aux centres de données), WSP (7 %) et STN (3 %), qui offrent une exposition directe à cette thématique.

	Symb.	Cote du titre	Δ	12 mois		Cap. bours. (M)	Dernier exerc. déclaré	BPA dilué			C/B		BAIIA (M)			VE/BAIIA		Div. %	Dette nette/	
				Cours cible	Δ			Cours 7/6	(A)	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	(A)	est. Ex1	est. Ex2	Ex1		Ex2	BAIIA Ex1
Aecon Group	ARE	RS	\$59.00		\$52.18	\$3,732	12 - 2025	\$0.42	\$1.41	\$1.70	35.0x	29.3x	\$192	\$284	\$314	15.4x	13.9x	1.5%	1.5x	
Bird Construction	BDT	RS	\$57.00		\$64.85	\$3,592	12 - 2025	\$1.94	\$2.61	\$3.39	24.9x	19.1x	\$183	\$234	\$296	16.3x	12.9x	1.3%	1.2x	
Finning International	FTT	RS	\$115.00		\$98.00	\$12,852	12 - 2025	\$4.24	\$4.62	\$5.42	21.2x	18.1x	\$1,282	\$1,341	\$1,471	11.0x	10.1x	1.3%	1.5x	
North American Construction Group	NOA	RS	\$30.00		\$18.34	\$523	12 - 2025	\$1.07	\$2.74	\$4.19	6.7x	4.4x	\$357	\$394	\$416	3.4x	3.2x	2.6%	2.1x	
RB Global	RBA	RS	US\$130.00		US\$114.09	US\$22,150	12 - 2025	US\$3.67	US\$4.16	US\$4.53	27.4x	25.2x	US\$1,323	US\$1,455	US\$1,526	16.6x	15.8x	1.1%	1.3x	
Russel Metals	RUS	RM	\$52.00		\$63.25	\$3,480	12 - 2025	\$3.05	\$3.18	\$3.65	19.9x	17.3x	\$341	\$364	\$399	11.0x	9.9x	2.8%	0.5x	
Wajax Corporation	WJX	RS	\$34.00		\$31.12	\$695	12 - 2025	\$2.84	\$3.05	\$3.30	10.2x	9.4x	\$177	\$176	\$183	5.0x	4.8x	4.5%	1.1x	
AtkinsRéalis	ATRL	RS	\$108.00		\$90.41	\$14,856	12 - 2025	\$3.53	\$4.17	\$4.90	21.5x	18.0x	\$923	\$1,085	\$1,232	13.3x	11.6x	0.1%	trésorerie nette; n.s.	
Stantec	STN	RS	\$143.00		\$100.40	\$11,452	12 - 2025	\$5.30	\$6.22	\$6.83	16.1x	14.7x	\$994	\$1,114	\$1,226	11.6x	10.6x	1.0%	1.3x	
AECOM	ACM	RS	US\$103.00	↓	US\$69.61	US\$8,996	09 - 2025	US\$5.26	US\$5.91	US\$6.74	11.8x	10.3x	US\$1,203	US\$1,280	US\$1,430	8.4x	7.5x	1.8%	1.5x	
Tetra Tech	TTEK	RS	US\$38.00		US\$31.15	US\$8,159	09 - 2025	US\$1.56	US\$1.54	US\$1.77	20.3x	17.6x	US\$662	US\$653	US\$727	13.5x	12.1x	0.8%	1.0x	
Toromont Industries	TIH	RS	\$259.00	↑	\$222.96	\$18,168	12 - 2025	\$6.45	\$7.27	\$9.25	30.7x	24.1x	\$961	\$1,108	\$1,308	16.2x	13.7x	1.0%	trésorerie nette; n.s.	
WSP Global	WSP	RS	\$272.00		\$177.68	\$23,954	12 - 2025	\$9.58	\$11.32	\$12.79	15.7x	13.9x	\$2,174	\$2,621	\$3,025	11.8x	10.3x	0.8%	2.7x	
GFL Environmental	GFL	RS	\$81.00		\$57.61	\$20,653	12 - 2025	\$0.77	\$0.61	\$1.20	68.6x	35.1x	\$1,985	\$2,234	\$2,519	12.8x	11.3x	0.2%	3.6x	
Badger Infrastructure Solutions	BDGI	RS	\$74.00		\$94.43	\$3,185	12 - 2025	US\$2.03	US\$2.37	US\$3.27	29.2x	21.1x	US\$198	US\$228	US\$260	11.2x	9.8x	0.8%	1.0x	
SECURE Waste Infrastructure	SES	RM	\$23.00		\$23.98	\$5,283	12 - 2025	\$0.54	\$0.77	\$1.00	31.1x	24.0x	\$501	\$546	\$595	11.6x	10.7x	1.8%	2.0x	
AutoCanada	ACQ	RM	\$22.00		\$22.33	\$514	12 - 2025	\$1.73	\$2.41	\$2.97	9.3x	7.5x	\$133	\$128	\$142	7.3x	6.6x	0.0%	3.1x	
Ag Growth International	AFN	RM	\$24.00		\$19.89	\$374	12 - 2025	\$1.41	\$0.66	\$2.61	30.3x	7.6x	\$205	\$193	\$207	7.3x	6.8x	0.0%	5.4x	
ATS Corporation	ATS	RS	\$57.00		\$40.46	\$3,961	03 - 2026	\$1.69	\$1.92	\$2.06	21.1x	19.6x	\$368	\$401	\$434	12.4x	11.5x	0.0%	2.5x	
Colliers International	CIGI	RS	US\$143.00		US\$98.84	US\$5,051	12 - 2025	US\$6.57	US\$7.51	US\$8.26	13.2x	12.0x	US\$732	US\$839	US\$926	9.6x	8.7x	0.3%	2.0x	
Stella-Jones	SJ	RM	\$95.00		\$79.94	\$4,366	12 - 2025	\$5.56	\$5.80	\$6.54	13.8x	12.2x	\$555	\$574	\$619	9.9x	9.2x	1.7%	2.3x	
Médiane											21.1x	17.6x				11.6x	10.3x	1.0%		

Source: BNCMC, Rapports des sociétés, LSEG

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

*La devise utilisée par Badger pour les transactions est le CAD, mais les prévisions sont en USD.



Jaeme Gloyn, CFA
Analyste
416 869-8042

Adjoint :
Jack Cohen : 416 869-7505

Sélections

- › IGM Financial
- › Trisura Group
- › Element Fleet Management
- › Fairfax Financial

Highlights

■ IGM Financial : IGM annonce une simplification de son organisation pour financer des investissements dans l'IA

Le 17 juin, IGM a annoncé une initiative visant à simplifier le fonctionnement de l'organisation et à créer les capacités nécessaires pour accélérer les investissements dans l'IA. Nous considérons que cette annonce est positive. Elle confirme qu'IGM prend des mesures pour simplifier son organisation et réinvestir dans l'IA et les talents, et fait suite à des communications précédentes donnant à croire qu'une stratégie d'investissement dans l'IA est en cours. En outre, cette initiative et ses investissements connexes sont autofinancés grâce à des économies de coûts annuelles estimées à 70 millions \$ d'ici la fin de 2028, permettant à IGM de maintenir sa prévision de croissance des dépenses de 4 %. Globalement, cette annonce corrobore notre thèse et démontre qu'IGM met en œuvre une gestion prudente de ses dépenses tout en investissant dans des capacités qui devraient, à terme, améliorer la productivité des conseillers, le service à la clientèle et l'efficacité opérationnelle.

■ Brookfield Business Corporation : La vente de Multiplex réalisée à une juste valeur a un effet relatif sur la VAN

Le 18 juin 2026, BBUC a annoncé la conclusion d'un accord en vue de vendre Multiplex, sa branche mondiale de construction, à Obayashi Corp. pour un montant de 650 millions \$ US, incluant 530 millions \$ au comptant et un éventuel complément. L'application de la totalité du prix d'achat de 650 millions \$ US au BAIIA 2025 implique un ratio VE/BAIIA d'environ 10,5x, supérieur au ratio de 8,5x que nous attribuons au segment Services aux entreprises de BBUC. En outre, la direction a indiqué que le prix de la transaction est supérieur à la VAN à laquelle Multiplex est comptabilisée. Multiplex n'ayant aucune dette, l'intégralité du produit de la vente reviendra à BBUC, qui pourra le redéployer dans de nouveaux investissements ou procéder à un rachat d'actions. BBUC a racheté environ 2,4 millions d'actions depuis le début de l'année (soit 1,2 % des actions en circulation), dont 850 000 (0,4 %) au T2. Dans l'ensemble, nous considérons que cette transaction est positive, car BBUC semble obtenir une juste valeur pour cet actif tout en accélérant la dynamique de recyclage du capital.

■ Element Fleet Management : Un partenariat basé sur des TAA et la vente du résiduel soutient un modèle à faible intensité capitalistique

Le 26 juin, EFN a annoncé la clôture d'une émission de TAA pour un montant de 670 millions \$ ainsi que la vente du résiduel d'avoir propre, dans le cadre d'un contrat d'achat du résiduel d'une durée de trois ans. Nous considérons qu'il s'agit d'une bonne nouvelle pour le modèle de financement et la stratégie de faible intensité capitalistique d'EFN. Cette opération ramène le ratio de la dette aux fonds propres *pro forma* d'EFN à 74,9 % (comparativement à 76,4 % au T1 2026) et permet un allègement des fonds propres de plus de 200 millions \$ (soit environ 7,5 % de l'avoir des actionnaires ordinaires). Chose importante, l'accord de trois ans conclu avec Blackstone et CPP signifie qu'EFN continuera de bénéficier d'un traitement hors bilan. Nous estimons que l'accord permettra d'établir un programme d'une envergure totale pouvant atteindre environ 4,5 milliards \$, qui confèrera au bilan d'EFN une souplesse considérable. Notons qu'EFN a été active au chapitre des rachats d'actions, ayant racheté environ 8,1 millions d'actions depuis le début de l'année (soit près de 2 % des actions en circulation). Enfin, nous prévoyons que ce modèle de financement plus diversifié et à faible intensité capitalistique aura un léger effet positif net sur la rentabilité à long terme des contrats de location, car EFN aura probablement moins besoin de recourir à la syndication.

			Cap.	Actions		Dernier	BPA dilué					VCPA							Cours
	Symb.	Cote du	bours.	e.c.	Cours	exercice	2025	2026	est.	C/B	2027	dernier	est.	est.	C/VC	Div.	cible		
		titre	Δ	(Md)	(M)	7/6													déclaré
Financement immobilier																			
Timbercreek Financial	TF	RM	0.54	82.8	6.53	12/2025	0.41	0.58	0.62	11.3	10.5	7.96	7.89	7.82	0.8	0.8	10.6%	7.00	
MCAN Mortgage Corp	MKP	RS	1.05	40.7	25.91	12/2025	1.90	2.21	2.32	11.7	11.2	16.12	16.55	17.19	1.6	1.5	6.7%	27.00	
Atrium Mortgage Investment Corp	AI	RM	0.58	48.1	12.05	12/2025	1.03	1.01	1.03	12.0	11.7	10.98	10.97	10.99	1.1	1.1	7.7%	12.00	
Firm Capital Mortgage Investment Corp	FC	RM	0.44	36.8	12.07	12/2025	1.01	0.99	1.01	12.2	12.0	11.57	11.63	11.70	1.0	1.0	7.8%	12.00	
Dominion Lending Centres Inc	DLCG	RS	0.69	77.0	8.91	12/2025	0.41	0.47	0.58	19.1	15.4	1.76	2.03	2.42	4.4	3.7	2.2%	11.00	
Financement spécialisé																			
Element Fleet Management	EFN	RS	11.50	389.1	29.55	12/2025	US 1.24	US 1.44	US 1.59	14.5	13.2	US 6.79	US 6.98	US 7.60	4.2	3.9	2.1%	50.00	
goeasy	GSY	RM	0.73	16.0	45.71	12/2025	2.80	-2.24	3.02	N/A	15.2	49.97	49.35	52.14	0.9	0.9	0.0%	34.00	
Brookfield Business Corporation	BBUC	RS	US 4.56	144.0	US 31.70	12/2025	US 0.20	US 1.82	US 2.59	17.4	12.2	US 26.17	US 30.50	US 35.77	1.0	0.9	0.8%	US 42.00	
Power Corporation of Canada	POW	RM	57.89	632.1	91.58	12/2025	5.27	6.01	6.63	15.2	13.81	36.52	38.64	41.80	2.4	2.2	3.0%	85.00	
Bourses des valeurs																			
TMX Group	X	RM	13.18	277.1	47.58	12/2025	2.12	2.41	2.69	19.8	17.7	17.62	18.36	19.61	2.6	2.4	2.0%	65.00	
Assurance																			
Definity Financial Corp.	DFY	RS	9.3	120.2	77.48	12/2025	3.52	4.02	4.64	19.3	16.7	33.85	35.74	38.66	2.2	2.0	1.1%	94.00	
Intact Financial Corp.	IFC	RS	53.06	177.0	299.69	12/2025	19.20	17.10	18.04	17.5	16.6	108.78	116.01	126.06	2.6	2.4	2.0%	372.00	
Trisura Group Ltd.	TSU	RS	2.19	47.2	46.33	12/2025	2.85	3.20	3.64	14.5	12.7	19.98	22.24	25.91	2.1	1.8		59.00	
Fairfax Financial Holdings	FFH	RS	50.27	20.6	2437.34	12/2025	US\$213.78	US\$201.75	US\$187.50	8.5	9.2	US 1282.95	US 1464.31	US 1649.04	1.2	1.0	0.9%	3300.00	
Gestion d'actifs																			
Fiera Capital Corp.	FSZ	RM	0.56	106.1	5.31	12/2025	0.87	1.05	1.10	5.1	4.8	2.29	2.59	2.99	2.0	1.8	8.2%	6.00	
IGM Financial Inc.	IGM	RS	19.16	236.6	79.67	12/2025	4.60	5.09	5.64	15.9	14.4	31.78	39.78	42.84	2.0	1.9	3.1%	85.00	
Brookfield Asset Management	BAM	RS	US 76.11	1,619.3	US 47.00	12/2025	US\$1.65	US\$1.81	US\$2.05	25.9	22.9	US 5.30	US 4.99	US 6.87	9.4	6.8	4.4%	US 69.00	
Brookfield Corp.	BN	RS	US 98.98	2,251.5	US 43.90	12/2025	US\$2.53	US\$2.85	US\$3.57	15.4	12.3	US 20.78	US 22.69	US 25.62	1.9	1.7	0.6%	US 60.00	

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, BNCCM

Note : Tous les chiffres de BBUC, BAM et BN sont en USD. Le BPA après dilution et la VCPA sont en USD pour FFH. Tous les autres chiffres sont en CAD.



Zachary Evershed, CFA
Analyste
514 412-0021

—
Adjoint :
Prashant Kamath : 416 869-8504



Nathan Po
Analyste
416 660-1740

—
Adjoint :
Prashant Kamath: 416 869-8504

Sélections

- › Savaria
- › Dexterra
- › Boyd
- › Mattr
- › TerraVest

Faits saillants de la journée des investisseurs

Le 22 juin 2026, Dexterra a organisé sa première journée des investisseurs, doublée d'une visite d'un complexe des sciences judiciaires et du coroner pour lequel DXT assure la gestion intégrée des installations. La direction a insisté sur les priorités stratégiques et les objectifs de croissance à long terme de l'entreprise, soutenus par le potentiel considérable de son expansion aux États-Unis, son modèle hybride différencié de gestion des installations et les facteurs favorables liés au développement de projets d'intérêt national, aux dépenses de défense et à l'expansion des centres de données.

► Dexterra 3.0 : Viser un chiffre d'affaires de plus de 2 milliards \$

La société met actuellement en œuvre le plan Dexterra 2.0, qui cible un chiffre d'affaires de 1,5 milliard \$ et un BAIIA ajusté de 160 millions \$, tandis que Dexterra 3.0 incarne l'ambition à plus long terme de devenir une plateforme nord-américaine de services de soutien de grande envergure, avec pour objectif un chiffre d'affaires de plus de 2,0 milliards \$ et un BAIIA ajusté supérieur à 200 millions \$.

Nous nous attendons à ce que DXT exerce son option d'achat sur la participation résiduelle de 60 % dans PVC fin 2027 ou début 2028, ce qui lui permettra d'atteindre les objectifs de son plan Dexterra 2.0 et d'assurer la transition vers Dexterra 3.0 à partir de 2028. Cette trajectoire implique un TCAC d'environ 14 % tant pour le chiffre d'affaires que pour le BAIIA par rapport aux données de référence de 2024, la direction considérant qu'une croissance d'environ 5 % pour les activités de services de soutien est un scénario de base prudent.

► Facteurs de croissance pour les services de soutien

La direction a insisté sur l'envergure du marché nord-américain de l'externalisation de la gestion des installations, estimé à environ 300 milliards \$ et dont le TCAC devrait atteindre 11 %. Dexterra cible un segment intermédiaire attrayant, celui de clients souvent trop importants pour de petits prestataires locaux, mais ne constituant pas la cible prioritaire des plus grands acteurs mondiaux du secteur. Son modèle hybride, alliant capacités d'exécution en propre et réseau de fournisseurs décentralisé, devrait favoriser l'amélioration de la qualité du service, la gestion des coûts et la responsabilisation vis-à-vis du client, tout en permettant à DXT de dégager une meilleure rentabilité à l'interne.

► Avec le segment ABS, un potentiel de hausse lié aux projets d'intérêt national et aux centres de données

Le segment Services basés sur les actifs (Asset Based Services, ABS) s'appuie sur un parc d'hébergement de 12 000 lits, plus de 40 000 rampes d'accès et une offre intégrée de location et d'installation de camps. Right Choice renforce encore cette plateforme en y ajoutant des actifs de grande qualité dans la région de Montney/Duvernay et en créant des occasions pour rationaliser les camps faisant double emploi, redéployer les capacités et optimiser les taux d'utilisation.

Concernant les projets d'intérêt national, la direction a indiqué qu'ils devraient se concrétiser par vagues successives plutôt que tous en même temps. DXT suit environ 30 projets dans les secteurs de l'activité minière, de l'énergie, des infrastructures, des pipelines, des ports, de la défense dans le Nord et des infrastructures électriques. À mesure que ces projets progressent, ils pourraient alimenter la demande en solutions d'hébergement pour la main-d'œuvre; la société dispose actuellement d'environ 2 000 lits prêts à être redéployés.

Notre cours cible de 16,50 \$ repose sur une valorisation par somme des parties basée sur le BAIIA ajusté 2027e, équivalant à un rendement des FTD de 8,9 %, mais aussi à des FTA à long terme établis par l'application d'un taux d'actualisation de 13,6 %. Nous attribuons à DXT la cote Rendement supérieur, car la société continue d'appliquer fidèlement sa stratégie tout en se négociant à une valorisation attrayante, alors que son titre recèle un potentiel de hausse lié aux projets d'intérêt national et aux centres de données pour les hyperscalers.

Analyse sectorielle

Situations spéciales

	Symb.	Cote du titre	Δ	Cap.	Actions	Dernier exerc. déclaré	BPA dilué			C/B		BAIIA (M)			VE/BAIIA		Div. %	Dette nette/	12 mois			
				bours.	e.c.		Cours	(A)	est.			est.	(A)	est.	est.	Ex1		Ex2	Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex2
				(M)	(M)		7/6	Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	Ex1		Ex2	cible			
ADENTRA	ADEN	RS		885.0	24.3	36.48	12/2025	2.62	2.33	3.21	11.1	8.1	187.9	181.3	207.0	6.4	5.4	1.8%	2.9	52.00		
AGT Food and Ingredients	AGTF	RS		850.5	48.7	17.45	12/2025	1.24	1.16	1.40	15.0	12.5	190.2	205.1	222.6	4.7	3.9	1.1%	0.5	26.00		
Alaris Equity Partners Income Trust	AD	RS		1,097.3	45.4	24.19	12/2025	3.09	1.74	1.49	9.1	11.1	100.6	-	-	-	-	6.3%	-	28.50		
Apotex Health Corp.	APTX	RS		8,461.8	244.4	34.62	3/2026	0.60	1.88	2.31	18.6	15.2	1280.6	1001.7	1090.0	10.8	9.8	0.6%	1.8	43.00		
Boyd Group Services	BYD	RS		3,852.0	27.8	138.41	12/2025	2.78	3.58	5.90	27.9	16.9	376.3	552.7	650.7	8.9	7.8	0.5%	3.6	265.00		
Chemtrade Logistics	CHE	RS		1,801.6	112.8	15.97	12/2025	1.22	1.40	1.67	11.6	9.7	507.4	511.9	552.6	6.0	6.0	4.5%	2.2	23.50		
Doman Building Materials	DBM	RS		997.6	87.7	11.37	12/2025	0.90	0.88	1.17	12.8	9.7	256.4	263.8	296.3	6.7	5.7	4.9%	3.3	13.50		
Dexterra Group	DXT	RS		897.9	62.4	14.09	12/2025	0.86	0.89	1.07	15.7	13.1	122.8	139.6	147.9	7.8	6.9	2.8%	1.7	16.50		
DRI Healthcare Trust	DHT.UN	RS		1,066.1	55.0	19.37	12/2025	2.27	2.07	2.04	6.7	6.8	165.0	170.7	156.4	6.9	7.3	3.2%	2.6	23.50		
Jamieson Wellness	JWEL	RS		1,730.1	41.4	41.81	12/2025	1.85	2.15	2.65	19.3	15.7	159.7	177.8	203.7	12.3	10.5	2.2%	2.0	51.00		
Mattr	MATR	RS		811.0	61.4	13.22	12/2025	0.55	0.79	1.18	16.7	11.2	154.8	169.6	188.6	7.5	6.9	0.0%	2.8	14.50		
Richelieu Hardware	RCH	RM		2,215.9	54.9	40.16	11/2025	1.55	1.80	2.20	22.0	18.0	213.9	231.9	260.9	10.4	8.9	1.6%	1.0	41.00		
Rogers Sugar	RSI	RM		882.2	128.2	6.88	09/2025	0.57	0.54	0.44	12.8	15.7	150.4	158.4	153.8	8.3	8.9	5.2%	2.3	7.00		
Savaria Corporation	SIS	RS		2,160.6	71.7	30.13	12/2025	1.21	1.41	1.58	21.4	19.1	186.3	205.6	226.8	11.2	9.8	1.9%	0.8	37.00		
TerraVest Industries	TVK	RS		2,585.7	21.7	119.21	09/2025	4.13	3.07	4.87	38.3	24.2	264.6	315.5	388.0	12.4	9.8	0.7%	2.8	170.00		

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. | JWEL, TVK, MATR, DHT, RSI, AD, et APTX sont couverts par Nathan Po.

Source: Rapports des sociétés, BNMCC, LSEG



Doug Taylor
Analyste
416 507-8956

Adjoints :
Jack Durno : 417 507-9159
Mike Stevens : 416 869-7490

Sélections

- › Kinaxis (KXS)
- › Shopify (SHOP)
- › D2L (DTOL)

La sélectivité est payante

Les actions canadiennes du secteur de la technologie restent influencées par les tendances mondiales (et en particulier, les tendances dans le secteur des logiciels aux États-Unis); et, bien que le ton se soit amélioré par rapport aux creux touchés plus tôt cette année, la reprise reste peu homogène. Depuis le début de l'année, l'indice S&P/TSX de la technologie de l'information est en repli de 6 %, alors que l'indice S&P/TSX est en hausse de 10 %. Plus globalement, l'indice S&P 500 de la technologie de l'information est en hausse de 17 %, tandis que l'indice S&P 500, plus large, affiche + 10 % à la clôture le 6 juillet. Les sociétés de logiciels américaines ont commencé à briller, le FNB Expanded Tech-Software ETF (IGV) se négociant en hausse d'environ 27 % par rapport à son creux de cette année, tandis que nos titres phares tels que Shopify ont eux aussi solidement rebondi, l'action affichant une progression de près de 26 % par rapport à son creux de cette année, à la clôture le 6 juillet. Selon nous, cette reprise ne signifie pas que le risque de désintermédiation lié à l'IA a disparu, mais plutôt que la valorisation relative, associée aux caractéristiques fondamentales (qui n'ont pas encore donné de signes d'érosion), suscite l'intérêt. Quant à notre groupe de couverture dans son ensemble, nous avons constaté peu de signes d'un impact négatif sur nos estimations (prévisions) actuelles.

En mai, le secteur des logiciels a bénéficié d'un regain d'intérêt, profitant de ce qui ressemblait à une reprise de soulagement favorisée par un assainissement des positions et des événements propres à certaines sociétés — notamment des résultats et des prévisions plus robustes chez des acteurs comme Snowflake, qui ont permis de repousser le scénario plus extrême d'une désintermédiation liée à l'IA. À l'inverse, le mois de juin a vu le secteur reperdre une partie de ce terrain. Il n'existe pas un seul facteur fondamental clair à l'origine de cette évolution; le groupe est resté sensible aux hausses potentielles de taux, tandis que les investisseurs continuaient de s'interroger sur les mêmes questions : l'IA entraîne-t-elle des suppressions d'emplois, absorbe-t-elle une part importante des budgets pour les logiciels traditionnels, diminue-t-elle les valeurs terminales des logiciels existants et réduit-elle les barrières à l'entrée? Les mouvements à court terme dans le secteur semblent encore dépendre davantage des flux, du positionnement et du sentiment du marché, plutôt que des facteurs fondamentaux.

Dans ce contexte, nous privilégions toujours les modèles reposant sur de solides défenses structurelles plutôt que de simples ratios plus faibles. Nous estimons que les entreprises les mieux positionnées sont celles qui se caractérisent par un statut de système de référence, des données exclusives, des marchés finaux stratégiques, des prix plus directement liés à la valeur ou à l'activité de transactions, ainsi qu'une croissance endogène et un levier en termes de trésorerie suffisants pour absorber une demande plus volatile. Nous préférons ainsi Shopify, Kinaxis et Zedcor pour leur forte croissance, D2L et CGI pour leur valeur, et VitalHub parmi les entreprises canadiennes actives en termes de consolidation.

- › **Kinaxis** : continue de dégager une croissance à deux chiffres de ses activités de logiciels-services et de ses revenus récurrents annuels tout en alimentant son levier opérationnel. Nous considérons la nomination du nouveau chef de la direction, Razat Gaurav, comme un atout majeur qui devrait renforcer le levier opérationnel et dynamiser le calibrage de la stratégie ainsi que les lancements de produits. À plus long terme, nous entrevoyons un potentiel de création de valeur du fait de la position de chef de file de Kinaxis dans la planification de la chaîne d'approvisionnement, grâce à des nouveautés telles que Maestro Agents, attendues à l'exercice 2026.
- › **Shopify** : En plus d'être la plateforme vedette du commerce électronique, Shopify devient de plus en plus un acteur de l'IA, ce qui se traduit par une gamme croissante de solutions intégrant des capacités d'IA. Nous pensons également que l'application de l'IA par la société dans ses propres activités entraînera des gains significatifs en termes de levier pour le modèle d'affaires. En outre, nous pensons que Shopify voit sa dynamique s'accélérer au sein de l'entreprise, avec un taux d'adoption croissant.
- › **D2L** : Un titre de croissance intéressant, peu reconnu malgré la performance de sa plateforme LMS et le potentiel d'intégration de l'IA, qui commence à se concrétiser commercialement. La croissance de ses revenus récurrents annuels (RRA) est freinée par les taux de rotation au niveau de l'enseignement primaire et secondaire, qui ne représente qu'environ 10 % des RRA, tandis que son activité principale, dans l'enseignement supérieur, reste plus stable. Les RRA de Lumi ont déjà atteint 3,5 millions \$ US, comparativement à environ 2 millions \$ US au trimestre précédent, 40 % des nouveaux clients intégrant Lumi à leurs achats LMS. À environ 1,3x les ventes 12PM et 8,6x le BAIIA, nous pensons que la valorisation est trop faible pour une plateforme qui jouit de perspectives crédibles vers une croissance à deux chiffres.

	Cote du			Cap. bours.	Actions e.c.	Cours 6/1	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B		BAIIA (M)			VE/BAIIA		Valeur compt.	Ratio d'endet.	Cours cible	
								(A)	est.	est.			(A)	est.	est.					12 mois	Δ
	Symb.	titre	Δ	(M)	(M)			Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2				
Altus Group Limited	AIF	RM		1,630	35.8	45.48	2025	1.78	2.34	2.92	19.4	15.6	502.9	450.3	480.5	3.9	3.7	11.20	31%	45.00	↓
CGI Inc.	GIB.A	RS		20,970	213.1	98.40	2025	8.30	8.94	9.26	11.0	10.6	3,210.4	3,377.2	3,482.8	7.1	6.9	46.93	27%	135.00	↓
Computer Modelling Group Ltd.	CMG	RM		315	79.7	3.95	2025	0.21	0.26	0.30	15.4	13.1	43.7	33.9	38.3	8.8	7.8	0.98	3%	4.50	↓
Constellation Software Inc.	CSU	RS	↑	62,133	21.2	2,931.96	2025	91.88u	115.84u	138.31u	18.3	15.3	3,277.0u	3,912.2u	4,615.0u	11.9	10.1	217.49	50%	3500.00	↑
Coveo Solutions Inc.	CVO	RM		434	93.6	4.64	2025	(0.05u)	0.03u	0.06u	NMF	NMF	(0.8u)	2.8u	6.0u	74.7	35.2	1.03	0%	5.50	↓
Docebo Inc.	DCBO	RM		520u	26.4	19.75u	2025	1.35u	1.86u	2.22u	10.6	8.9	43.9u	56.4u	66.4u	9.5	8.1	(0.02)	0%	21.00u	↓
D2L Inc.	DTOL	RS		565	55.9	10.10	2026	0.37u	0.60u	0.83u	12.1	8.8	32.9u	33.1u	45.8u	6.3	4.6	1.52	0%	14.00	
Kinaxis Inc.	KXS	RS		4,849	28.5	170.20	2025	3.81u	4.33u	5.16u	39.3	33.0	138.4u	165.5u	193.6u	19.2	16.4	13.77	0%	200.00	↓
Kraken Robotics*	PNG	RS		2,925	354.6	8.25	2025	0.01	0.04	0.09	NMF	NMF	24.96	42.32	60.76	67.1	46.7	0.67	10%	13.00	
Lightspeed Commerce Inc.	LSPD	RM		1,380u	139.5	9.89u	2025	0.44u	0.62u	0.91u	16.0	10.8	72.5u	91.7u	132.9u	10.1	7.0	10.63	0%	11.00u	↓
Open Text Corporation	OTEX	RS		6,293u	248.0	25.38u	2025	3.82u	4.25u	4.44u	6.0	5.7	1,784.5u	1,865.0u	1,955.5u	6.0	5.8	15.99	61%	33.00u	↓
Real Matters Inc.	REAL	RM		408	74.7	5.46	2025	(0.05u)	0.04u	0.15u	NMF	35.3	(3.2u)	4.7u	15.2u	53.5	16.7	1.19	0%	6.50	↓
Shopify Inc.	SHOP	RS		161,773u	1303.4	124.12u	2025	1.57u	1.97u	2.63u	NMF	47.1	2,009.0u	2,767.0u	3,565.8u	56.4	43.8	9.59	0%	155.00u	↓
Tecsys Inc	TCS	RS	↑	552	14.7	37.49	2025	0.30	0.36	0.66	NMF	NMF	13.4	17.3	24.9	30.5	21.2	4.68	0%	46.00	↑
VitalHub	VHI	RS		494	64.8	7.62	2025	0.10	0.17	0.27	43.8	28.0	26.6	33.8	39.2	11.0	9.5	4.16	0%	11.00	↓
Zedcor Inc.	ZDC	RS		654	110.9	5.90	2025	0.02	(0.01)	0.03	NMF	NMF	21.8	35.4	55.1	19.4	12.5	0.84	36%	7.50	

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, BNMC, LSEG ; * Couvert par Mike Stevens

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

—

Adjoints :
Bilal Khan : 416 869-8047
Zaki Khan : 514 879-2336

Sélections

- › Cineplex
- › Rogers
- › Spin Master

Spin Master

Spin Master – Les résultats du T2 sont attendus le 30 juillet, alors que la société se prépare à un deuxième semestre habituellement important :

Le T2 2025 offre des données comparables faciles à soutenir, car les détaillants avaient anticipé leurs commandes au T1 2025 en prévision du jour de la libération. Lors de la conférence téléphonique sur les résultats du T1 2026, la direction de TOY tablait pour le T2 2026 sur une croissance stable à faible (environ 1 % à 5 %) du chiffre d'affaires et du BAIIA ajusté. Lors d'une conférence destinée aux investisseurs le 2 juin, la direction a indiqué que certaines commandes du T3 étaient anticipées au T2. Nous prévoyons une hausse des ventes de produits bruts de 7,3 %, à 398 millions \$, des revenus tirés des ventes de jouets en hausse de 7,2 %, à 346 millions \$ (consensus 325 millions \$), des revenus tirés du segment Divertissement en baisse de 0,5 %, à 32 millions \$ (consensus 32 millions \$), des revenus tirés des Jeux numériques en baisse de 8 %, à 42,6 millions \$ (consensus 46 millions \$), pour un chiffre d'affaires total en hausse de 4,8 %, à 420 millions \$ (consensus 403 millions \$ ou 407 millions \$ hors éléments exceptionnels), et un BAIIA ajusté en progression de 8 %, à 31 millions \$ (consensus 26 millions \$ ou 29 millions \$ hors éléments exceptionnels). Sous réserve du calendrier de certaines dépenses administratives, nous pensons que nos prévisions pourraient être revues à la hausse. TOY a reçu des remboursements de sommes versées au titre des droits de douane au T2; la direction donnera plus d'informations à ce sujet lors de la conférence téléphonique sur les résultats du T2. Nous nous attendons à ce que les remboursements reçus en 2026 soient appliqués au paiement d'autres droits de douane et aux coûts liés à la hausse des prix du pétrole, une alternative aux hausses de prix des produits, parmi d'autres options d'atténuation. TOY s'attend à ce que le chiffre d'affaires soit stable en 2026, voire en hausse d'environ 1 % à 5 % par rapport à un résultat de 2,11 milliards \$ en 2025, avec un BAIIA ajusté en progression d'environ 5 % à 9 % par rapport à un résultat de 357 millions \$ en 2025. Le troisième film de *La Pat'Patrouille* (sortie prévue le 14 août) devrait rapporter 20 millions \$ au chiffre d'affaires et au BAIIA du T3, avec une contribution possible au T4. Les revenus tirés du segment Divertissement devraient rester relativement stables au premier semestre, avant d'enregistrer une croissance au deuxième grâce au film. Le segment Jeux numériques devrait connaître une croissance au deuxième semestre grâce au nouveau jeu *La Pat'Patrouille* prévu pour la mi-juillet (non inclus initialement dans l'abonnement Piknik), au jeu *Gabby et la Maison magique* qui sera ajouté à Piknik cette semaine, ainsi qu'à de nouveaux partenariats payants sur Toca Boca World, entre autres améliorations apportées à la plateforme de Jeux numériques. Les ventes aux points de vente sur le marché exploitable total de TOY affichent une hausse de 0,8 % jusqu'en mai; les mois de juin et juillet pourraient toutefois être négatifs compte tenu des gains générés l'année dernière par *Superman* et *Comment dresser votre dragon*; la croissance devrait toutefois reprendre grâce au film *La Pat'Patrouille*, dont les produits dérivés seront disponibles chez Amazon et Target en juillet, puis chez Walmart début août. L'une des priorités de TOY pour 2026 était de relancer la croissance de Melissa & Doug, ce qui devrait se concrétiser dans les ventes en points de vente et le chiffre d'affaires au deuxième semestre d'après les informations communiquées début juin. Notre cours cible pour TOY repose sur notre estimation des FTD 2026E, avec des ratios implicites VE/BAIIA de 5,7x et 5,2x d'après nos estimations pour 2026E et 2027E, respectivement. Nous utilisons un taux de change de 1,35, sachant qu'un taux de 1,40 ajoute 1 \$ C A par action.

				Cap.	Actions	Cours 7/6	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B		BAIIA (M\$)			VE/BAIIA		Valeur compt.	Ratio d'endet.	Cours cible			
	Symb.	Cote du	Δ	bours. (M)	e.c. (M)			(A)	est.	est.	Ex1	Ex2	(A)	est.	est.	Ex1	Ex2			Ex1	Ex2	12 mois	Δ
		titre																					
Radiodiffusion et divertissement																							
Cineplex Inc.	CGX	RS		729	63.0	11.57	12/2025	(0.58)	0.37	0.77	30.9	15.0	91.6	160.0	178.9	8.5	7.3	-1.65	1.18	13.50			
Corus Entertainment Inc.	CJR.b	RI		7	199.4	0.04	08/2025	(0.36)	(0.31)	(0.28)	NM	NM	189.3	134.4	118.5	8.7	9.8	-3.80	2.84	0.01			
WildBrain Ltd.	WILD	RM		282	213.5	1.32	06/2025	(0.58)	(0.37)	0.06	NM	21.7	26.7	28.9	35.6	5.8	3.5	1.30	-0.68	1.75			
Spin Master Corp.	TOY	RS		2,121	100.7	21.06	12/2025	1.33	1.40	1.58	15.1	13.3	357.1	384.0	403.5	4.7	4.3	11.69	0.09	25.00			
Stingray Group Inc.	RAY.a	RS		1,032	68.1	15.15	03/2025	1.05	1.33	2.22	11.4	6.8	142.2	160.2	232.0	8.4	6.4	3.11	0.74	20.00			
TVA Group Inc.	TVA.b	RM		74	43.2	1.72	12/2025	0.46	0.14	0.18	12.5	9.4	49.9	26.8	27.8	2.0	1.4	8.06	-0.06	1.30			
Impression et édition																							
Thomson Reuters Corp.	TRI	RS		54,449	436.5	124.74	12/2025	3.92	4.55	5.19	27.4	24.0	2936.0	3248.1	3591.5	12.4	11.0	26.70	0.16	175.00			
Transcontinental Inc.	TCL.a	RS		470	83.6	5.62	10/2025	2.59	1.13	1.27	5.0	4.4	466.2	211.7	215.5	3.7	3.2	4.63	0.54	8.00			
Publicité et marketing																							
VerticalScope Holdings Inc.	FORA	RM		59	21.7	2.72	12/2025	(0.37)	(0.24)	(0.17)	NM	NM	21.1	18.5	20.1	3.2	2.2	3.35	0.26	4.25			
Yellow Pages Ltd.	Y	RM		177	13.8	12.88	12/2025	1.86	1.23	1.13	10.5	11.4	43.0	34.5	29.3	3.4	3.8	4.41	-0.38	12.00			
Télécommunications																							
BCE Inc.	BCE	RS		27,686	932.5	29.69	12/2025	2.80	2.54	2.54	11.7	11.7	10658.0	10802.9	11085.0	6.7	6.3	21.57	0.66	38.00	↓		
Cogeco Communications Inc.	CCA	RS		2,668	42.0	63.51	08/2025	7.94	8.66	8.49	7.3	7.5	1442.6	1400.0	1372.8	5.3	5.2	76.67	0.55	75.00			
Quebecor Inc.	QBR.b	RS		15,596	225.6	69.14	12/2025	3.81	4.27	4.79	16.2	14.4	2393.2	2507.6	2623.2	8.8	8.1	11.87	0.71	74.00	↑		
Rogers Communications Inc.	RCI.b	RS		24,170	540.2	44.74	12/2025	5.02	4.70	4.92	9.5	9.1	9820.0	9974.6	10106.4	7.6	6.6	33.27	0.61	62.00	↓		
Telus Corp.	T	RS		22,713	1561.0	14.55	12/2025	0.92	0.88	0.96	16.6	15.1	7354.0	7454.0	7672.1	7.0	6.6	9.97	0.61	19.00	↓		

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 BNCMC

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



Cameron Doerksen, CFA
Analyste
514 879-2579

Adjoint :
Andrew Pikul, CFA : 416 869-6579

Sélections

- › CAE
- › Exchange Income
- › Mullen Group

Des perspectives plus positives pour Air Canada

Nous avons relevé récemment notre cote pour Air Canada (Rendement supérieur, cours cible de 29,00 \$) de Rendement moyen à Rendement supérieur, car la baisse des prix du kérosène et un risque que nous jugeons plus faible de perturbations liées à des conflits sociaux cet été offrent une toile de fond plus positive. Même si les résultats du T2 et, dans une moindre mesure, ceux aussi du T3 pâtiront de la hausse des prix du carburant, nous entrevoyons un potentiel d'appréciation du titre.

▣ Les prix du kérosène restent élevés, mais ils ont nettement diminué

Par rapport à l'année dernière, les prix du kérosène restent élevés, et l'affaiblissement du dollar canadien est une difficulté de plus en termes de coûts pour Air Canada. Cependant, les prix du carburant ont nettement diminué dernièrement par rapport aux pics observés à la fin du T1 et au début du T2 (ils se situent actuellement à 1,20 \$ CA/litre, comparativement à une moyenne au comptant de 1,46 \$ CA au T2). Alors que nous estimions auparavant qu'Air Canada devrait améliorer son rendement de plus de 15 % pour couvrir totalement la hausse des prix du kérosène au deuxième semestre de 2026 (toutes choses étant égales par ailleurs), suite à la récente baisse des prix du carburant, nous pensons désormais que cette amélioration ne devrait plus être que de 7 %. À supposer que les tensions géopolitiques continuent de s'apaiser, nous pensons que les prix du carburant pourraient baisser davantage, ce qui devrait se répercuter positivement sur les actions d'AC.

▣ La demande s'est en partie effondrée, mais les rendements promettent d'être favorables ces prochains trimestres

Air Canada a commencé à observer une certaine résistance aux hausses de prix des billets d'avion, en particulier de la part de clients voyageant pour leur agrément. De ce fait, les hausses de rendements pourraient ne pas être aussi solides qu'on le pensait auparavant pendant la haute saison estivale. Cependant, les prix du kérosène ont baissé, et Air Canada a enregistré des rendements plus élevés en se basant sur des prix du kérosène supérieurs aux niveaux actuels jusqu'à un stade bien avancé au T4. Nous continuons donc de nous attendre à ce que la compagnie aérienne bénéficie d'un soutien solide en matière de rendements au cours des prochains trimestres. En outre, dès le T2, Air Canada sera exposée à des données comparables plus faciles à soutenir sur les liaisons transfrontalières avec les États-Unis (où la demande semble s'être stabilisée). Les données comparables seront également plus favorables au T3 et, dans une moindre mesure, au T4 en raison de la grève du personnel navigant en fin d'été dernier.

▣ De meilleures perspectives en termes de relations avec les employés

Le risque d'un nouveau conflit social cet été figurait parmi nos préoccupations majeures concernant Air Canada, mais la compagnie a conclu un nouvel accord avec ses agents du service à la clientèle au début du mois de juin. Un accord provisoire conclu avec le personnel d'entretien et de services au sol a été rejeté de peu fin juin, mais compte tenu du résultat très serré du vote, nous sommes davantage convaincus qu'un accord pourra être conclu sans perturbation. Dans ce cas, tous les grands syndicats d'Air Canada auront accepté de renouveler leurs conventions collectives, et la hausse annuelle des coûts de main-d'œuvre sera plus modérée à partir de 2027.

▣ Pleins feux sur la valeur d'Aeroplan

Nous avons publié récemment un rapport thématique détaillé sur la valeur du programme de fidélité d'Air Canada, Aeroplan. Nous considérons qu'il s'agit d'un actif sous-évalué de la compagnie, à l'origine de flux de trésorerie croissants, moins cycliques et aux marges plus élevées, qui lui confère également un net avantage concurrentiel. Bien qu'Aeroplan soit une composante essentielle des activités d'Air Canada, qui ne fera pas l'objet d'une monétisation, compte tenu de la valeur attribuée aux programmes de fidélité d'autres compagnies aériennes en tant qu'entités séparées, nous considérons qu'Aeroplan soutient la valorisation des actions d'Air Canada.

	Symb.	Cote du titre	Δ	Actions		Cap. bours. (M)	Dernier exercice déclaré	BPA			C/B		BAIIA			VE/BAIIA		Ratio d'endet.	Cours cible		Δ
				e.c. (M)	Cours 7-6			(A) Dernier Ex	est. Ex1	est. Ex2			(A) Denier Ex	est. Ex1	est. Ex2				Ex1	Ex2	
Air Canada	AC	RS	↑	287	25.20	7,234	12/2025	1.47	0.93	1.48	27.2x	17.1x	3,124	3,095	3,553	3.9x	3.4x	64%	29.00	↑	
Bombardier Inc.	BBD.b	RM		101	344.72	34,649	12/2025	u7.72	u9.11	u10.43	26.6x	23.3x	u1,559	u1,631	u1,825	16.9x	15.1x	na	296.00		
BRP Inc.	DOO	RM		74	84.57	6,252	01/2026	5.21	3.10	3.49	27.2x	24.3x	1,103	938	1,006	9.0x	8.4x	76%	84.00		
CAE Inc.	CAE	RS		323	37.85	12,233	03/2026	1.20	1.22	1.50	31.1x	25.2x	1,171	1,146	1,260	13.0x	11.8x	33%	49.00		
Canadian National Rail	CNR	RM		612	172.65	105,645	12/2025	7.63	7.74	8.66	22.3x	19.9x	8,525	8,703	9,359	14.7x	13.6x	51%	173.00	↑	
Canadian Pacific Kansas City Ltd.	CP	RS		897	125.04	112,198	12/2025	4.61	5.03	5.75	24.9x	21.8x	7,628	8,099	8,817	16.8x	15.4x	34%	132.00	↑	
Cargojet Inc.	CJT	RS		15	86.59	1,292	12/2025	4.45	3.25	3.76	26.7x	23.0x	326	332	341	6.6x	6.5x	55%	108.00		
Chorus Aviation Inc.	CHR	RS		23	24.39	572	12/2025	2.27	1.97	1.95	12.4x	12.5x	207	176	171	4.9x	5.0x	36%	28.00		
Exchange Income Corporation	EIF	RS		56	133.69	7,530	12/2025	3.61	4.30	4.94	31.1x	27.0x	754	870	965	11.4x	10.3x	57%	125.00		
Mullen Group Ltd.	MTL	RS		96	21.40	2,053	12/2025	0.94	1.20	1.34	17.8x	16.0x	323	364	388	8.1x	7.6x	44%	23.00		
NFI Group Inc.	NFI	RS		119	23.64	2,822	12/2025	u0.72	u1.11	u1.41	14.9x	11.8x	u336	u400	u446	8.1x	7.2x	63%	26.00		
Transat A.T. Inc.	TRZ	RI		41	2.36	96	10/2025	-2.42	-4.68	-0.74	na	na	271	144	318	11.3x	5.1x	na	2.00	↓	
TFI International Inc.	TFII	RS		82	200.21	16,450	12/2025	u4.37	u5.24	u7.11	26.9x	19.8x	u1,157	u1,225	u1,440	11.9x	10.1x	53%	208.00		

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, BNCMC

Ancaster • 911, Golf Links Road, Suite 201, Ancaster, ON, L9K 1H9 • 905-648-3813
 Baie-Comeau • 600, boul. Lafleche, bureau 340-B, Baie-Comeau, QC, G5C 2X8 • 418-296-8838
 Baie-Saint-Paul • 11, rue Saint-Jean-Baptiste, bureau 205, Baie-Saint-Paul, QC, G3Z 1M1 • 418-649-2558
 Barrie • 126 Collier Street, Barrie, ON, L4M 1H4 • 705-719-1190
 Beauce • 11333, 1^{ère} 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 Binscarth Rd, Toronto, ON, M4W 1Y1 • 416-929-6432
 Boucherville • 500, rue d'Avaugour, bureau 1000, Boucherville, QC, J4B 0G6 • 450-261-5271
 Brampton • 10520 Torbram Road (at Sandalwood Parkway), Brampton, ON, L6R 2S3 • 905-456-1515
 Brandon • 633-C, 18th Street, Brandon, MB, R7A 5B3 • 204-571-3200
 Bromont • 82 boul. de Bromont, bureau 103, Bromont, QC, J2L 2K3 • 450-534-1414
 Calgary • 239 8th Ave., SW, Suite 100, Calgary, AB, T2P 1B9 • 403-476-0398
 Calgary - Southport • 1100-10655, Southport Road SW, Southland Tower, Calgary, AB, T2W 4Y1 • 403-301-4859
 Calgary - West • 3810-855, 2nd Street SW, Calgary, AB, T2P 4J8 • 403-410-9814
 Chatham • 902 St. Clair Street, unit 3, Chatham, Ontario, N7L 0E8 • 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 • 10180, 101^{re} rue, 12^e étage, Bureau 1200, Edmonton, AB, T5J 3S4 • 780-412-6600
 Edmonton - CWB • 10180, 101^{re} rue, 12^e étage, Bureau 1200, Edmonton, AB, T5J 3S4 • 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 250, 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
 Hamilton • 123 James St. North, Hamilton, ON, L8R 2K8 • 905-524-2464
 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 • 5550 rue Frontenac, local 209, QC, G6B 1H5 • 819-583-6035
 Laval • 2500, boulevard Daniel Johnson, Bureau 700, Laval, QC, H7T 2P6 • 450-686-5700
 Lethbridge • 404, 6th Street South, Lethbridge, AB, T1J 2C9 • 403-388-1900
 Lévis • 49B, route du Président-Kennedy, Lévis, QC, G6V 6C3 • 418-833-8020
 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 • 915, rue Principale Ouest, Magog, QC, J1X 2B7 • 819-868-0227
 Medicine Hat • 505, 1st Street South East, Suite 102, Medicine Hat, AB, T1A 0A9 • 403-488-4674
 Mississauga • 350, Burnhamthorpe road West, Suite 603, Mississauga, ON, L5B 3J1 • 905-272-2799
 Mississauga North • 350, Burnhamthorpe Rd West, Suite 603, Mississauga, ON, L5B 3J1 • 905-272-2799
 Moncton • 735 Main Street, Suite 300, Moncton, NB, E1C 1E5 • 506-857-9926
 Mont Saint-Hilaire • 450 boul. Sir-Wilfrid-Laurier local 208, Mont-St-Hilaire, QC, J3H 3N9 • 450-467-4770
 Mont-Tremblant • 1104, rue de Saint-Jovite, 2^e étage, Mont-Tremblant, QC, J8E 3J9 • 450-569-3440
 Montréal International • 1, Place Ville-Marie, Bureau 1700, Montréal, QC, H3B 2C1 • 514-879-5576
 Montréal L'Acadie • 9001, boulevard de l'Acadie, Bureau 802, Montréal, QC, H4N 3H5 • 514-389-5506
 North Bay • 680 Cassells Street, Suite 101, North Bay, ON, P1B 4A2 • 705-476-6360
 Oakville • 305 Church Street, Oakville, ON, L6J 7T2 • 905-849-3558
 Oshawa • 575 Thornton Road North, Oshawa, ON, L1J 8L5 • 905-433-0210
 Ottawa • 50 O'Connor Street, Suite 1602, Ottawa, ON, K1P 6L2 • 613-236-0103
 Outremont • 1160, boulevard Laurier Ouest, App. 1, Outremont, QC, H2V 2L5 • 514-276-3532

Owen Sound • 17 17 2nd Ave. E., Suite 202, Owen Sound, ON, N4K 6V4 • 519-372-1277
 Peterborough • 201 George Street North, suite 4A, Peterborough, ON, K9J 3G7 • 705-740-1110
 Plessisville • 1719, rue St-Calixte, Plessisville, QC, G6L 1R2 • 819-362-6000
 Kirkland • 16,766 Route Transcanadienne, bureau 503, Kirkland, QC, H9H 4M7 • 514-426-2522
 PVM Montréal • 1, Place Ville-Marie, Bureau 1700, Montréal, QC, H3B 2C1 • 514-879-5200
 Québec • 500, Grande-Allée Est, Bureau 400, Québec, QC, G1R 2J7 • 418-649-2525
 Québec - Sainte-Foy • Place de la Cité, 2600, boulevard Laurier, Bureau 700, Québec, QC, G1V 4W2 • 418-654-2323
 Red Deer • 4719, 48th Avenue, Suite 200, Red Deer, AB, T4N 3T1 • 403-348-2600
 Regina • 2075, Prince Of Wales Drive, Suite 305, Regina, SK, S4V 3A3 • 306-781-0500
 Repentigny • 492, rue Notre-Dame, Repentigny, Québec, J6A 2T7 • 450-582-7001
 Richmond • 4991, No. 3 Road, Richmond, BC, V6X 2C3 • 604-658-8050
 Richmond Hill • 9130 Leslie Street, Suite 200, Richmond Hill, ON, L4B 0B9 • 416-753-4016
 Richmond Hill Highway 7 • 500, Highway 7 Est, Richmond Hill, ON, L4B 1J1 • 905-882-6094
 Rimouski • 127, boulevard René-Lepage Est, Bureau 100, Rimouski, QC, G5L 1P1 • 418-721-6767
 Rivière-du-Loup • 10, rue Beaubien, Rivière-du-Loup, QC, G5R 1H7 • 418-867-7900
 Rouyn-Noranda • 104, 8^e rue, Rouyn-Noranda, QC, J9X 2A6 • 819-762-4347
 Saint John • 69 King Street, 2nd floor, St-John, NB, E2L 2B1 • 506-642-1740
 Sainte-Marie-de-Beauce • 249, Du Collège, Bureau 100, Ste-Marie, QC, G6E 3Y1 • 418-387-8155
 Saint-Félicien • 1177 Boul. Saint-Félicien, 2^e étage, bureau 201, Saint-Félicien, QC, G8K 3J1 • 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
 Stittsville • 5557 Hazeldean Rd. Stittsville, ON, K2S 0P5 • 613-836-1919
 Sudbury • 10 Elm Street, Suite 501, Sudbury, ON, P3C 1S8 • 705-671-1160
 Thedford Mines • 222, boulevard Frontenac Ouest, bureau 200, Thedford Mines, QC, G6G 6N7 • 418-338-6183
 Thunder Bay • 979, Alloy Dr, Suite 104, Thunder Bay, ON, P7B 5Z8 • 807-683-1777
 Toronto 1 • Exchange Tower, 130 King Street West, Suite 3200, Toronto, ON, M5X 1J9 • 416-869-3707
 Trois-Rivières • 7200, rue Marion, Trois-Rivières, QC, G9A 0A5 • 819-379-0000
 Val d'Or • 840, 3^e avenue, Val d'Or, QC, J9P 1T1 • 819-824-3687
 Valleyfield • 1356, boulevard Monseigneur-Langlois, Valleyfield, QC, J6S 1E3 • 450-370-4656
 Vancouver - PB1859 • 1076 Alberni Street, Suite 201, Vancouver, BC, V6A 1A3 • 778-783-6420
 Vancouver 1 • 475 Howe Street, Suite 3000, Vancouver, BC, V6C 2B3 • 604-623-6777
 Vernon North • 2706, 30th Ave, Suite 105, Vernon, BC, V1T 2B6 • 250-558-5431
 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 • 212 1, 160th Street, Surrey, BC, V3Z 9N6 • 604-541-4925
 Windsor • 1 Riverside Drive West, Suite 600, Windsor, ON, N9A 5K3 • 519-258-5810
 Winnipeg • 1000-400 St. Mary Avenue, Winnipeg, Manitoba, R3C 4K5 • 204-925-2250
 Yorkton • 440, rue Broadway Est, RDC, Unité 1, Yorkton, SK, S3N 3Z3 • 306-782-6450

International

NBF Securities UK

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

New York

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

National Bank of Canada Financial Inc.

New York

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

Membre de

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

Montréal Financière Banque Nationale

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

Toronto National Bank Financial

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

Calgary National Bank Financial

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

Canada (Sans frais)

1 800 361-8838
1 800 361-9522

United States (Sans frais)

1 800 678-7155

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

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

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

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

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 effectuer des achats ou des ventes de ces titres à l'occasion, sur les marchés publics ou autrement. FBN, ses sociétés affiliées peuvent agir à titre de teneurs de marché relativement aux titres mentionnés dans le présent rapport. Le présent rapport ne peut pas être considéré comme indépendant des intérêts propres de FBN et de ses sociétés affiliées.

FBN est membre du Fonds canadien de protection des épargnants.

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

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

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 Prudentiel et de Résolution (« ACPR ») pour fournir des services d'investissement en France et a passé son dossier 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 S.A. 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 NBFC.

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

Ce document peut contenir des informations au sujet de produits de placement dont l'offre au public de Hong Kong n'est pas autorisée par la SFC et ces informations seront uniquement mises à la disposition de personnes qui sont des investisseurs professionnels [au sens de « Professional Investors », tel que défini par la Securities and Futures Ordinance de Hong Kong (« SFO »)]. Si vous avez des doutes quant à votre statut, vous devriez consulter un conseiller financier ou 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 au sein du groupe de la Banque Nationale du Canada, y compris la Banque Nationale du Canada et Financière Banque Nationale inc., n'est titulaire d'un permis de la SFC ni n'est inscrite auprès de la SFC. Par conséquent, ces entités et leurs employés ne sont pas autorisés à ni n'ont l'intention de : (i) se livrer à une activité réglementée à Hong Kong; (ii) se présenter comme s'ils se 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 le peuvent les renseignements, les opinions ou les conclusions qu'il contient sans, dans chaque cas, le consentement préalable et écrit de la FBN.

