



**BANQUE NATIONALE
DU CANADA**

MARCHÉS DES CAPITAUX



L'avantage familial

Bâtir des ponts entre
le Canada et l'Asie:
perspectives mondiales
des entreprises familiales

Édition 2026

Auteurs et contributeurs

Vincent Joli-Coeur

Président du conseil, Asie-Pacifique
et vice-président du conseil,
Marchés des capitaux

Philippe Lefebvre Duquette

Directeur, Marchés des capitaux

Comité de l'Indice BNC des entreprises familiales:

Wendy Ramkerrysingh

Vice-présidente et cheffe de la Conformité,
Marchés des capitaux

Louis Arcand

Directeur général et cochef, Transactions
et produits spécialisés, Affaires juridiques,
Marchés des capitaux

M^e Jean-Pierre Chamberland

Associé, Fasken Martineau DuMoulin
S.E.N.C.R.L., s.r.l. (conseil externe)

Greg Colman

Directeur général et chef, Recherche –
Actions, Marchés des capitaux

Linda Ma, CFA

Directrice, Recherche – Actions
– FNB et produits financiers,
Marchés des capitaux

Tiffany Zhang

Directrice, Recherche – Actions
– FNB et produits financiers,
Marchés des capitaux

Collaboration universitaire

Professeur Karl Moore

Professeur agrégé à la Faculté de
gestion Desautels de l'Université McGill
et associé, Green Templeton College,
Université d'Oxford

Chefs d'entreprises interviewés

Dominic Barton

Président du conseil d'administration
de Rio Tinto, ancien associé directeur
mondial de McKinsey & Company, ancien
ambassadeur du Canada en Chine,
président émérite du Conseil consultatif
des chefs d'entreprise sur l'Asie

Frank J. Sixt

Directeur général, codirecteur général de
groupe et directeur financier de groupe
de CK Hutchison Holdings Limited

John Witt

Directeur général de groupe,
Jardine Matheson Holdings Limited
(de juin 2020 à novembre 2025) et
président du conseil, Hongkong Land
(d'octobre 2024 à aujourd'hui)

Organisations de premier plan établissant des liens entre le Canada et l'Asie

Fondation Asie Pacifique du Canada (FAPC)

Jeff Nankivell

Président et chef de la direction

Conseil commercial Canada-ANASE (CCCA)

Wayne C. Farmer

Président

Chambre de commerce canadienne à Hong Kong (CanChamHK)

Patrick Lévesque

Directeur général

Conseil d'affaires Canada-Chine (CCBC)

Olivier Desmarais

Président

Les Chambres de commerce canadiennes de l'Indo-Pacifique (CCIP)

Adam Janikowski

Cofondateur

Éditions précédentes de *L'avantage familial* BNC

Rapports numériques:

<https://www.nbc.ca/fr/marchesdescapitaux/avantage-familial-bnc.html>





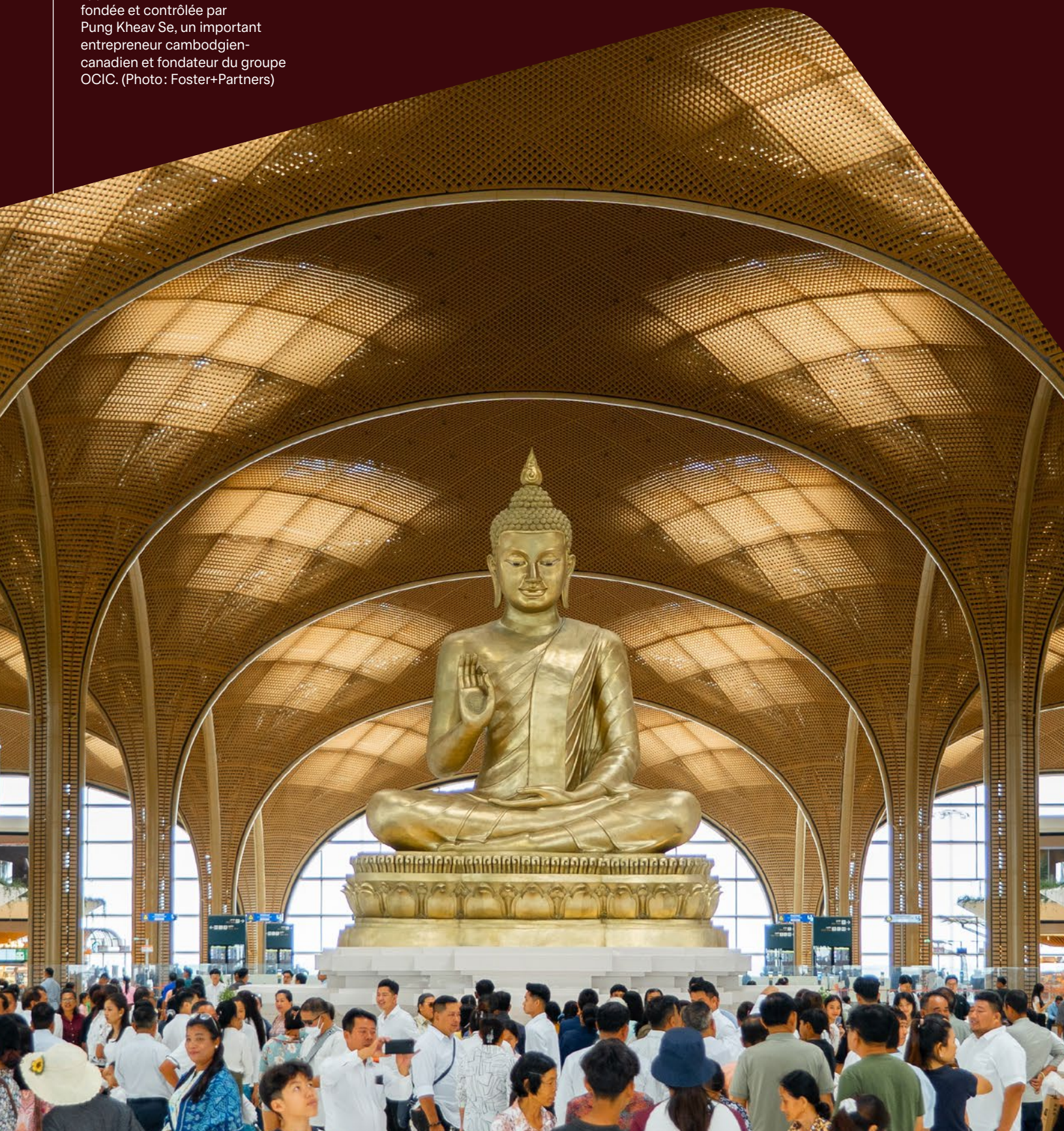
Port de Vancouver sur la côte du Pacifique. (Photo: Adrian Yu, Unsplash)

Table des matières

Avant-propos	4
Introduction	9
Portraits de dirigeants d'entreprises familiales	12
CK Hutchison Holdings Limited: Frank J. Sixt	14
Rio Tinto: Dominic Barton, BBM.....	22
Jardine Matheson Holdings Limited: John Witt.....	28
Organisations de premier plan établissant des liens entre le Canada et l'Asie	33
1. Aperçu: Fondation Asie Pacifique du Canada (FAPC).....	34
2. Aperçu: Conseil commercial Canada-ANASE (CCCA).....	34
3. Aperçu: Chambre de commerce canadienne à Hong Kong (CanChamHK).....	35
4. Aperçu: Conseil d'affaires Canada-Chine (CCBC).....	35
5. Aperçu: Les Chambres de commerce canadiennes de l'Indo-Pacifique (CCIP)	35
Le rendement supérieur de l'Indice BNC des entreprises familiales	36
Définition d'une entreprise familiale.....	37
Entreprises contrôlées au Canada: mesures de gouvernance	38
Critères quantitatifs de sélection additionnels	40
Maintien du rendement supérieur à long terme.....	44
Pondérations et répartitions	46
Annexe – Rapports de recherche sur les sociétés membres de l'Indice BNC des entreprises familiales	48

Avant-propos

Le nouvel aéroport international
Techo de Phnom Penh, KTI,
appartenant à OCIC, société
fondée et contrôlée par
Pung Kheav Se, un important
entrepreneur cambodgien-
canadien et fondateur du groupe
OCIC. (Photo: Foster+Partners)





Nous présentons la sixième édition du rapport sur les entreprises familiales de la BNC dans un contexte de transformation profonde de l'environnement mondial des affaires. Face aux turbulences internationales, l'appel à un leadership résilient et axé sur le long terme n'a jamais été aussi pressant. Dans ce contexte en pleine évolution, les entreprises contrôlées par une famille deviennent des piliers inébranlables : des modèles de stabilité, d'innovation et de création de valeur à long terme.

L'Indice BNC des entreprises familiales (symbole boursier : NBCFAMTR) témoigne de façon convaincante de l'influence de ces entreprises, assurant le suivi de 41 entreprises familiales de premier plan qui représentent près du quart de la capitalisation boursière de l'indice composé S&P/TSX. Au cours des 20 dernières années, l'Indice BNC des entreprises familiales a généré un alpha de 157% par rapport à l'indice composé S&P TSX.

Dans son discours du 20 janvier 2026 au Forum économique mondial à Davos, le premier ministre du Canada, Mark Carney, a déclaré ce qui suit : « [...] nous sommes en pleine rupture, et non en pleine transition. Au cours des deux dernières décennies, une série de crises financières, sanitaires, énergétiques et géopolitiques a mis en évidence les risques d'une intégration mondiale extrême. [...] Les Canadiens et les Canadiennes comprennent que notre conception traditionnelle et rassurante selon laquelle notre situation géographique et nos alliances nous garantissaient automatiquement la prospérité et la sécurité ne tient plus. »¹

Face aux bouleversements du commerce mondial avec son principal partenaire commercial, les États-Unis, le Canada s'est engagé à diversifier et à renforcer ses partenariats commerciaux à l'échelle mondiale, ainsi qu'à doubler ses exportations vers les pays autres que les États-Unis au cours de la prochaine décennie.

Le Canada est un pays du Pacifique

Le Canada occupe une position unique au sein du G7 en raison de son accès aux océans Pacifique, Atlantique et Arctique. Son emplacement géographique permet des déplacements aériens plus rapides vers Tokyo ou Shanghai au départ de Montréal ou Toronto que de New York ou Boston.

En Colombie-Britannique, porte d'entrée du Canada sur le Pacifique, le port de Vancouver à lui seul traite plus de marchandises échangées avec la région de l'Asie-Pacifique que les cinq autres plus grands ports canadiens réunis et se classe comme la principale plaque tournante du commerce transpacifique du continent. Vancouver sert de plaque tournante du transport entre le Canada et l'Asie-Pacifique depuis l'arrivée, en 1886, du premier train de voyageurs vers la côte Ouest par le Chemin de fer Canadien Pacifique, reliant Montréal et Vancouver sur une distance de plus de 3 200 km.

Il y a plus d'un siècle, les liens entre le Canada et l'Asie-Pacifique étaient si étroits que le Canadien Pacifique annonçait que son nouveau chemin de fer transcontinental serait la nouvelle « autoroute vers l'Orient » et que ses navires permettaient de traverser le Pacifique en un temps record, reliant Vancouver au Japon en 10 jours et à Hong Kong en 19 jours.

Compte tenu de l'ambition déclarée du Canada d'accroître et de diversifier ses échanges commerciaux, les chefs d'entreprise canadiens doivent manifestement être plus présents sur le terrain, car cette région compte 40 pays et plus de 4 milliards d'habitants, elle connaît la croissance la plus rapide au monde, et elle devrait représenter 50 % du PIB mondial d'ici 2040.

¹ <https://www.pm.gc.ca/fr/nouvelles/discours/2026/01/20/principes-et-pragmatisme-la-voie-canada-choisie-allocation-du-premier>



Dans nos rapports *L'avantage familial BNC* précédents, nous avons examiné les progrès réalisés par les entreprises familiales en vue de l'atteinte de l'objectif de zéro émission nette de carbone. Dans le présent rapport, nous nous concentrons sur les conglomérats familiaux asiatiques qui maintiennent des liens solides avec le Canada.

Les temps ont changé, mais l'importance des liens étroits entre le Canada et la région Asie-Pacifique demeure.

Nous avons eu le privilège de parler à des pionniers canadiens de la région Asie-Pacifique, qui y travaillent depuis des décennies et peuvent témoigner de sa vitalité. Nous avons également rencontré des dirigeants canadiens de chambres de commerce, de conseils d'affaires et de groupes de réflexion de la région Asie-Pacifique.

Nous avons rencontré Frank Sixt, qui a quitté Montréal pour s'installer à Hong Kong en 1983 afin de travailler pour la société de M. Li Ka-shing et sa famille, l'un des plus grands conglomérats contrôlés par une famille d'Asie.

Nous avons rencontré John Witt, qui a quitté Ottawa pour s'installer en Asie en 1993 et qui dirigeait jusqu'à récemment Jardine Matheson, l'une des premières maisons de commerce de Hong Kong, fondée en Chine en 1832.

Nous avons rencontré Dominic Barton, qui a déménagé en Asie à la fin des années 1990 pour diriger les activités de McKinsey en Corée du Sud et qui, plus tard, a assumé le rôle de président de la division Asie depuis Shanghai, avant de représenter le Canada en tant qu'ambassadeur auprès de la République populaire de Chine de 2019 à 2021.

Tous ont convenu que les entreprises familiales font partie du tissu de toutes les économies asiatiques.

Nous vous invitons à vous pencher sur les leçons et les sources d'inspiration offertes par des chefs d'entreprise comme Frank Sixt, John Witt et Dominic Barton, dont la mentalité de propriétaire et l'orientation à long terme constituent un modèle de prospérité durable. Leur vision de la région Asie-Pacifique et leur intendance générationnelle illustrent comment les entreprises familiales mondiales peuvent favoriser la croissance durable et l'innovation dans les marchés au pays et à l'étranger.

Vincent Joli-Coeur

Président du conseil, Asie-Pacifique, Banque Nationale du Canada

Vice-président du conseil, Banque Nationale – Marchés des capitaux

*Représentant en chef, bureau de représentation
de la Banque Nationale du Canada à Hong Kong*



Depuis mon doctorat, il y a bien des années, j'étudie et je vis la mondialisation. Aujourd'hui, la mondialisation évolue d'une manière et à un rythme sans précédent depuis les 35 dernières années. Il y a 30 ans, j'ai écrit avec le professeur Alan Rugman, mon collègue d'Oxford et éminent spécialiste de la mondialisation, au sujet de la façon dont la mondialisation devenait de plus en plus régionale. À l'époque, l'Union européenne en était à ses débuts et encourageait les pays européens à s'intéresser davantage à leurs voisins. Parallèlement, des organisations commerciales régionales comme l'Association des nations de l'Asie du Sud-Est (ANASE), le Mercado Común del Sur (Mercosur) en Amérique du Sud et l'Accord de libre-échange nord-américain (ALENA) sont devenues plus importantes.

Néanmoins, une dizaine d'années plus tard, la Chine a mis fin à son isolement et est devenue un acteur de plus en plus important de l'économie mondiale après avoir adhéré à l'OMC. En raison de la présence croissante des États-Unis, les deux pays sont devenus des rivaux mondiaux qui ont dominé les manchettes et même la réalité économique dans une certaine mesure. La mondialisation s'était encore transformée.

Les changements graduels de la mondialisation ne sont pas sans précédent. Dans notre livre, *The Birth of the Multinational*, David Lewis et moi-même avons soutenu que la première version de la mondialisation, ce que nous avons appelé la « mondialisation du monde connu », s'est produite à l'époque de l'Empire romain, alors que les changements prenaient de nombreuses décennies, voire un siècle ou deux, pour se concrétiser pleinement. Quelques siècles plus tard, une nouvelle ère de mondialisation est née de l'expansion coloniale européenne menée par les Britanniques, les Français, les Espagnols et les Portugais.

Aujourd'hui, la mondialisation évolue considérablement en raison des décisions prises à Washington. À mon avis, le premier ministre Carney a vu juste dans le discours maintenant célèbre qu'il a prononcé à Davos plus tôt cette année. Au moment où j'écris ces lignes, notre premier ministre parcourt le monde pour encourager le commerce et conclure des accords avec d'autres « puissances moyennes ».

Dans le cadre du présent rapport, nous avons choisi de mettre l'accent sur les Canadiens et leurs entreprises en Asie du Sud-Est, car cette région est l'un de nos plus importants partenaires commerciaux, et nous croyons qu'elle deviendra encore plus importante pour le Canada.

Le Canada borde trois océans. Pendant une bonne partie de notre histoire, nous nous sommes naturellement concentrés sur l'Atlantique, d'où venaient les colons anglais et français. Notre côte du Pacifique n'a commencé à être habitée par des non-Autochtones que bien des années plus tard. Je soupçonne que notre troisième océan, l'Arctique, revêtira une importance de plus en plus grande au cours des 10 à 20 prochaines années, d'autant plus que nous vendons nos ressources naturelles en Asie depuis de nombreuses années. Ce commerce s'est fortement accéléré après que le Canada a augmenté les importations de produits manufacturés en provenance d'Asie, en particulier de la région du Sud-Est.



Ce fut un grand plaisir de discuter avec des dirigeants parmi les plus éminents de l'Asie du Sud-Est, issus des plus grands conglomérats familiaux d'Asie. Cela est d'autant plus pertinent que les économies asiatiques englobent un grand nombre d'entreprises familiales, en plus d'entreprises canadiennes. Dans un monde VICA (volatile, incertain, complexe et ambigu), les entreprises contrôlées par une famille sont des modèles de stabilité, d'innovation et, comme l'indique notre étude, de création de valeur à long terme. Nous avons rencontré trois Canadiens qui travaillent dans cette partie du monde depuis des décennies: Frank Sixt, qui travaille pour M. Li Ka-shing, dirigeant de l'un des plus grands conglomérats familiaux d'Asie; John Witt, qui était jusqu'à récemment directeur général de groupe chez Jardine Matheson, l'une des grandes maisons de commerce de Hong Kong; et Dominic Barton, qui était directeur mondial du célèbre cabinet de services-conseils McKinsey, a travaillé en étroite collaboration avec des entreprises familiales dans cette région du monde et est devenu plus tard ambassadeur du Canada en Chine.

Outre ces gens d'affaires chevronnés, Vincent et moi avons parlé à cinq grandes organisations qui aident à relier les entreprises canadiennes et asiatiques, y compris de nombreuses entreprises contrôlées par une famille: la Fondation Asie Pacifique du Canada (FAPC), un organisme sans but lucratif actif depuis plus de quatre décennies qui relie le Canada et l'Asie; le Conseil commercial Canada-ANASE (CCCA), dont le siège social est situé à Singapour et qui a été fondé en 2012 pour promouvoir le commerce entre la région et notre pays; la Chambre de commerce du Canada à Hong Kong, fondée en 1977; et le Conseil d'affaires Canada-Chine (CCBC), créé en 1978 pour faciliter le commerce, l'investissement et les échanges commerciaux entre le Canada et la Chine. Les nombreuses activités que mène la FAPC chaque année suscitent un intérêt croissant depuis un certain temps, tant en Asie qu'au Canada.

Ce fut inspirant, instructif et intéressant de rencontrer ces Canadiens en Asie du Sud-Est, une région où j'ai eu le plaisir d'emmener des étudiants de McGill à quatre reprises dans le cadre de notre tournée annuelle *Hot Cities of the World* au cours des 18 dernières années, et où j'ai voyagé à de nombreuses reprises lorsque j'étais à Oxford à temps plein. Le Canada cherche, à juste titre, à diversifier davantage ses partenaires commerciaux, et nous croyons que l'Asie du Sud-Est est l'une des régions où nous devrions immédiatement commencer à intensifier notre engagement à long terme.

Nous espérons que vous apprécierez cette sixième édition de *L'avantage familial BNC*.

Professeur Karl Moore, Ph.D.

*Professeur agrégé à la Faculté de gestion Desautels
de l'Université McGill et associé, Green Templeton College,
Université d'Oxford*

Introduction

Famille singapourienne
en train de jouer. (Photo:
John T, Unsplash)





Alors que le Canada cherche à élargir ses horizons économiques et à renforcer sa présence au-delà de l'Amérique du Nord, la région de l'Asie-Pacifique se démarque à la fois comme une nécessité stratégique et une occasion générationnelle. Abritant bon nombre des marchés connaissant la croissance la plus rapide au monde, de vastes réserves de capitaux, de grands conglomérats contrôlés par une famille et des réseaux d'entreprises de plus en plus influents, cette région est en train de redessiner le paysage commercial mondial. Pour les chefs d'entreprise canadiens, la compréhension de l'Asie n'est plus facultative; elle est essentielle à la pertinence, à la résilience et à la croissance à long terme.

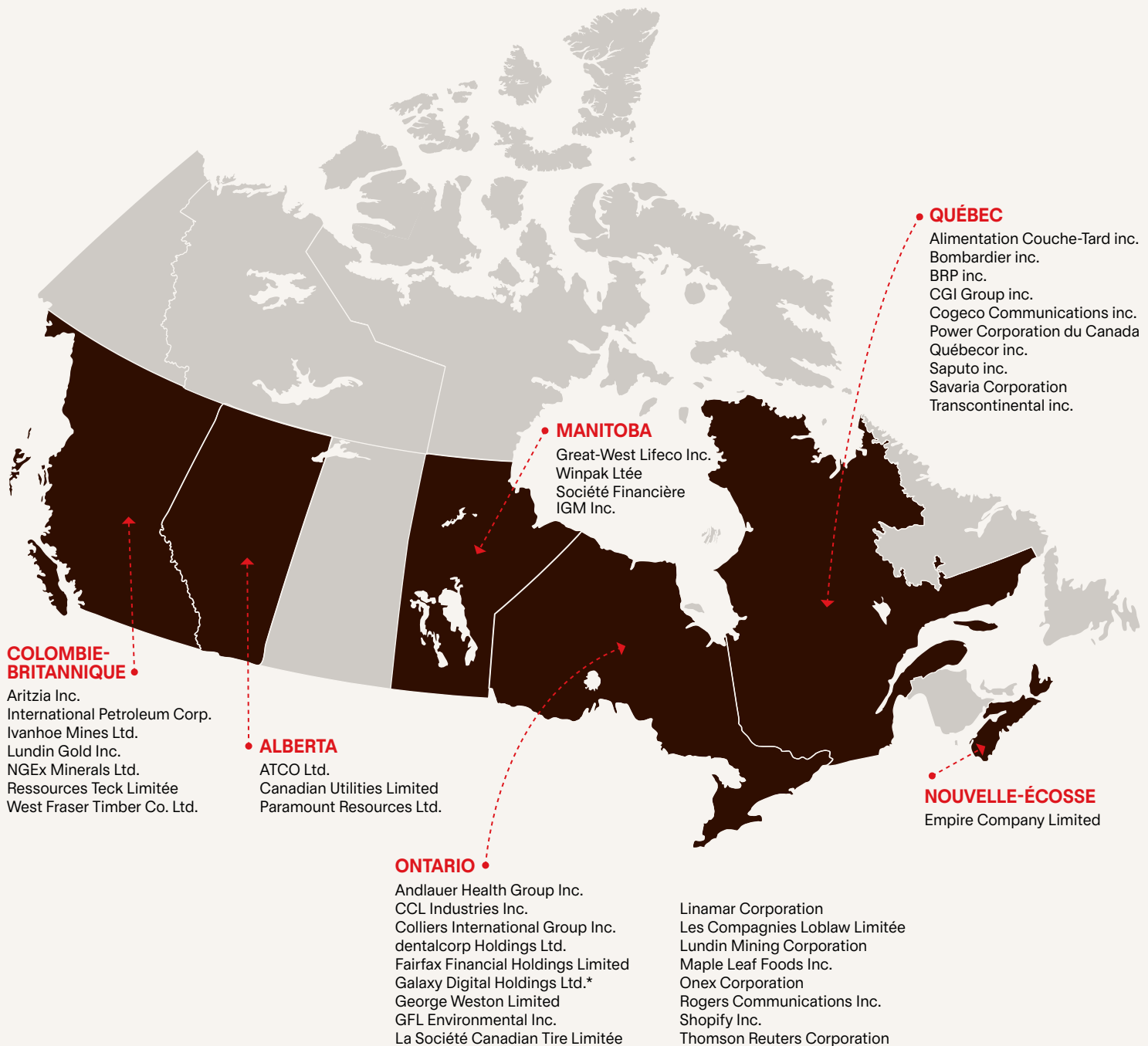
Cette sixième édition de *L'avantage familial BNC* explore l'occasion que représente cette région du point de vue des entreprises familiales.

Dans toute l'Asie, les entreprises contrôlées par une famille demeurent au cœur de la vie économique, combinant souvent la propriété à long terme, l'affectation disciplinée des capitaux, l'agilité entrepreneuriale et des relations durables entre les générations. Ces caractéristiques font fortement écho aux forces de nombreuses entreprises familiales canadiennes et aident à expliquer pourquoi la propriété familiale peut offrir un pont naturel dans les marchés où la confiance, la continuité et la réputation comptent autant que l'envergure.

Les pages qui suivent rassemblent des conversations avec d'éminents dirigeants ayant des liens avec le Canada et ayant fait carrière au cœur des principaux groupes contrôlés par une famille d'Asie, ainsi que des points de vue d'organisations qui aident à établir des liens entre les entreprises canadiennes et asiatiques. Leurs perspectives mènent à une conclusion commune: le succès en Asie exige plus qu'un engagement épisodique. Il nécessite de la patience, une bonne compréhension du contexte local, une présence constante sur le terrain et une volonté de raisonner en décennies plutôt qu'en trimestres.

Le présent rapport est donc à la fois une réflexion sur les avantages concurrentiels des entreprises contrôlées par une famille et un appel plus vaste à l'ambition commerciale canadienne dans tout le Pacifique. En mettant en lumière le parcours de chefs d'entreprise, en présentant des institutions qui relient le Canada à l'Asie et en soulignant le rendement continu de l'Indice BNC des entreprises familiales, nous voulons montrer que la détention à long terme, la gouvernance prudente et l'ouverture internationale sont des atouts qui se renforcent mutuellement. Dans un monde plus fragmenté et instable, ils pourraient compter parmi les atouts les plus précieux du Canada.

Répartition géographique des 41 sociétés
incluses dans l'Indice BNC des entreprises
familiales (réexamen annuel 2025)



*Siège social à New York, cotée à la Bourse de Toronto.

Portraits de dirigeants d'entreprises familiales

Le port de Victoria à Hong Kong et Star Ferry. Le Two IFC, le gratte-ciel le plus imposant sur la photo, abrite les bureaux de représentation de la Banque Nationale du Canada et NBC Capital Markets Asia à Hong Kong. (Photo: Sébastien Goldberg, Unsplash)





Entrevue avec Frank J. Sixt

*Directeur général, codirecteur général de
groupe et directeur financier de groupe
de CK Hutchison Holdings Limited*

Le 24 février 2025 à Hong Kong

Hong Kong depuis
le Victoria Peak. (Photo:
Manson Yim, Unsplash)



CK Hutchison Holdings Limited: Frank J. Sixt



Frank J. Sixt, né au Canada, est directeur général, codirecteur général de groupe et directeur financier de groupe à CK Hutchison Holdings Limited, une société cotée à la Bourse de Hong Kong contrôlée par M. Li Ka-shing. M. Sixt occupe des fonctions dans plusieurs entreprises affiliées à CK Hutchison, dont TOM Group Limited à titre de président, CK Infrastructure Holdings Limited à titre de directeur général et TPG Telecom Limited à titre de directeur non-membre de la direction.

M. Sixt s'est joint au conseil d'administration de Cenovus Energy Inc. le 1^{er} janvier 2021, après avoir été directeur de Husky Energy Inc. d'août 2000 jusqu'à sa fusion avec Cenovus en mars 2021. M. Sixt est directeur de la Li Ka Shing Foundation (Canada) et de Li Ka Shing Foundation Limited. Il détient une maîtrise ès arts de l'Université McGill et un baccalauréat en droit civil de l'Université de Montréal. Il est membre à la retraite du Barreau et de l'ordre des avocats des provinces du Québec et de l'Ontario, au Canada.

CK HUTCHISON HOLDINGS LIMITED

CK Hutchison Holdings Limited est un conglomérat multinational coté à la Bourse de Hong Kong, qui exerce ses activités dans plus de 50 pays et emploie plus de 300 000 personnes. L'entreprise exerce ses activités dans quatre secteurs principaux : les ports et services connexes, le commerce de détail, l'infrastructure et les télécommunications. Ses activités comprennent la gestion portuaire mondiale, l'exploitation d'un vaste réseau de magasins de détail par l'entremise du groupe AS Watson, des investissements en infrastructure dans les secteurs des services énergétiques et environnementaux, et les télécommunications mobiles sur de multiples marchés.

Forte de ses racines historiques à Hong Kong qui remontent aux années 1800, CK Hutchison met l'accent sur la gouvernance d'entreprise, la transparence et la responsabilisation dans le cadre de ses opérations mondiales.

Dr Karl Moore – Comment un diplômé de l'Université de Montréal et de McGill s'est-il joint à la famille Li et est-il devenu directeur général, codirecteur de groupe et directeur financier de groupe à CK Hutchison Holdings, l'une des principales sociétés mondiales contrôlées par une famille de Hong Kong ?

Frank J. Sixt – Je suis arrivé à Hong Kong il y a 43 ans, en février 1983, avec le cabinet d'avocats Stikeman Elliot. Je n'étais même pas associé à l'époque. Nous voulions offrir des services professionnels à un client. Nous ne comprenions pas vraiment à quel point M. Li Ka-shing était un client majeur.

Par chance, M. Li était l'un des principaux clients de l'entreprise. Il était très intéressé à investir au Canada et y détenait déjà des propriétés. Il a toujours fait preuve d'une grande prévoyance. J'ai commencé à travailler pour lui et pour d'autres clients importants ici. Les années 80 ont été marquées par des mouvements de personnes et de capitaux à destination et en provenance de Hong Kong à l'approche de la réunification avec la République populaire de Chine. De nombreux Hongkongais sont partis en 1997, mais beaucoup sont revenus. Nous disions à la blague qu'ils avaient fait demi-tour. La famille Li et moi n'avons jamais quitté.

« La famille Li et moi n'avons jamais quitté. »

En 1989, après que Stikeman Elliot eut ouvert un bureau à Vancouver pour aider la famille Li à acquérir le site de l'Expo de Vancouver, j'y ai travaillé pendant neuf mois. M. Li m'a plus tard invité à devenir directeur de ses sociétés ouvertes à Hong Kong, ce que j'ai accepté. J'ai travaillé, entre autres, à d'importants investissements canadiens comme Husky Energy, les propriétés de l'Expo de Vancouver et une participation importante dans la CIBC, l'une des six grandes banques du Canada, dont la vente en 2005



M. Frank J. Sixt, accompagné de Vincent Joli-Coeur et du Dr Karl Moore.

a permis de financer la Li Ka Shing Foundation (Canada). J'ai aussi été brièvement coprésident et chef de la direction de Gordon Capital pendant une période turbulente, et j'ai organisé sa vente à HSBC Canada.

Dr Karl Moore – M. Li a donc fait appel à vous davantage en tant qu'expert en affaires qu'en tant qu'avocat!

Frank J. Sixt – Exactement. Il a d'abord fait appel à moi pour mon expérience en droit canadien, mais j'ai fini par contribuer à la prise de décisions d'affaires plutôt que de simplement donner des conseils juridiques.

Dr Karl Moore – Dans quelle mesure votre expérience canadienne a-t-elle contribué à votre succès, compte tenu du fait qu'une partie importante des affaires était menée au Canada?

Frank J. Sixt – Victor (maintenant âgé de 61 ans) et Richard (maintenant âgé de 59 ans), les fils de M. Li, ont tous deux passé du temps au Canada. J'ai travaillé avec Richard chez Gordon Capital et avec Victor dans le cadre de projets de développement immobilier à Vancouver, et j'ai collaboré avec Husky Energy en raison du portefeuille canadien de la famille Li. Je suis devenu directeur des finances de Hutchison en 1998, et je me suis par la suite concentré sur les investissements internationaux, y compris les propriétés en Chine continentale.

Dr Karl Moore – La famille Li supervise deux grandes entreprises: CK Hutchison Holdings Limited (dont la capitalisation boursière est d'environ 48 milliards \$ CA) et CK Asset Holdings (dont la capitalisation boursière est d'environ 28 milliards \$ CA). Quelles sont les raisons pour lesquelles ces entreprises fonctionnent de façon indépendante?



À la suite de l'investissement de Li Ka-shing, les terrains de l'Expo de Vancouver ont subi une transformation importante par rapport à leurs débuts industriels. (Photo: Presse canadienne)

Frank J. Sixt – Chez CK Hutchison, nous nous concentrons sur les ports et les services connexes, la vente au détail, l'infrastructure et les télécommunications, tandis que CK Asset Holdings s'occupe principalement des activités immobilières de la famille Li et du réinvestissement mondial des flux de trésorerie disponibles tirés des activités immobilières. CK Asset Holdings est l'un des plus importants promoteurs et investisseurs immobiliers de Hong Kong. En 2015, nous avons procédé à une réorganisation et scindé l'entreprise en deux entités: CK Hutchison Holdings pour les activités non immobilières, principalement internationales, et CK Asset Holdings pour les développements immobiliers, les investissements et les hôtels à Hong Kong, en Chine continentale, à Singapour et au Royaume-Uni. Au cours des sept ou huit dernières années, CK Assets a également investi dans l'infrastructure, la location d'avions, les pubs et d'autres secteurs à l'échelle mondiale, et a pris part à plusieurs projets mondiaux de CK Infrastructure Holding.

L'infrastructure réglementée offre des rendements prévisibles et des occasions d'optimisation. CK Hutchison a de solides antécédents avec des actifs comme UK Northumbrian Water et South Australian Power. Nous sommes également le plus important investisseur, promoteur et exploitant de ports au monde, avec des intérêts dans 53 ports dans 24 pays, où nous avons traité 87,5 millions d'EVP en 2024. Nous sommes le plus important exploitant indépendant de terminaux à conteneurs au monde. Tous les autres grands acteurs appartiennent à des États ou à des groupes intégrés de transport et de logistique. Cela nous place évidemment dans une position concurrentielle désavantageuse, y compris en ce qui a trait au coût du capital. C'est la principale raison pour laquelle nous réfléchissons à la manière de conserver la propriété de ces entreprises.



Le terminal à conteneurs international de Jakarta, géré et exploité par Hutchison Ports, est le plus grand et le plus achalandé des terminaux internationaux de conteneurs en Indonésie.
(Photo: CK Hutchison Holdings)

Notre stratégie de répartition du capital favorise l'utilisation des flux de trésorerie pour modérer la dette et réduire les risques perçus. Contrairement à celles de la Chine continentale, les entreprises familiales de Hong Kong sont en grande partie financées par des capitaux propres, ce qui réduit les problèmes de solvabilité en dépit des ralentissements du marché. Si mon président m'a appris une chose, c'est d'être prudent avec l'endettement!

Nous ne craignons pas d'emprunter du capital, mais nous avons tendance à faire preuve de prudence. La discipline financière cadre avec la façon dont la plupart des entreprises contrôlées par une famille de Hong Kong mènent leurs activités, et c'est pourquoi je pense que Hong Kong dispose d'une certaine marge de manœuvre. Vous savez, les entreprises de Hong Kong ont récemment fait face à des vents contraires, mais, en raison de leur discipline financière, nous ne verrons probablement pas une avalanche de faillites à Hong Kong, et encore moins parmi les entreprises familiales de la région.

«[...] les entreprises familiales de Hong Kong sont en grande partie financées par des capitaux propres [...] Si mon président m'a appris une chose, c'est d'être prudent avec l'endettement! [...] La discipline financière cadre avec la façon dont la plupart des entreprises contrôlées par une famille de Hong Kong mènent leurs activités, et c'est pourquoi je pense que Hong Kong dispose d'une certaine marge de manœuvre.»



Energy Developments de CK Hutchison réalise un agrandissement de 4 MW de la mine d'or Agnew de Gold Fields en Australie-Occidentale.
(Photo: CK Hutchison Holdings)

D^r Karl Moore – Pourquoi le Canada a-t-il été important pour la famille Li? Qu'est-ce qui en fait un marché attrayant pour l'entreprise?

Frank J. Sixt – Le développement immobilier à Vancouver était attrayant en raison de la forte demande et du sous-développement, qui cadraient bien avec notre modèle d'affaires de Hong Kong. Nous avons pris de l'expansion au Canada pour diversifier nos activités et nous exposer au secteur des ressources en investissant dans Husky Energy. Le Canada était l'un des pays où l'on pouvait s'exposer à des investissements dans le secteur de l'énergie sans un risque-pays important. En ce qui concerne l'infrastructure, le Canada, l'Australie, le Royaume-Uni et certaines parties de l'Europe ont produit de meilleurs rendements ajustés au risque que l'Asie du Sud-Est ou l'Amérique latine. Au fil des ans, nous avons investi au Canada dans de petites sociétés minières, dans le secteur pétrolier et gazier, ainsi que dans des actifs d'infrastructure comme Park'N Fly et Reliance Home and Comfort. Ces investissements offrent un rendement stable, la plupart de nos clients de l'Est du Canada et du Nord-Est des États-Unis louant des chaudières et des appareils de chauffage.



Dr Karl Moore – Pouvez-vous nous parler de la participation de CK Hutchison dans Husky Energy, maintenant connue sous le nom de Cenovus, une importante entreprise intégrée du secteur du pétrole et du gaz naturel établie à Calgary?

« Même s’il est âgé de 97 ans et qu’il a passé les rênes à Victor, son fils aîné, M. Li a encore une étincelle dans les yeux lorsqu’il pense à l’entreprise. Bien qu’il ait su se retirer habilement, il est souvent consulté par son fils Victor. »

Frank J. Sixt – Husky était détenue à 70% par notre entreprise et la famille, ce qui représentait une trop forte concentration pour une entreprise aussi modeste. Pendant la pandémie de 2020, lorsque le cours du WTI² est devenu négatif, la valeur des sociétés pétrolières canadiennes s’est effondrée. Toutefois, Husky n’avait aucune dette importante, ce qui en faisait un actif attrayant. Nous l’avons fusionnée avec Cenovus, dont le président et chef de la direction, Jon McKenzie, avait occupé quelques années auparavant le poste de chef des finances à Husky. La fusion, achevée en 2021, a combiné notre base d’actifs avec celle de Cenovus, nous permettant ainsi de créer une entreprise plus stable sur le plan financier. Aujourd’hui, la famille et CK Hutchison détiennent environ 30% de Cenovus, une société cotée au TSX dont la capitalisation boursière est de près de 48 milliards \$ CA. Nous sommes de grands actionnaires stratégiques avec quelques administrateurs au conseil, dont moi-même.

Dr Karl Moore – Âgé de 97 ans, M. Li Ka-shing est maintenant conseiller principal de CK Hutchison et de CK Asset Holding. Son fils aîné, Victor, âgé de 61 ans, a assumé la présidence, tandis que son fils cadet, Richard, âgé de 59 ans, dirige le groupe Pacific Century. Comment la relève a-t-elle été gérée au sein de la famille Li?

Frank J. Sixt – C’est une histoire fascinante. Tout s’est déroulé en douceur. Même s’il est âgé de 97 ans et qu’il a passé les rênes à Victor, son fils aîné, M. Li a encore une étincelle dans les yeux lorsqu’il pense à l’entreprise. Bien qu’il ait su se retirer habilement, il est souvent consulté par son fils Victor. Victor est maintenant président de CK Hutchison Holdings et de CK Assets. Il dirige toutes nos sociétés de groupe.

La transition n’a pas été difficile. Fait intéressant, Victor et moi travaillons ensemble depuis 1989; à l’époque, il supervisait la construction de Cambridge Gardens à Vancouver. Pour ce qui est de son fils cadet, Richard, M. Li a veillé à ce qu’il ait la capacité d’établir son propre univers, sans interférence ni complémentarité. Richard connaît beaucoup de succès à titre indépendant par l’entremise du groupe Pacific Century, qui mène ses activités dans les secteurs des finances, de l’assurance vie, de la technologie et de l’immobilier. Son entreprise détient, entre autres, PCCW, société mère de l’opérateur mobile de Hong Kong HKT.



M. Li Ka-shing, à un événement de la Li Ka Shing Foundation.
(Photo: Li Ka Shing Foundation)



M. Richard Li Tzar-kai (à gauche), M. Victor Li Tzar-kuoi (au centre) et M. Li Ka-shing (à droite) assistent à la d’ouverture du Tsz Shan Monastery Buddhist Art Museum à Hong Kong en 2019.
(Photo: Gracieuseté de CK Hutchison)

² Le West Texas Intermediate est la référence pour les prix du pétrole aux États-Unis.



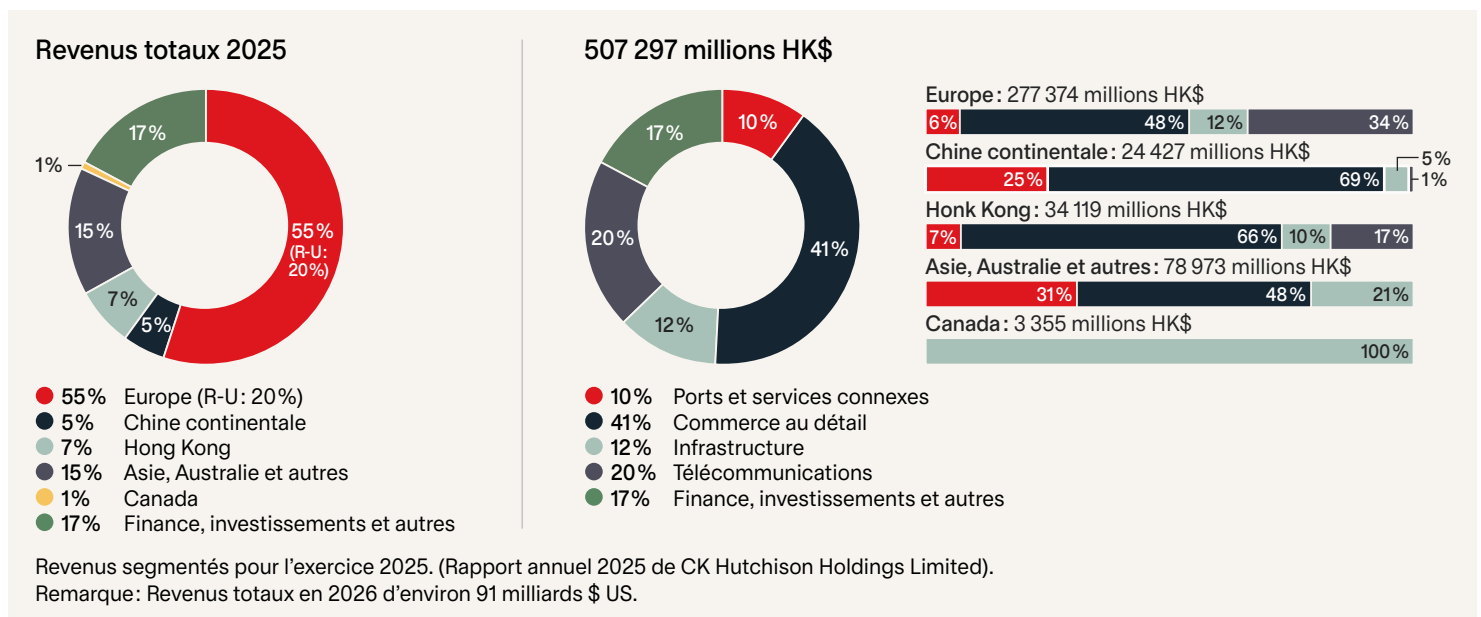
Dr Karl Moore – On peut s’imaginer qu’à 97 ans, M. Li doit avoir acquis une grande sagesse en matière de stratégie d’affaires.

Frank J. Sixt – M. Li a toujours eu le regard tourné vers l’avenir. C’est ainsi que nous sommes devenus une multinationale très tôt. Contrairement à de nombreux propriétaires d’entreprise familiale de Hong Kong, M. Li a reconnu l’incidence des sciences et de la technologie sur la vie et les affaires. Il a décidé que notre société ouverte ne devrait pas s’adonner à des investissements en capital-risque en phase de démarrage, et a donc créé Horizons Ventures, dirigée par sa compagne, M^{me} Solina Chau. Horizons Ventures est devenu l’un des investisseurs les plus prospères à l’extérieur

de la Silicon Valley, avec des investissements précoces dans des entreprises comme Skype, Facebook, Zoom, Waze, Spotify et DeepMind. Grâce à la prévoyance de M. Li, les profits d’Horizons Ventures ont été transférés à la Li Ka Shing Foundation, ce qui a permis de consacrer des milliards de dollars à des causes sociales.

« M. Li a toujours eu le regard tourné vers l’avenir. C’est ainsi que nous sommes devenus une multinationale très tôt. »

Figure 1 – Résultats financiers de CK Hutchison Holdings Limited en 2025



Un des 700 magasins de CK Hutchison en Thaïlande. (Photo: CK Hutchison Holdings)

Aujourd’hui, CK Hutchison compte plus de 300 000 employés dans 50 pays. Nous menons des activités de commerce de détail sous l’égide du groupe AS Watson dans 30 pays, avec plus de 17 000 magasins et 130 000 employés. Nous sommes le plus grand détaillant de produits de santé et de beauté à l’extérieur des États-Unis, avec 12 marques en Allemagne, au Moyen-Orient et en Chine. Parmi ces marques, mentionnons Superdrug, Savers, Kruidvat, Rossmann, Trekpleister et Drogas en Europe, ainsi que Watsons, Fortress et ParknShop en Asie. Nous sommes présents à la fois en ligne et hors ligne, et tous nos magasins utilisent des plateformes technologiques omniprésentes qui nous permettent d’offrir des produits uniques, en particulier dans le secteur des cosmétiques en Chine.

Dr Karl Moore – Comment décririez-vous la culture d'entreprise de CK Hutchison?

Frank J. Sixt – Nous nous efforçons de créer un milieu de travail positif. Par exemple, je suis fier lorsque notre entreprise de télécommunications en Italie ou notre société d'actifs énergétiques britannique remporte un prix récompensant les meilleurs employeurs. Pendant la pandémie, il est devenu crucial de valoriser nos employés et de prendre soin d'eux. Il est essentiel de trouver les bonnes personnes et ensuite de veiller à leur bien-être pour obtenir un bon rendement et gagner des parts de marché. Enfin, nous mettons l'accent sur l'analyse rigoureuse des données (y compris les IRC et les références de marché et de secteur) pour comprendre le rendement commercial, plutôt que de nous concentrer uniquement sur les états financiers.

Dr Karl Moore – Comment élaborez-vous les stratégies? Pensez-vous aux stratégies seul dans votre bureau, ou plutôt en échangeant avec vos collègues et collaborateurs?

Frank J. Sixt – Je n'aime pas le mot « stratégie ». Les amateurs parlent de stratégie, tandis que les professionnels parlent de logistique. Nous n'avons pas de responsable des stratégies. C'est aux cadres supérieurs travaillant au sein des différents secteurs et marchés qu'il revient d'élaborer des stratégies. En fin de compte, les décisions reviennent à quelques personnes: mon président, quelques directeurs généraux et les principaux responsables de division. Par exemple, lorsque, pendant la pandémie, nous avons assisté à l'effondrement du secteur énergétique mondial, j'ai vu l'occasion de fusionner Husky et Cenovus, et nous avons les ressources et les connexions nécessaires. Plus récemment, le 13 novembre 2025, Cenovus a terminé l'acquisition de MEG Energy pour 8,6 milliards \$ CA. Cette transaction renforce considérablement notre position dans le secteur des sables bitumineux du Canada, ajoutant environ 110 000 barils par jour à notre production. Elle portera la production totale de Cenovus à plus d'un million de barils équivalent pétrole par jour³. Comme le conseil d'administration de Cenovus estimait qu'il s'agissait d'une situation concurrentielle (Strathcona Resources Ltd. avait présenté une offre rivale), la société et le conseil d'administration ont entrepris un processus rigoureux. Nous avons vérifié la compatibilité stratégique, examiné le potentiel de synergies opérationnelles, évalué la valeur pour les actionnaires et tenu compte des conditions actuelles du marché. Après avoir soupesé tous ces facteurs, nous avons conclu que l'acquisition de MEG Energy permettrait à Cenovus de s'imposer comme un chef de file intégré du secteur de l'énergie au Canada.



La filiale suédoise de 3, une entreprise de CK Hutchison, a presque doublé sa couverture 5G dans plus de 250 localités du pays. (Photo: CK Hutchison Holdings)

« Je n'aime pas le mot “stratégie”. Les amateurs parlent de stratégie, tandis que les professionnels parlent de logistique. Nous n'avons pas de responsable des stratégies. C'est aux cadres supérieurs travaillant au sein des différents secteurs et marchés qu'il revient d'élaborer des stratégies. En fin de compte, les décisions reviennent à quelques personnes: mon président, quelques directeurs généraux et les principaux responsables de division. »

³ Les barils équivalent pétrole par jour (bep/j ou beppj) sont une unité standard que l'on utilise au sein du secteur pétrolier et gazier pour mesurer la production combinée de pétrole brut et de gaz naturel.

Dr Karl Moore – Je dis aux personnes plus âgées que le monde est devenu fou, mais j'explique à mes étudiants de premier cycle que le monde est devenu plus turbulent... Comment vont les affaires dans ce contexte de turbulence?

Frank J. Sixt – Bien sûr, nous évoluons dans un environnement plus instable. Pour moi, cela n'a pas d'importance; mieux vaut accepter le monde tel qu'il est que de se plaindre de l'état des choses. Nous devons simplement nous efforcer de prendre de bonnes décisions d'affaires compte tenu des circonstances. Je ne m'inquiète pas de ce que disent les politiciens. J'essaie de comprendre les conséquences de leurs actions. Prenons l'exemple de Cenovus, qui exporte chaque jour des centaines de milliers de barils de pétrole du Canada vers ses raffineries aux États-Unis. Quelles seraient les conséquences de l'imposition de droits de douane? Personne ne le sait. Qui en ferait les frais? Les raffineurs, les transporteurs, les producteurs ou les consommateurs de produits raffinés? Les droits de douane seraient-ils déductibles des redevances ou aux fins de l'impôt? Personne ne le sait. Une fois que l'on a cerné un problème à résoudre, il faut examiner attentivement les éléments de la solution et les mettre à profit.

Dr Karl Moore – À l'époque où j'avais encore des cheveux, Washington et Moscou étaient les deux puissances mondiales. De nos jours, on parle plutôt de Washington et de Beijing. La Chine est la deuxième économie mondiale, et elle pourrait un jour surpasser les États-Unis. Quelles dynamiques les chefs d'entreprise doivent-ils comprendre dans un monde dominé par Washington et Beijing?

Frank J. Sixt – Il faut faire preuve de prudence par rapport aux affirmations de ce genre. Les États-Unis sont la plus grande économie sur le plan de la finance, mais la Chine est déjà, et de loin, la plus grande économie en matière de production. Pour être en mesure de saisir les occasions futures, il est important de comprendre l'incidence de la Chine sur notre entreprise. Nous ne vivons plus à l'époque du rideau de fer.



Siège social de Cenovus à Calgary (Alberta). (Photo: Cenovus Energy)

La communication s'est tellement développée que tout le monde peut tout savoir instantanément, ce qui permet aux entreprises de saisir des occasions mondiales. Depuis Deng Xiaoping dans les années 1980, la Chine a développé de façon phénoménale son expertise manufacturière et technologique. Le gouvernement chinois a toujours su s'imposer dans tous les domaines sur lesquels il se concentre. Cela a des répercussions profondes sur les entreprises et les investisseurs du monde entier. Il est absolument essentiel pour les entreprises, où qu'elles soient situées, de comprendre la place qu'occupe – ou occupera – la Chine dans leur chaîne d'approvisionnement. Même lorsqu'une activité ou un investissement ne concerne pas directement la Chine, il est essentiel aujourd'hui de comprendre l'incidence actuelle et future probable de la Chine sur ses perspectives. Cela signifie qu'étudier et comprendre la Chine est devenu une compétence essentielle au XXI^e siècle.

«Il est absolument essentiel pour les entreprises, où qu'elles soient situées, de comprendre la place qu'occupe – ou occupera – la Chine dans leur chaîne d'approvisionnement. [...] étudier et comprendre la Chine est devenu une compétence essentielle au XXI^e siècle.»



Entrevue avec Dominic Barton, BBM

Président du conseil d'administration de Rio Tinto

Ancien associé directeur mondial de McKinsey & Company

Ancien ambassadeur du Canada en République populaire de Chine

Ancien président du conseil d'administration de Teck Resources

Le 14 octobre 2025 à Toronto

Ligne d'horizon de Beijing.
(Photo: Chen Zy, Unsplash)

Rio Tinto: Dominic Barton, BBM



Dominic Barton est président du conseil d'administration de Rio Tinto et de LeapFrog Investments. Il est également conseiller principal et associé à Radical Ventures, et siège à plusieurs conseils consultatifs internationaux dans les domaines des affaires, de l'investissement et des politiques publiques.

M. Barton a précédemment occupé le poste d'associé directeur mondial chez McKinsey & Company de 2009 à 2018, après avoir exercé des fonctions de direction en tant que président de McKinsey pour l'Asie et associé directeur de son bureau en Corée. Il a passé plus de trois décennies au sein de ce cabinet, où il a conseillé de grandes entreprises, des institutions financières et des gouvernements du monde entier. De 2019 à 2021, il a été ambassadeur du Canada en République populaire de Chine.

D^r Karl Moore – Pourriez-vous décrire comment le fait d'avoir vécu en Ouganda, au Canada et au Royaume-Uni lorsque vous étiez jeune a façonné qui vous êtes aujourd'hui et a possiblement guidé vos choix de carrière ?

Dominic Barton – Absolument. Mon enfance en Ouganda m'a profondément marqué. Y être né m'a très tôt donné le sentiment d'appartenir à un monde plus vaste que moi. À l'âge de sept ans, ma famille a déménagé dans la petite collectivité de Chilliwack, en Colombie-Britannique. J'ai toujours été intéressé par les voyages, mais nous n'avions pas vraiment les moyens de nous en payer. Pour nous, un voyage à Vancouver était une grande aventure – nous faisions le trajet une fois par année, et c'était un événement important pour nous. Ma mère étant allemande, nous avons même fait des voyages peu conventionnels en Allemagne de l'Est qui ont renforcé mon envie d'explorer le monde.

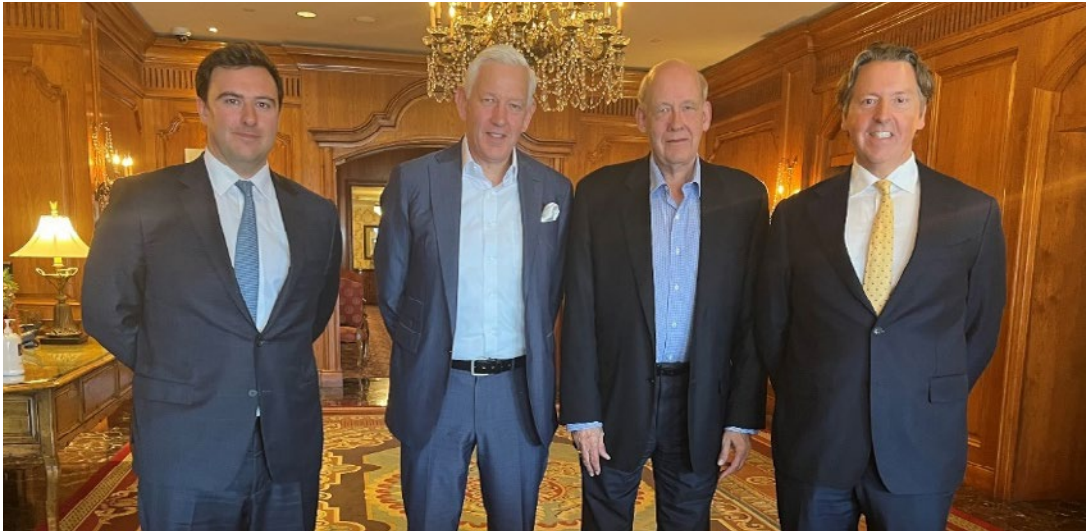
Cependant, je crois que le véritable tournant pour moi a été la découverte de l'Asie. C'est l'Asie qui m'a vraiment donné l'élan qu'il me fallait. À l'époque, c'était une région que je connaissais très peu, et son importance croissante sur la scène internationale a été très révélatrice pour moi. Je vous avoue que je n'aurais pas su situer la Corée ou le Japon sur une carte. Au début des années 1990, l'Asie commençait tout juste à s'imposer comme une puissance mondiale, mais même mes collègues japonais me disaient parfois : « L'Asie est un concept occidental – nous n'avons pas autant de points en commun que les gens pourraient le penser. ». Les liens régionaux n'étaient pas aussi évidents qu'ils le sont aujourd'hui.

« C'est l'Asie qui m'a vraiment donné l'élan qu'il me fallait. »

Mes expériences d'enfance en Ouganda ont certainement suscité mon intérêt pour les voyages, mais l'exploration de l'Asie a poussé cette curiosité encore plus loin – j'ai même imaginé que je pourrais y passer toute ma carrière. Mon premier grand voyage en Asie s'est fait à titre professionnel, dans le cadre d'une collaboration avec un important client de Hong Kong pendant mon passage chez McKinsey. Au cours de cette période, j'ai souvent visité Hong Kong. De nombreuses personnes hésitaient encore, comme la Chine était en développement. Pour moi, Hong Kong est devenu un milieu d'apprentissage inestimable; mes clients chinois m'ont souvent montré divers aspects de la ville, de l'art chinois traditionnel à la cuisine locale, faisant de chaque voyage une expérience aussi enrichissante qu'unique.

Mon premier véritable voyage en Asie a eu lieu en 1991, et il m'a laissé une impression durable. Par exemple, Paul Keating, qui était à la tête des finances de l'Australie à l'époque et est par la suite devenu premier ministre, était un de nos clients lorsque je vivais en Australie. Lors d'un souper, il m'a dit : « Si vous êtes tourné vers l'avenir, vous devriez envisager de vous installer en Asie. C'est là que réside l'avenir. ». J'avais 29 ans. Cela a eu une influence majeure sur moi. Il encourageait les Australiens à élargir leurs horizons au-delà de l'Europe et à se tourner vers l'Asie.

L'ancien premier ministre de l'Australie, Paul Keating m'a dit :
« Si vous êtes tourné vers l'avenir, vous devriez envisager
de vous installer en Asie. C'est là que réside l'avenir. »



M. Dominic Barton (deuxième à partir de la gauche) avec les coauteurs de *L'avantage familial* BNC.

Enfin, un mentor clé pour moi chez McKinsey – un Singapourien – m'a grandement aidé à faire la découverte de Hong Kong et de Singapour. Il a tout fait pour que je puisse découvrir et apprécier cette région, par exemple en me faisant lire des livres et rédiger des comptes rendus de lecture afin de m'instruire. Toutes ces expériences ont façonné ma vision du monde et m'ont poussé à l'explorer.

D^r Karl Moore – Avant de devenir associé directeur mondial (de 2009 à 2018), qu'est-ce qui vous a motivé à déménager à Séoul en 1996 pour diriger les activités de McKinsey & Company en Corée (de 2000 à 2004), et plus tard occuper le poste de président pour l'Asie à Shanghai (de 2004 à 2009)?

Dominic Barton – Les choses stagnaient pour moi au Canada. J'avais l'impression de faire du surplace, professionnellement parlant; j'étais occupé, bien sûr, mais je ne progressais pas comme je l'aurais voulu. J'avais besoin de changement, de nouveaux défis.

Il m'a fallu pas mal de temps pour devenir associé chez McKinsey, et j'ai frôlé l'échec à plusieurs reprises. Après avoir finalement atteint mon but à ma troisième tentative, je suis devenu très productif. J'adorais travailler avec les clients et, en général, les choses allaient bien au sein du cabinet.

Cependant, après mûre réflexion, je me suis dit qu'il me fallait un vrai test. J'ai décidé d'aller en Asie, où je ne connaissais pas la langue, la culture, les pratiques commerciales ni qui que ce soit. À l'époque, la Corée du Sud n'était pas une destination populaire. C'était un endroit difficile, avec une culture d'entreprise non conventionnelle et des modèles économiques différents. Lorsque la crise financière asiatique a frappé en 1997, les choses ont fondamentalement changé au niveau des affaires. Par exemple, nous avons aidé à restructurer le système bancaire de façon à regrouper les banques coréennes, qui sont passées de 34 à 8, et nous avons collaboré avec le gouvernement, l'ancien président de Samsung et plusieurs autres propriétaires d'entreprise qui avaient bâti des sociétés incroyables pour tracer la voie à suivre.

À l'époque où je travaillais en Corée du Sud, j'avais une chronique hebdomadaire dans un journal, ce qui était techniquement contraire à la politique de McKinsey, mais je me disais que mes collègues de New York ne s'en rendraient pas compte puisque ma chronique était traduite en coréen. Je saisisais toutes les occasions de prendre la parole lors d'événements, à condition de pouvoir parler aux dirigeants. C'est ainsi que je me suis constitué une clientèle importante.



Finalement, nous avons eu l'occasion d'aider Singapour à construire son centre financier, un projet dirigé par BG Lee⁴, ancien premier ministre de Singapour, son père, Lee Kuan Yew, qui a fondé Singapour, et Tharman Shanmugaratnam (président actuel de Singapour). Je prenais l'avion deux ou trois jours par semaine, et ce fut une expérience d'apprentissage incroyable. Lee Kuan Yew était aussi franc que brillant.

À mesure que j'ai appris à connaître Singapour et la région, le travail s'est étendu au Japon et à la Chine.

« Les PME canadiennes sont probablement celles qui sont les moins présentes à l'international parmi les pays occidentaux. D'après mon expérience auprès des PME canadiennes, nous accusons un retard en matière de présence internationale, même par rapport aux États-Unis. »

Avec le temps, je me suis rendu compte que McKinsey ne comprenait pas vraiment l'importance de l'Asie. L'associé directeur de l'époque, qui n'était allé en Asie que quatre ou cinq fois, a fait preuve de prévoyance et m'a dit de déménager à Shanghai afin d'élaborer une stratégie asiatique pour McKinsey. C'est ce que j'ai fait. Ma routine hebdomadaire est devenue un tourbillon : aller à Mumbai, en Inde, le dimanche soir, travailler avec des clients comme ICICI Bank, puis aller à Singapour, en Australie, au Japon ou en Corée, et enfin revenir à Shanghai le vendredi. J'étais toujours en déplacement. Ce sont ces déplacements constants qui m'ont aidé à établir de véritables relations dans de nombreux pays de la région.

Dr Karl Moore – Comparativement aux années 1990, croyez-vous qu'un plus grand nombre d'entreprises canadiennes souhaitent prendre de l'expansion vers l'Orient? Croyez-vous que l'incertitude politique au sud de la frontière appuiera cette tendance?

Dominic Barton – Nous n'en sommes pas encore là. Les PME canadiennes sont probablement celles qui sont les moins présentes à l'international parmi les pays occidentaux. D'après mon expérience auprès des PME canadiennes, nous accusons un retard en matière de présence internationale,

même par rapport aux États-Unis. Par le passé, des initiatives comme les tournées « Équipe Canada » du premier ministre Chrétien ont été efficaces. Les PME, même celles qui ont des produits-créneaux (comme les sels pour urinoirs!), ont prospéré sur les marchés mondiaux en participant à ces missions. Il y a des lacunes importantes dans notre compréhension, mais c'est un problème qui peut être réglé. Notre orientation économique doit changer, car la « prochaine Chine »... c'est la Chine. Le marché indien est de plus en plus grand, mais les villes chinoises sont toujours en plein essor. Par exemple, le PIB de Chongqing est semblable à celui du Vietnam, mais peu de Canadiens reconnaissent l'importance de ces grandes villes asiatiques. Nous devons aller au-delà des marchés traditionnels et comprendre l'ampleur et le potentiel de l'Asie.

Dr Karl Moore – La Chine a d'innombrables villes comptant plus de 10 millions d'habitants qui sont inconnues de la plupart des Canadiens.

Dominic Barton – Exactement. Les Canadiens doivent visiter des villes chinoises, indonésiennes, d'Asie du Sud-Est et d'Asie en général pour saisir leur importance mondiale. Une bourse que j'ai établie à l'Université de Waterloo vise à envoyer des étudiants en Asie – une vingtaine chaque année – afin qu'ils puissent visiter des grandes villes dans des pays comme la Chine, l'Inde et Singapour. Même une brève visite permet de voir à quel point ces économies sont avancées. C'est révélateur. Je me souviens que Ho Ching, alors président et chef de la direction de Temasek Holdings à Singapour, avait laissé entendre qu'Air Canada devrait prendre de l'expansion à l'échelle mondiale comme l'a fait Turkish Airlines en tissant des liens avec de nouveaux marchés. Turkish Airlines est devenue très mondialisée après la crise financière. Une telle connectivité stimule la diversification économique encore plus que les accords commerciaux. Lorsque j'étais ambassadeur en Chine, même en période de relations tendues, les hauts fonctionnaires chinois que je rencontrais étaient d'anciens étudiants d'universités canadiennes et entretenaient des liens solides avec le Canada. Ces relations insoupçonnées sont vitales, et nous ne les cultivons pas efficacement en Afrique ou ailleurs.

« Notre orientation économique doit changer, car la “prochaine Chine”... c'est la Chine. »

⁴ Le brigadier général Lee Hsien Loong, ancien premier ministre de Singapour.



Dr Karl Moore – Quelles mesures pouvons-nous prendre pour établir ces liens? Est-ce qu'il suffit que les chefs d'entreprise canadiens fassent preuve d'initiative, ou le gouvernement devrait-il intervenir?

Dominic Barton – Des visites régulières sont essentielles pour bâtir la confiance. Notre premier ministre, peu importe son allégeance politique, devrait se rendre en Asie fréquemment. Il est important d'établir des relations durables, surtout en Asie, où le Canada est actuellement considéré comme un ami de circonstance. Nous avons besoin d'une présence constante du gouvernement dans des marchés clés comme la Chine, l'Indonésie, le Vietnam et l'Inde, et nous devons visiter ces pays de manière régulière. Je recommanderais même la nomination d'un ministre dédié à l'Asie pour orchestrer notre engagement. Les États-Unis ont déjà envisagé une telle mesure. Au-delà du gouvernement, il est essentiel de favoriser les liens interpersonnels. Par exemple, le hockey sur glace est populaire en Chine; même le président Xi Jinping est un amateur de hockey. Le fait d'amener des équipes sportives canadiennes comme les Canadiens de Montréal en Chine pourrait susciter beaucoup d'enthousiasme.

«Il est important d'établir des relations durables, surtout en Asie, où le Canada est actuellement considéré comme un ami de circonstance.»

Il y a aussi des occasions dans le domaine sportif. Chip Wilson, fondateur de Lululemon, est un important actionnaire d'Anta Sports, qui possède Arc'teryx, Salomon, Wilson et d'autres marques sportives de renom qui sont très populaires en Chine. Notre secteur agroalimentaire est également très apprécié. Pour vraiment tisser des liens, nous devrions mettre en valeur les atouts du Canada, notamment dans les domaines de l'alimentation, du sport et de la culture, ainsi que des merveilles naturelles comme les aurores boréales. Ces efforts ont un potentiel énorme.

Dr Karl Moore – En tant qu'ancien ambassadeur du Canada en Chine et président actuel du conseil d'administration de Rio Tinto, qui mène de nombreuses activités en Australie, au Canada, aux États-Unis et en Chine, comment diriez-vous que la position du Canada en Asie est perçue par rapport à celle de l'Australie? Est-il réaliste pour le Canada de chercher à établir des liens commerciaux et diplomatiques solides avec la Chine, comme l'a fait l'Australie?

Dominic Barton – L'Australie offre au Canada un excellent exemple à suivre. Malgré les défis, comme les préoccupations potentielles en matière de sécurité, l'Australie continue d'entretenir des relations commerciales solides avec la Chine. Leurs dirigeants discutent de questions délicates en privé, en se concentrant publiquement sur les intérêts communs et les avantages mutuels. Le Canada aurait intérêt à adopter une approche semblable. Il est normal de reconnaître nos différences avec la Chine, mais parfois, les Canadiens peuvent donner l'impression d'être trop moralisateurs et d'oublier leurs propres défis. Il est sage d'aborder les sujets potentiellement controversés de façon réfléchie, et davantage en privé, sans en faire le point central de chaque conversation. À défaut d'avoir des superpouvoirs, il faut établir une relation avec les gens *avant* de pouvoir les influencer.

Dr Karl Moore – De nombreuses économies asiatiques comptent d'importants conglomerats contrôlés par une famille qui jouent un rôle essentiel dans leurs marchés respectifs. À votre avis, les entreprises contrôlées par une famille canadiennes profitent-elles d'avantages lorsqu'il s'agit d'établir des partenariats ou de percer de nouveaux marchés en Asie, comparativement aux sociétés à actionnariat dispersé?

Dominic Barton – Absolument. Dans de nombreuses régions de l'Asie, les entreprises contrôlées par une famille ont en fait un avantage particulier parce qu'elles raisonnent souvent en générations plutôt qu'en trimestres. Cette orientation à long terme est fortement ancrée dans de nombreuses cultures commerciales asiatiques, où la confiance, la continuité et les relations personnelles sont extrêmement importantes. Lors des rencontres avec un conglomérat contrôlé par une famille en Corée, en Inde, en Indonésie ou en Thaïlande, on discute souvent avec des gens qui pensent au moins aux 30 prochaines années de leur entreprise et à leur héritage familial.



« Dans de nombreuses régions de l'Asie, les entreprises contrôlées par une famille ont en fait un avantage particulier parce qu'elles raisonnent souvent en générations plutôt qu'en trimestres. Cette orientation à long terme est fortement ancrée dans de nombreuses cultures commerciales asiatiques, où la confiance, la continuité et les relations personnelles sont extrêmement importantes. »

Les entreprises familiales canadiennes peuvent tisser des liens efficacement dans cet environnement parce qu'elles ont tendance à être plus patientes, à être plus axées sur les relations et, ironiquement, à prendre des décisions plus rapidement que les sociétés à actionnariat dispersé, qui se concentrent beaucoup sur les attentes à court terme du marché. Il y a aussi un certain degré d'authenticité et de responsabilité lorsque les propriétaires sont directement mobilisés.

Cela dit, le succès en Asie exige encore un engagement. On ne peut pas se contenter de prendre l'avion une ou deux fois par année et s'attendre à ce que des partenariats solides voient le jour. Les entreprises qui réussissent sont celles qui investissent du temps sur le terrain, établissent des relations locales, comprennent la culture et font preuve de constance pendant de nombreuses années. Les partenaires asiatiques veulent savoir si nous serons toujours là lorsque les conditions deviendront difficiles.

Je crois que le Canada sous-estime à quel point bon nombre de ses entreprises familiales pourraient être attrayantes à l'échelle internationale. Nous avons des marques solides, des systèmes alimentaires fiables, des ressources naturelles, une expertise en ingénierie et des produits de grande qualité. Mais trop souvent, nous restons axés sur le marché intérieur. Des occasions s'offrent à nous si nous sommes prêts à nous engager à l'échelle mondiale avec plus de confiance et de persévérance.

« Je crois que le Canada sous-estime à quel point bon nombre de ses entreprises familiales pourraient être attrayantes à l'échelle internationale. »



Entrevue avec John Witt

*Directeur général de groupe, Jardine Matheson
Holdings Limited (de juin 2020 à novembre 2025)
Président du conseil d'administration,
Hongkong Land (d'octobre 2024 à aujourd'hui)*

Le 28 novembre 2025 à Hong Kong

Mandarin Oriental à Hong Kong.
(Photo: Cheung Yin, Unsplash)

Jardine Matheson Holdings Limited: John Witt



Né au Canada, **John Witt** a été nommé directeur général de groupe chez Jardine Matheson Holdings Limited le 15 juin 2020. Travaillant au sein du groupe Jardine Matheson depuis 1993, M. Witt a mené une brillante carrière et a occupé plusieurs postes de direction. Il a quitté ses fonctions à la tête de Jardines en novembre 2025, mais a continué d'occuper le poste de président du conseil d'administration de Hongkong Land, une filiale cotée en bourse de Jardine Matheson.

Avant de travailler comme directeur général du groupe, M. Witt est devenu directeur financier de Mandarin Oriental en 2000 et directeur financier de Hongkong Land en 2010. De 2016 à 2020, il a été directeur financier de groupe chez Jardine Matheson. Né à Ottawa, au Canada, M. Witt a obtenu le titre de comptable agréé en Ontario à la suite de ses études de premier cycle à l'Université de Toronto (Trinity College). Il a par la suite obtenu un MBA de l'INSEAD, avec mention. M. Witt est marié et père de quatre enfants.



Jardine Matheson est un groupe de placement diversifié axé sur l'Asie et l'une des premières maisons de commerce de Hong Kong, fondée en Chine en 1832. Pendant six générations, la famille Keswick a guidé l'entreprise en tant que dynastie commerciale multigénérationnelle, façonnant sa vision à long terme et sa résilience.

Aujourd'hui, Jardines gère un portefeuille de titres d'entreprises de premier plan axé sur l'Asie et crée de la valeur pour ses actionnaires en développant des activités pérennes.

D^r Karl Moore – John, il est remarquable de voir un Canadien à la barre de l'une des plus anciennes maisons de commerce de Hong Kong. Pourriez-vous nous parler un peu de vos antécédents et du parcours qui vous a mené à Jardine Matheson ?

John Witt – Je me suis toujours beaucoup intéressé aux affaires. Après avoir obtenu mon diplôme universitaire, j'ai commencé ma carrière chez Clarkson Gordon à Toronto. Peu après, en 1989, une personne dont j'étais proche m'a invité en Chine. À l'époque, visiter la Chine continentale était une expérience tout à fait unique, mais c'est Hong Kong qui m'a vraiment captivé avec son dynamisme, son monde des affaires bouillonnant et sa beauté naturelle. Plusieurs entreprises qui ont retenu mon attention – Mandarin Oriental, Hongkong Land, des détaillants de produits de santé et de beauté semblables à Shoppers Drug Mart – appartenaient à Jardines.

Après être revenu au Canada, j'ai été emporté par une vague de fusions mondiales entre des cabinets comptables et de services-conseils. Je me suis ainsi retrouvé à Londres avec EY, où j'ai passé quelques années avant de faire un MBA à l'INSEAD. Après l'INSEAD, j'ai écrit spontanément une lettre à Jardines qui a mené à une série de conversations, et j'ai abouti à Hong Kong !

« [...] j'ai écrit spontanément une lettre à Jardines [...] et j'ai abouti à Hong Kong ! »

D^r Karl Moore – Vous ne manquez pas d'audace.

John Witt – J'ai dû m'armer de confiance, surtout compte tenu de mon manque d'expérience en Asie et de mes compétences linguistiques limitées à l'époque. Fait intéressant, mon premier rôle chez Jardines a été à Paris, où mon français s'est avéré très utile.



D^r Karl Moore – Avez-vous appris le chinois au fil des ans?

John Witt – Pas tout à fait. Je ne parle pas couramment le chinois, mais pendant mon passage en Indonésie, j'ai appris l'indonésien bahasa dans le cadre d'un programme conçu à l'origine pour les travailleurs humanitaires canadiens. Compte tenu de l'ampleur des opérations de Jardines en Indonésie, cette maîtrise de la langue s'est révélée inestimable. Bon nombre de mes collègues se rendaient souvent en Chine continentale, tandis que j'allais souvent à Londres ou à New York pour développer la marque hôtelière de luxe de Jardines, Mandarin Oriental. Mes quatre enfants ont appris le mandarin dans le cadre de leur éducation bilingue à Hong Kong.

D^r Karl Moore – Vos enfants sont-ils toujours à Hong Kong?

John Witt – Mes enfants sont répartis entre Hong Kong, New York et Toronto. On peut en quelque sorte dire qu'ils ont suivi notre parcours mondial.

D^r Karl Moore – Jardines est une entreprise familiale en place depuis six générations qui allie tradition et innovation. Comment conciliez-vous ces forces apparemment opposées?

John Witt – La longévité de Jardines est due à notre capacité de nous réinventer fondamentalement tous les 25 ans environ. Chez Jardines, la tradition est fondée sur des valeurs inébranlables, soit l'intégrité, l'établissement de relations durables, la prudence et l'agilité financières, la prise de risques calculés et une solide réputation. Ces valeurs sont

bien ancrées dans nos sociétés en portefeuille. En parallèle, nous adaptons continuellement nos activités en fonction de l'évolution des environnements. Au cours des dernières années, nous avons subi une transformation importante.

D^r Karl Moore – Qu'est-ce qui est à l'origine de ces changements?

John Witt – Après la période de stabilité relative des affaires dans les années 1980, la concurrence sur nos marchés asiatiques s'est intensifiée. Chaque entreprise de Jardines, de Mandarin Oriental à DFI Retail, fait face à des concurrents aguerris. Nous étions à l'époque les premiers sollicités pour les levées de capitaux en raison de nos solides relations avec les familles de la région (bien que ces familles connaissent mieux que nous leurs marchés respectifs, nous leur avons souvent fourni du capital et de l'expertise en gestion), mais nous sommes maintenant en concurrence avec des fonds de capital-investissement mondiaux et d'autres fonds à la recherche d'occasions d'investissement. L'évolution rapide des marchés numériques et en ligne nous a également incités à apporter des changements structurels importants pour demeurer concurrentiels.

D^r Karl Moore – Comment le rôle de Beijing à Hong Kong a-t-il changé les choses au cours des dernières décennies?

John Witt – Sur le plan commercial, Hong Kong demeure Hong Kong. Au cours des près de deux siècles d'histoire de Jardines, la ville est passée du statut de port franc de la Chine à celui de centre international de services financiers. Du point de vue opérationnel, les changements de gouvernance n'ont pas eu d'incidence notable sur notre façon de faire.

«Après la période de stabilité relative des affaires dans les années 1980, la concurrence sur nos marchés asiatiques s'est intensifiée. [...] Nous étions à l'époque les premiers sollicités pour les levées de capitaux en raison de nos solides relations avec les familles de la région [...], mais nous sommes maintenant en concurrence avec des fonds de capital-investissement mondiaux et d'autres fonds à la recherche d'occasions d'investissement.»

D^r Karl Moore – Les entreprises familiales semblent particulièrement importantes en Asie comparativement à d'autres régions. Est-ce quelque chose que vous avez remarqué?

John Witt – Absolument. Les entreprises familiales font partie de l'ADN des économies asiatiques. Du point de vue de Jardines, la pérennité de notre entreprise sur plusieurs générations est un attrait majeur pour les entrepreneurs à la recherche de capitaux; bien des gens visent à se prémunir contre la tendance qu'ont les familles à perdre leur richesse en trois générations. Les racines de Jardines, qui remontent à 1832, en font un partenaire rare et respecté.

« [...] les entreprises familiales font partie de l'ADN des économies asiatiques. Du point de vue de Jardines, la pérennité de notre entreprise sur plusieurs générations est un attrait majeur pour les entrepreneurs à la recherche de capitaux [...] »

D^r Karl Moore – Dans quelle mesure la famille Keswick est-elle toujours engagée dans l'entreprise?

John Witt – La famille est profondément engagée. Pendant des années, Henry et Simon Keswick ont dirigé Jardines, appuyés par des conseillers de confiance. Ben Keswick a pris les rênes aux environs de 2015-2016, et son cousin Adam Keswick s'est joint au conseil d'administration et s'est engagé stratégiquement.

D^r Karl Moore – Vous comptez partir à la retraite à la fin du mois de novembre [2025], après un parcours remarquable au sein de notre entreprise qui a commencé en 1993 et vous a mené au poste de directeur général de groupe en 2020. Quels ont été les moments marquants de votre leadership?

John Witt – Il était essentiel de renforcer l'autonomie de nos sociétés en portefeuille et d'attirer les bons dirigeants. Nous avons renouvelé notre équipe dirigeante, recruté des talents externes pour des postes de président et chef de la direction au sein de Mandarin Oriental, de Hongkong Land et de DFI Retail, et nommé une nouvelle personne au poste de Responsable des ressources humaines et de la culture d'entreprise. Ces embauches ont apporté de nouveaux points de vue et de nouvelles stratégies, ce qui a entraîné une création de valeur importante. Nous avons aussi réduit nos activités dans des secteurs où nous n'étions pas chef de file de marché afin de concentrer nos capitaux et nos efforts sur des investissements futurs.



Vue du port de Victoria, à Hong Kong, avec une ligne d'horizon dominée par la Jardine House (le plus haut bâtiment au centre), le siège social de Jardine, dont la construction a été terminée en 1973. (Photo: Jardine Matheson)

«Les Canadiens sont plus actifs en Asie du Sud-Est depuis que Mark Carney est devenu premier ministre. Il s'est récemment rendu dans la région, où des représentants gouvernementaux expérimentés ont été déployés. La diversification du commerce et de l'investissement est de plus en plus à l'ordre du jour à Ottawa.»

Dr Karl Moore – L'élaboration de stratégie a-t-elle été transférée aux sociétés en portefeuille?

John Witt – Tout à fait. Les nouveaux présidents et chefs de la direction ont le mandat de créer leurs propres stratégies, d'élaborer des mesures incitatives à long terme et d'assurer la planification de la relève. Les stratégies sont débattues et décidées au niveau du conseil d'administration de l'entreprise, Jardines conservant une représentation qui lui permet d'exercer une influence, et non un contrôle.

Dr Karl Moore – Du point de vue canadien, l'intérêt à l'égard des entreprises familiales asiatiques est-il en croissance?

John Witt – L'intérêt des entreprises canadiennes pour les affaires en Asie du Sud-Est demeure modeste, mais s'accroît. La Conférence transpacifique des entrepreneurs de la Chambre de commerce canadienne reflète un élan croissant, mais de nombreuses entreprises canadiennes en Asie sont de petite ou moyenne taille. Les Canadiens sont plus actifs en Asie du Sud-Est depuis que Mark Carney est devenu premier ministre. Il s'est récemment rendu dans la région, où des représentants gouvernementaux expérimentés ont été déployés. La diversification du commerce et de l'investissement est de plus en plus à l'ordre du jour à Ottawa. Des entreprises canadiennes, comme Brookfield, ont manifesté un certain intérêt, et la Banque Nationale du Canada a donné l'exemple en s'implantant discrètement dans la région. Beaucoup de grandes entreprises canadiennes se tiennent à l'écart de la région, comme certains concurrents de la Banque Nationale du Canada sur Bay Street, qui voient la région avec une optique d'aversion au risque, tandis que des banques singapouriennes, japonaises, chinoises et même australiennes sont très actives dans la région.

«Que ce soit pour les universités ou les entreprises, une déclaration d'intention claire et une présence régulière en Asie sont essentielles à la réussite à long terme.»



John Witt et Vincent Joli-Coeur à la Chambre de commerce canadienne à Hong Kong.

Dr Karl Moore – Vous vivez en Chine depuis des décennies maintenant, et vous observez de près son évolution. En Amérique du Nord, avons-nous tendance à trop craindre la Chine? Devrions-nous prendre du recul et adopter une approche plus mesurée?

John Witt – Chaque pays, y compris le Canada, doit soigneusement tenir compte de ses propres intérêts nationaux. Avant de tirer des conclusions, il est important de décider si notre priorité est de maximiser la prospérité par habitant ou de choisir de travailler exclusivement avec des nations que nous percevons comme partageant nos valeurs. Bien que s'aligner sur de telles nations pourrait être un choix valable, cela a des conséquences sur la prospérité globale. Les pays asiatiques, par exemple, ont été en mesure de défendre leurs propres intérêts de façon efficace, sans s'engager dans une seule voie et en exploitant habilement les intérêts de la Chine et des États-Unis pour servir leurs propres objectifs nationaux. Il s'agit d'un choix auquel chaque nation est confrontée. Pour le Canada, cela pourrait s'avérer plus difficile en raison de nos relations étroites avec les États-Unis et de nos liens commerciaux et d'investissement de longue date. Néanmoins, la diversification demeure un enjeu central et extrêmement important à Ottawa.



«Chaque pays, y compris le Canada, doit soigneusement tenir compte de ses propres intérêts nationaux. Avant de tirer des conclusions, il est important de décider si notre priorité est de maximiser la prospérité par habitant ou de choisir de travailler exclusivement avec des nations que nous percevons comme partageant nos valeurs.»

Dr Karl Moore – Dans les entreprises familiales, la perspective à long terme va souvent au-delà de la politique. Votre entreprise, avec ses générations d'expérience, a une vision à long terme: travailler avec d'autres familles et s'efforcer non seulement d'obtenir de bons résultats financiers, mais aussi d'avoir une influence positive sur les pays où Jardines est présente.

John Witt – Absolument. Chez Jardines, nous avons toujours fait abstraction du bruit des développements politiques en cours. Cela ne veut pas dire que nous ne tenons pas compte de la politique, puisqu'elle peut avoir une incidence sur nos activités, mais plutôt que nous la voyons comme un bruit de fond. Si les circonstances politiques étaient pour réellement influencer sur nos opérations, nous adapterions notre position et nos investissements en conséquence. Notre approche consiste principalement à atténuer les risques et à nous préparer à une volatilité soudaine, de manière à pouvoir survivre et prospérer à long terme. Les objectifs sont toujours à long terme. La longévité de Jardines suscite un grand respect en Chine. Soit dit en passant, il y a un livre merveilleux de Tessa Keswick, *The Colour of the Sky After the Rain*, qui incarne cet esprit. Même si elle a tout perdu en Chine en 1949, Jardines est restée intéressée et a fini par y réinvestir – une décision qui a été accueillie avec beaucoup de respect. Les équipes de direction peuvent être éphémères, mais les familles sont considérées comme les gardiennes des relations et des valeurs durables.

Dr Karl Moore – Qu'est-ce qui vous attend après votre départ?

John Witt – Je maintiendrai une présence à titre de président du conseil d'administration indépendant de Hongkong Land pour contribuer aux initiatives stratégiques en cours. En outre, je siège à des conseils d'administration comme celui du musée d'art M+ de Hong Kong, notre équivalent de la galerie Tate Modern, et de l'Asia Cultural Council, qui favorise les échanges artistiques entre l'Amérique du Nord et l'Asie.

Dr Karl Moore – Merci, John. Vos observations sur le Canada et la Chine sont inestimables. Les chefs d'entreprise canadiens devraient passer plus de temps en Asie, sans quoi ils risquent d'être laissés pour compte.

John Witt – Absolument. Je ne saurais trop insister sur l'importance pour les Canadiens de la collaboration avec l'Asie. Pour les chefs d'entreprise et les universitaires, une déclaration claire de l'intention de tisser des liens des deux côtés du Pacifique – en assurant une présence régulière et constante en Asie – est la base du succès à long terme.

«Même si elle a tout perdu en Chine en 1949, Jardines est restée intéressée et a fini par y réinvestir – une décision qui a été accueillie avec beaucoup de respect. Les équipes de direction peuvent être éphémères, mais les familles sont considérées comme les gardiennes des relations et des valeurs durables.»

Organisations de premier plan établissant des liens entre le Canada et l'Asie

Centre-ville de Kuala Lumpur
(Malaisie) et tours Petronas.
(Photo: Patrick Langwallner,
Unsplash)





Les organisations de premier plan suivantes aident à établir des liens entre les entreprises canadiennes et asiatiques, y compris de nombreuses entreprises contrôlées par une famille. Elles réunissent des membres des deux côtés du Pacifique et contribuent au leadership d'opinion. Vous trouverez ci-dessous de brefs profils de cinq organisations de premier plan actives dans l'ensemble de l'Asie, qu'elles se concentrent sur la région indo-pacifique, l'Asie-Pacifique, l'ANASE, la Chine ou la région administrative spéciale de Hong Kong.

1. Aperçu: Fondation Asie Pacifique du Canada (FAPC)



ASIA PACIFIC
FOUNDATION
OF CANADA

FONDATION
ASIE PACIFIQUE
DU CANADA

À propos

La Fondation Asie Pacifique du Canada (FAP Canada) est une organisation indépendante à but non lucratif qui se consacre au renforcement des relations entre le Canada et l'Asie. Notre mission est d'être le catalyseur de l'engagement du Canada avec l'Asie et le pont entre l'Asie et le Canada.

La FAP Canada agit en renforçant ces liens à travers des activités de recherche, d'éducation et d'organisation d'événements, tels que la Conférence Canada-en-Asie, nos missions commerciales exclusivement féminines en Asie, et le projet Partenariat APEC-Canada pour l'expansion des entreprises.

Depuis plus de quarante ans, nos recherches fournissent aux Canadiens et aux parties prenantes de la région Asie-Pacifique des informations, des analyses et des perspectives pertinentes, opportunes et de grande qualité sur les relations entre le Canada et l'Asie.

Le siège social de la FAP Canada se trouve à Vancouver, en Colombie-Britannique, avec un deuxième bureau canadien à Toronto, en Ontario. Notre bureau régional pour l'Asie, soutenu par le gouvernement du Canada dans le cadre de sa stratégie pour l'Indo-Pacifique, est situé à Singapour. Il appuie les nombreux programmes de la FAP Canada dans la région et offre également un espace de réunion à la disposition des partenaires canadiens.

Site Web: <https://www.asiapacific.ca/fr>

2. Aperçu: Conseil commercial Canada-ANASE (CCCA)



Canada-ASEAN Business Council
Conseil d'affaires Canada-ANASE

À propos

Le Conseil commercial Canada-ANASE (CCCA), qui a son siège social à Singapour, a été créé en 2012 pour promouvoir et accroître les échanges commerciaux entre le Canada et l'ANASE. Le 15 janvier 2024, le CCCA a été officiellement accrédité par l'ANASE. En tant qu'entité accréditée par l'ANASE, le CCCA a amélioré l'accès aux réseaux régionaux, aux ressources et aux occasions de l'ANASE. Le CCCA représente plus de 80 entreprises de premier plan et est le principal porte-parole du secteur privé en matière de plaidoyer politique, de réseautage et de formation à l'échelle de la région. Les initiatives du CCCA comprennent des études commerciales clés, des études de marché et des rapports sur les avantages d'un accord de libre-échange entre le Canada et l'ANASE. Il établit régulièrement des partenariats avec des universités et des groupes de réflexion afin de renforcer les liens commerciaux, et organise des événements sectoriels ainsi que d'importants forums partout au Canada et dans l'ANASE. L'adhésion est ouverte aux entreprises canadiennes actives dans la région. Le CCCA a des bureaux à Singapour et à Montréal.

Site Web: <https://www.canasean.com/>



3. Aperçu: Chambre de commerce canadienne à Hong Kong (CanChamHK)



À propos

Fondée en 1977, la Chambre de commerce canadienne à Hong Kong est un organisme non gouvernemental proactif qui offre une vaste plateforme de réseautage aux membres ayant des intérêts commerciaux au Canada, à Hong Kong, en Chine continentale et dans l'ensemble de la région de l'Asie-Pacifique. CanChamHK est l'une des plus grandes organisations commerciales canadiennes à l'extérieur du Canada, l'une des chambres de commerce internationales les plus importantes et les plus actives à Hong Kong, et un groupe d'affaires influent en Asie-Pacifique.

Site Web: <https://www.cancham.org/>

4. Aperçu: Conseil d'affaires Canada-Chine (CCBC)



À propos

Le Conseil d'affaires Canada-Chine (CCBC) est une organisation à but non lucratif, non partisane et fondée sur l'adhésion, établie en 1978 afin de promouvoir et de faciliter le commerce, l'investissement et les relations commerciales entre le Canada et la Chine.

Avec sept chapitres répartis au Canada et en Chine, le Conseil d'affaires Canada-Chine (CCBC) fonctionne comme une organisation bilatérale. Il offre des perspectives de marché, des réseaux de confiance ainsi qu'un soutien pratique sur le terrain aux entreprises et organisations actives dans la relation commerciale Canada-Chine, ou souhaitant y explorer des occasions. Aujourd'hui, le CCBC représente plus de 300 entreprises membres, comprenant de grandes sociétés, des entreprises de taille intermédiaire, des petites entreprises innovantes ainsi que des institutions de premier plan dans des secteurs clés tels que l'agroalimentaire, l'énergie et les ressources naturelles, la fabrication, les biens de consommation, la santé et le bien-être, les services financiers, les technologies, les infrastructures, l'éducation et les services professionnels, entre autres. Le Conseil d'affaires Canada-Chine (CCBC) soutient ses membres en les aidant à naviguer dans des environnements opérationnels complexes, à rester informés des évolutions réglementaires et du marché, et à établir des relations efficaces avec des partenaires, des décideurs politiques et des parties prenantes dans les deux pays.

Au-delà de ses services aux membres, le Conseil d'affaires Canada-Chine (CCBC) agit, depuis près de cinq décennies, comme la principale voix de la communauté d'affaires canadienne au Canada et en Chine sur les enjeux liés au commerce et à l'investissement bilatéraux. Le Conseil soutient un dialogue constructif avec les gouvernements ainsi qu'avec les acteurs des secteurs public et privé afin de promouvoir des relations économiques stables, pragmatiques et mutuellement bénéfiques.

Site Web: <https://ccbc.com/fr>

5. Aperçu: Les Chambres de commerce canadiennes de l'Indo-Pacifique (CCIP)



À propos

Les Chambres de commerce canadiennes de l'Indo-Pacifique (CCIP) constituent un réseau volontaire regroupant 21 chambres de commerce et conseils d'affaires canadiens indépendants exerçant des activités à l'échelle de la région Asie-Pacifique. Les CCIP coordonnent le leadership, échangent des renseignements sur les marchés et renforcent le positionnement économique du Canada dans la région la plus dynamique du monde.

Nous servons de passerelle collective pour les entreprises canadiennes, en harmonisant les initiatives au niveau des chambres de commerce, en soutenant les organisations membres et en multipliant les occasions des entreprises canadiennes de Tokyo à Mumbai.

Site Web: <https://canchamsindopacific.ca/>

Le rendement supérieur de l'Indice BNC des entreprises familiales

Salle des marchés financiers de la Banque Nationale du Canada.
(Photo: Stéphane Brügger)





**BANQUE NATIONALE
DU CANADA**

Indice des entreprises familiales

CALCULATED BY
**S&P DOW JONES
INDICES**

Depuis sa création en avril 2017, l'Indice BNC des entreprises familiales (l'« Indice »), calculé par S&P Dow Jones Indices (symbole boursier : NBCFAMTR), suit le rendement des entreprises contrôlées par une famille canadiennes cotées en bourse par rapport à l'indice boursier de référence au Canada : l'indice composé S&P/TSX. Il regroupe des entreprises familiales canadiennes admissibles issues de diverses régions du pays et de multiples secteurs d'activité.

Dans cette nouvelle édition du rapport *L'avantage familial BNC*, nous sommes ravis de présenter les statistiques mises à jour de l'Indice. Les résultats de l'Indice montrent que les entreprises contrôlées par une famille canadiennes continuent d'afficher un rendement supérieur par rapport aux sociétés ouvertes à actionnariat dispersé. Au cours de la période de 20,5 ans ayant commencé en juin 2005⁵ et ayant pris fin en décembre 2025, l'Indice BNC des entreprises familiales a généré un rendement total cumulatif⁶ de 636 % comparativement à 479 % pour l'indice composé S&P/TSX.

Définition d'une entreprise familiale

On entend par « entreprise contrôlée » une entreprise dans laquelle les fondateurs ou les membres de leur famille exercent une influence importante sur la stratégie à long terme, la planification et les décisions. Les critères de sélection de l'Indice BNC des entreprises canadiennes établissent qu'une entreprise est réputée être « contrôlée par une famille » si elle respecte l'un ou l'autre des critères énoncés dans le Tableau 1 ci-dessous.

Tableau 1: Indice BNC des entreprises familiales – Critères de sélection

Famille fondatrice ou fondateur(s)		Personne(s) et/ou entités liées
Détiennent directement ou indirectement au moins 10 % des droits de vote de la société	OU	Détiennent directement ou indirectement au moins 33,3 % des droits de vote de la société

Pour être incluse dans l'Indice BNC des entreprises familiales, une entreprise doit donc être contrôlée soit par son ou ses fondateurs, qui peuvent avoir l'intention de garder le contrôle entre les mains des générations futures, soit par une ou plusieurs personnes qui ont une influence importante sur la gestion en raison de leur participation importante. Les actionnaires de contrôle peuvent, dans certains cas, occuper eux-mêmes des fonctions dans l'équipe de direction.

Parmi les 41 entreprises contrôlées par une famille qui font actuellement partie de l'Indice BNC des entreprises familiales, 32 sont contrôlées par une famille fondatrice ou par un ou des fondateurs, contre 9 par des personnes ou entités liées selon nos critères de sélection. Fait intéressant, parmi les 30 entreprises contrôlées par une famille fondatrice ou par un ou des fondateurs, 24 ont vu au moins 2 générations de propriétaires familiaux et 8 ont atteint la troisième génération.

⁵ L'année de référence du calcul de l'Indice BNC des entreprises familiales est 2005.

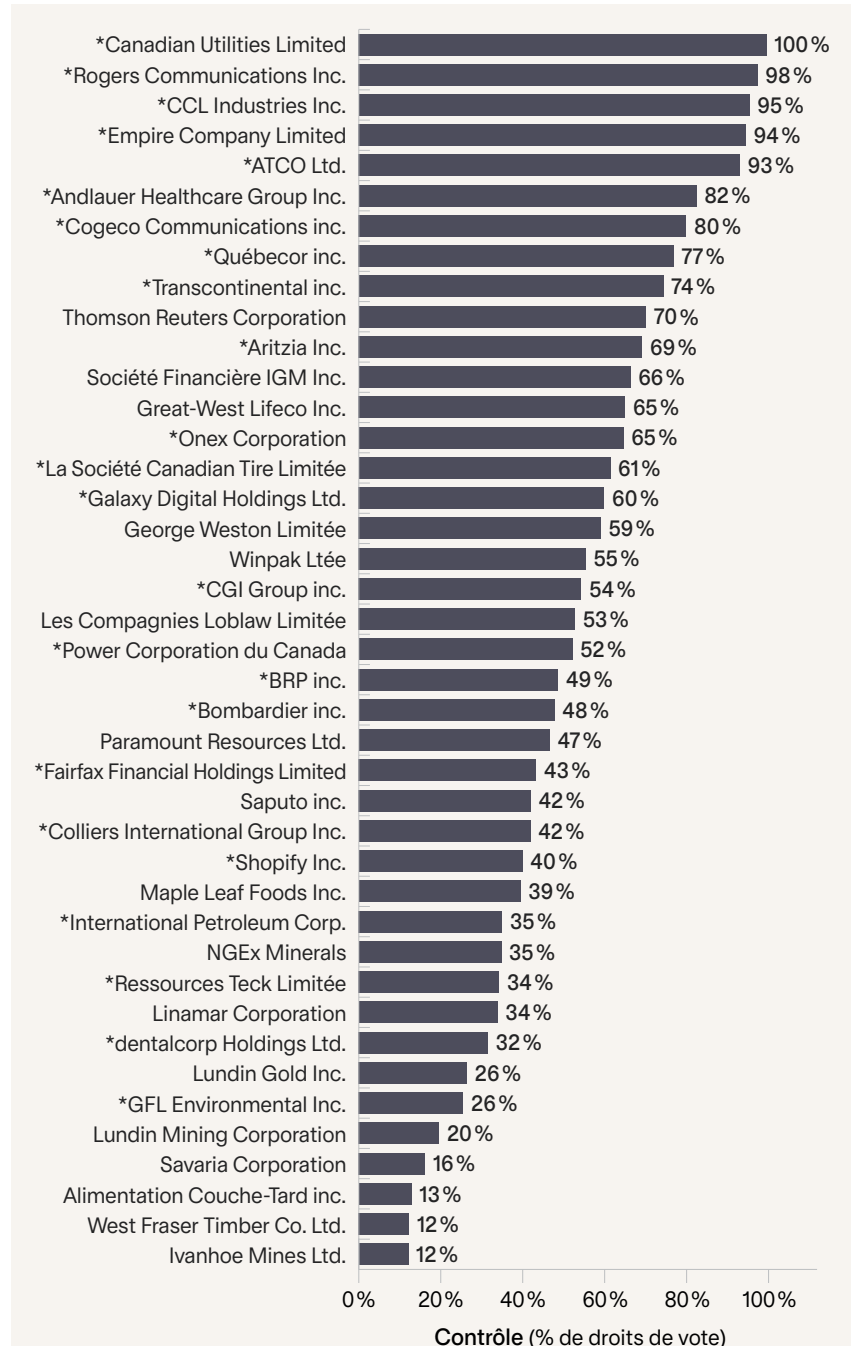
⁶ Remarque : Le rendement total comprend les dividendes réinvestis en plus des rendements des cours.

Entreprises contrôlées au Canada: mesures de gouvernance

Les entreprises contrôlées par une famille partagent un dénominateur commun: elles sont guidées par la création de valeur à long terme qui peut s'étendre sur une ou plusieurs générations. Pour mettre en œuvre leur vision par des actions stratégiques, les actionnaires de contrôle exercent une influence sur leurs entreprises respectives en détenant un pourcentage important des capitaux propres de l'entreprise. Pour financer leur expansion, de nombreuses entreprises en croissance décident d'effectuer un premier appel public à l'épargne et d'inscrire leurs actions à la bourse afin de réunir des capitaux propres avec des investisseurs tiers. Toutefois, la mobilisation de capitaux propres dilue souvent la participation des propriétaires originaux, à moins que ces derniers ne participent à l'émission de façon proportionnelle avec les investisseurs tiers.

Afin d'éviter de perdre le contrôle et de maintenir leur influence sur leurs sociétés, certains actionnaires majoritaires optent pour une structure d'actions à droit de vote multiple. Cette structure confère un plus grand nombre de droits de vote à une catégorie d'actions donnée, généralement détenues par les fondateurs de la société, les actionnaires familiaux ou les investisseurs clés de confiance, par opposition aux actions à droit de vote subalterne qui sont assorties de droits de vote inférieurs par action. Les actions à droit de vote multiple se négocient librement⁷ et sont couramment accessibles à l'ensemble des investisseurs. Certains actionnaires majoritaires soutiennent que les structures d'actions à droit de vote multiple offrent une protection supplémentaire contre les actionnaires activistes axés sur le court terme et les prises de contrôle hostiles, car elles peuvent accroître le contrôle du droit de vote au-delà de leur participation économique relative. Parmi les 41 entreprises membres de l'Indice BNC des entreprises familiales, 24 des 41, ou 59 %, ont des structures d'actions à droit de vote multiple. À titre d'exemple, la Figure 2 illustre le degré de contrôle des fondateurs d'entreprise avec droit de vote ou des actionnaires familiaux majoritaires sur les composantes respectives de l'Indice BNC des entreprises familiales.

Figure 2 – Indice BNC des entreprises familiales (réexamen annuel de 2025) – Contrôle familial des sociétés⁸



*Présence d'une structure d'actions à droit de vote multiple.

⁷ Remarque: On dit « float » dans le jargon financier.

⁸ Source: Base de données FBN, déclarations officielles des sociétés.



Toutefois, en ce qui concerne le contrôle du droit de vote accru de certaines sociétés par rapport au pouvoir économique, comme l'illustre le graphique précédent, les sociétés qui ont lancé un premier appel public à l'épargne au cours des trois dernières décennies ne sont plus totalement à l'abri des prises de contrôle hostiles, même si celles-ci ont adopté une structure d'actions à droit de vote multiple. Les entreprises ayant effectué leur premier appel public à l'épargne avant 1987 sont dispensées d'adopter une clause d'égalité de traitement (voir le Tableau 2).

Tableau 2 – Protection des actionnaires minoritaires au Canada

Clause d'égalité de traitement des actions à droit de vote multiple

Une clause d'égalité de traitement est un mécanisme par lequel les porteurs d'actions sans droit de vote ou d'actions à droit de vote subalterne peuvent participer à une offre publique d'achat officielle sur un pied d'égalité avec les porteurs d'actions à droit de vote supérieur. Ainsi, tous les actionnaires bénéficient d'un traitement équitable. En août 1987, les bourses de Toronto, de Montréal, de Vancouver et de l'Alberta ont adopté conjointement un instrument de politique exigeant que toute offre publique d'achat faite aux détenteurs d'actions à droit de vote multiple soit faite aux mêmes conditions aux autres catégories d'actionnaires. Cette disposition est connue sous le nom de clause d'égalité de traitement [NDLR: «*coattail*» en anglais]⁹. Autrement dit, les investisseurs minoritaires au Canada ont acquis le droit de déterminer si une prise de contrôle correspondait à leurs intérêts, à la seule condition que toutes les sociétés ouvertes qui ont conclu leur premier appel public à l'épargne avant le 1^{er} août 1987 soient exemptées de la nouvelle règle, en vertu d'une clause «grand-père» de droits acquis. Autrement dit, les investisseurs minoritaires au Canada ont acquis le droit de déterminer si une prise de contrôle correspondait à leurs intérêts, à la seule condition que toutes les sociétés ouvertes qui ont conclu leur premier appel public à l'épargne avant le 1^{er} août 1987 soient exemptées de la nouvelle règle, la clause dite des droits acquis.

Clause crépusculaire des actions à droit de vote multiple

Une clause crépusculaire [NDLR: «*sunset*» en anglais] est l'expiration automatique des actions à droit de vote multiple, en vertu de laquelle cette catégorie d'actions est éliminée. À la suite de la prise d'effet d'une clause crépusculaire, les actions à droit de vote multiple sont éliminées et toutes les actions fournissent les mêmes droits de vote que les actions à droit de vote subalterne. Les clauses crépusculaires peuvent être fondées sur des événements (non-respect d'un seuil de propriété minimal par un fondateur de la société, atteinte d'une limite d'âge pour un fondateur, le fait qu'un fondateur ne fait plus partie de la direction ou du conseil d'administration, etc.). Elles peuvent aussi être fondées sur le temps (p. ex. expiration d'une période prédéfinie après un événement, comme cinq années après le premier appel public à l'épargne).

Indépendance du conseil d'administration

Au Canada, les organismes de réglementation s'attendent à ce que les sociétés cotées en bourse aient une majorité d'administrateurs indépendants. De plus, les organismes de réglementation exigent que les émetteurs divulguent l'identité des administrateurs indépendants et non indépendants, ainsi que le fondement de ces déterminations. Un administrateur est réputé indépendant s'il n'a aucun lien direct ou indirect avec l'émetteur, car un tel lien pourrait raisonnablement nuire à son jugement indépendant. Ces types de relations peuvent comprendre, par exemple, une relation commerciale, de bienfaisance, industrielle, bancaire, de consultation, juridique, comptable ou familiale, ou toute autre relation que le conseil juge importante. Nonobstant toute décision prise par le conseil d'administration d'un émetteur, une personne est réputée (critère de démarcation nette) avoir une relation importante avec l'émetteur si elle est ou a été au cours des trois dernières années un employé ou un dirigeant de l'émetteur public, de l'une de ses filiales ou d'un de ses actionnaires contrôlants. De plus, au Canada, si le président du conseil n'est pas jugé indépendant, le conseil doit avoir un administrateur indépendant principal. Les sociétés ouvertes doivent également avoir au moins trois administrateurs au sein de leurs comités d'audit, qui doivent tous être indépendants.

⁹ Stephanie Ben-Ishai, Poonam Puri, « Dual Class Shares in Canada: An Historical Analysis », *Dalhousie Law Journal*, 29.1, 2006.



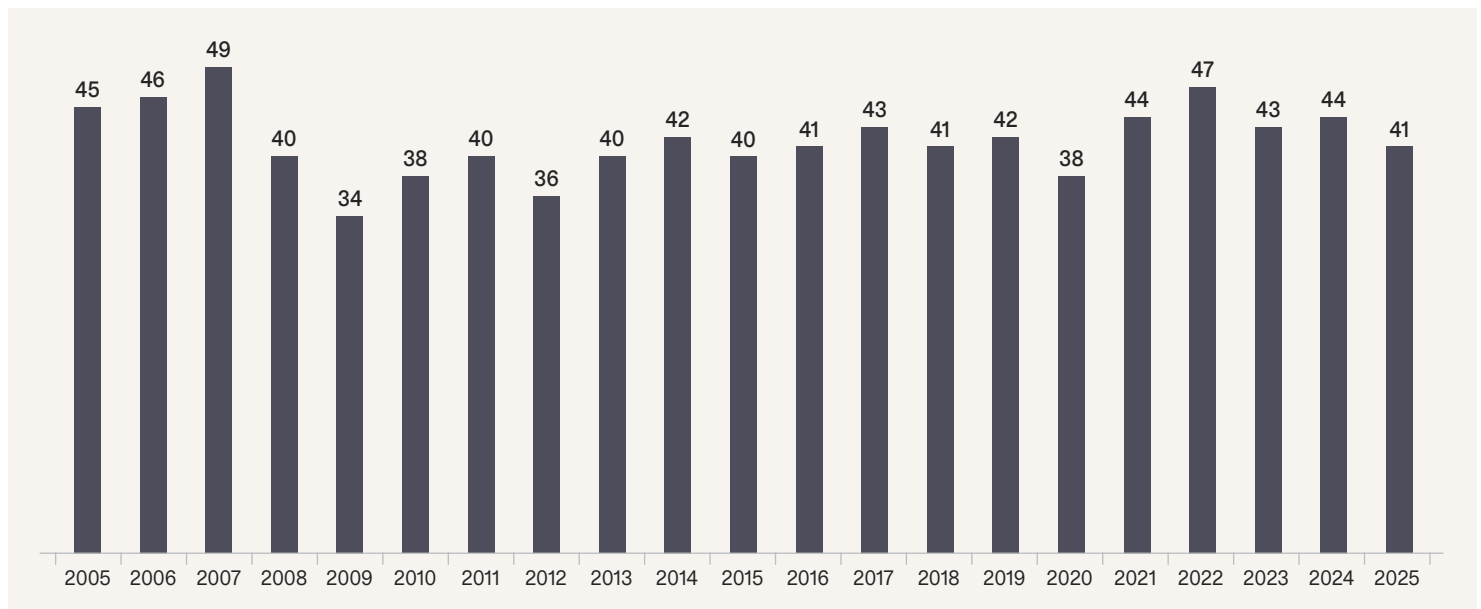
Au Canada, le respect des droits des actionnaires minoritaires a été l'un des principaux objectifs des organismes de réglementation du marché. Au cours des deux dernières décennies, les organismes de réglementation des marchés financiers des provinces canadiennes ont convenu, sous la direction des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM), d'adopter des règles harmonisées pour les émetteurs assujettis canadiens. Ces règles visent à mieux protéger les droits des actionnaires minoritaires des sociétés contrôlées. En 2004, les organismes de réglementation canadiens ont adopté un nouvel ensemble de règles pour les divulgations relatives à la gouvernance d'entreprise qui se fondent sur un modèle «se conformer ou s'expliquer»¹⁰. Les sociétés cotées en bourse doivent identifier leurs administrateurs indépendants dans leurs rapports annuels sur la gouvernance d'entreprise et fournir une explication si la majorité de leurs administrateurs ne sont pas indépendants. Les exigences en matière de protection de la Bourse de Toronto pour les structures d'actions à deux catégories, la majorité d'administrateurs indépendants qu'exigent les organismes de réglementation et l'adoption volontaire croissante de «clauses crépusculaires» par de nombreuses sociétés ouvertes canadiennes représentent une évolution du modèle canadien. À titre de comparaison, aux États-Unis, il n'y a pas d'exigences ou de règles sur l'indépendance du conseil d'administration.

En ce qui concerne l'Indice BNC des entreprises familiales, parmi les 24 entreprises qui ont opté pour une structure d'actions à droit de vote multiple, 75 % (18/24) ont une clause d'égalité de traitement et 33 % (8/24) ont des clauses crépusculaires volontaires.

Critères quantitatifs de sélection additionnels

Le processus de l'Indice BNC des entreprises familiales repose sur l'application systématique de filtres quantitatifs sur un univers d'entreprises fourni par S&P Dow Jones Indices, le calculateur de l'indice. Sous la supervision d'un comité indépendant de l'Indice composé de membres de l'équipe de recherche de la Banque Nationale du Canada et d'un des plus grands cabinets d'avocats canadiens, le processus de sélection mené lors du réexamen annuel de l'Indice repose sur des critères transparents et objectifs appliqués une fois par an à la date du réexamen annuel, tel qu'indiqué dans le document *Méthodologie de l'Indice* publié sur le site Internet de la BNC¹¹. L'ensemble de sociétés constituantes résultant de l'application des critères de sélection est relativement stable dans le temps.

Figure 3 – Indice BNC des entreprises familiales – Un nombre stable de sociétés admissibles au fil du temps¹²



¹⁰ Remarque: Instruments nationaux 58-201 (lignes directrices sur la gouvernance d'entreprise), 58-101 (divulcation des pratiques de gouvernance d'entreprise) et 52-102 (obligations d'information continue), entre autres.

¹¹ Page Web de l'Indice BNC des entreprises familiales: <https://www.nbc.ca/fr/marchesdescapitaux/avantage-familial-bnc.html>.

¹² Source: Base de données FBN.



Pour faire partie de l'indice, une société contrôlée par une famille doit respecter les critères suivants:

→ **Actions ordinaires inscrites à la Bourse de Toronto:**

- Les actions de la société doivent être inscrites depuis au moins 12 mois à la fin du mois qui précède la date du réexamen annuel.

→ **Filtre de taille minimal basé sur une capitalisation boursière transigée librement (communément appelée le flottant) d'au moins 1 milliard \$:**

- Le critère du flottant libre exclut les actions incessibles telles que celles détenues par les initiés. Il a été adopté par la plupart des grands indices du monde.
- Dans le cas de catégories multiples, les flottants des diverses catégories d'actions sont combinés dans le but de déterminer la capitalisation boursière ajustée en fonction du flottant de la société.

→ **Volume quotidien moyen négocié d'au moins 500 000 \$, avec au moins 90 séances affichant un volume négocié par jour d'au moins 500 000 \$ au cours des 180 derniers jours de bourse précédant la date de réexamen annuel:**

- Dans le cas des actions à catégories multiples, le volume négocié est le volume combiné d'actions canadiennes inscrites toutes catégories confondues.

Figure 4 – Processus de sélection de l'Indice BNC des entreprises familiales (réexamen annuel de 2025)

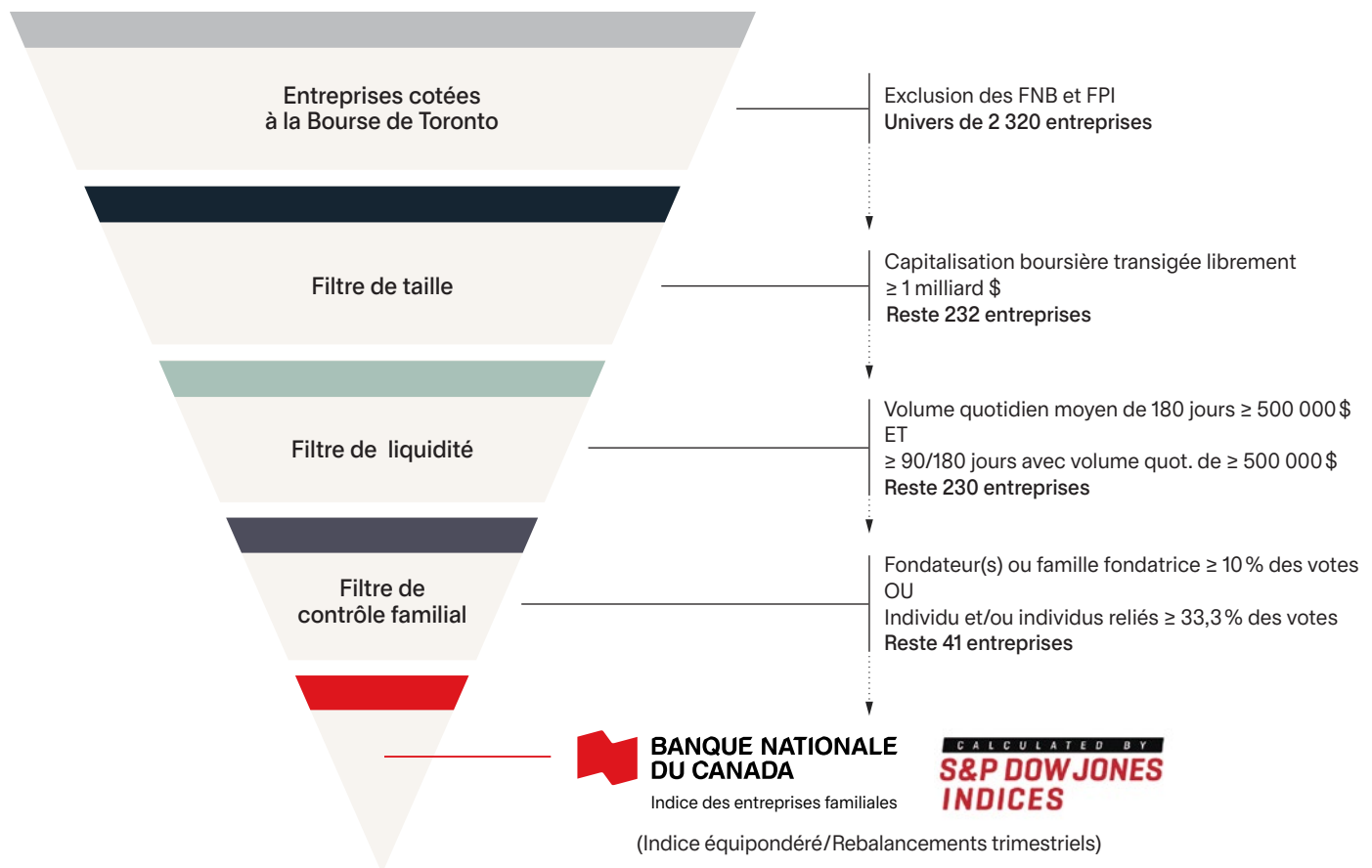




Tableau 3 – Les membres de l'Indice BNC des entreprises familiales (réexamen annuel de 2025)

Symbole boursier	Nom de l'entreprise	Actionnaire(s) de contrôle*	Province
ATD	Alimentation Couche-Tard inc.	Bouchard, D'Amour, Fortin, Plourde	Québec
AND	Andlauer Healthcare Group Inc.	Andlauer	Ontario
ATZ	Aritzia Inc.	Hill	Colombie-Britannique
ACO/X	ATCO Ltd.	Southern	Alberta
BBD/B	Bombardier inc.	Beaudoin, Bombardier, Fontaine	Québec
DOO	BRP inc.	Beaudoin, Bombardier, Fontaine	Québec
CTC/A	La Société Canadian Tire Limitée	Billes	Ontario
CU	Canadian Utilities Limited	Southern	Alberta
CCL/B	CCL Industries Inc.	Lang	Ontario
GIB/A	CGI inc.	Godin, Imbeau	Québec
CCA	Cogeco Communications inc.	Audet	Québec
CIGI	Colliers International Group Inc.	Hennick	Ontario
DNTL	dentalcorp Holdings Ltd.	Rosenberg	Ontario
EMP/A	Empire Company Limited	Sobey	Nouvelle-Écosse
FFH	Fairfax Financial Holdings Limited	Watsa	Ontario
GLXY	Galaxy Digital Holdings Ltd.	Novogratz	New York
WN	George Weston Limitée	Weston	Ontario
GFL	GFL Environmental Inc.	Dovigi	Ontario
GWO	Great-West Lifeco Inc.	Desmarais	Manitoba
IGM	Société Financière IGM Inc.	Desmarais	Manitoba
IPCO	International Petroleum Corp.	Lundin	Colombie-Britannique
IVN	Ivanhoe Mines Ltd.	Friedland	Colombie-Britannique
LNR	Linamar Corporation	Hasenfratz	Ontario
L	Les Compagnies Loblaw Limitée	Weston	Ontario
LUG	Lundin Gold Inc.	Lundin	Colombie-Britannique
LUN	Lundin Mining Corporation	Lundin	Ontario
MFI	Maple Leaf Foods Inc.	McCain	Ontario
NGEX	NGEx Minerals	Lundin	Colombie-Britannique
ONEX	Onex Corporation	Schwartz	Ontario
POU	Paramount Resources Ltd.	Riddell	Alberta
POW	Power Corporation du Canada	Desmarais	Québec
QBR/B	Québecor inc.	Péladeau	Québec
RCI/B	Rogers Communications Inc.	Rogers	Ontario
SAP	Saputo inc.	Saputo	Québec
SIS	Savaria Corporation	Bourassa	Québec
SHOP	Shopify Inc.	Lütke	Ontario
TECK/B	Ressources Teck Limitée	Keevil	Colombie-Britannique
TRI	Thomson Reuters Corporation	Thomson	Ontario
TCL/A	Transcontinental inc.	Marcoux	Québec
WFG	West Fraser Timber Co. Ltd.	Ketcham	Colombie-Britannique
WPK	Winpak Ltée	Wihuri	Manitoba

* Exclut les fonds d'investissements.



À la suite du rééquilibrage annuel de 2025, l'Indice BNC des entreprises familiales a accueilli deux nouveaux membres: Andlauer Healthcare Group Inc.¹³, une entreprise de gestion de la chaîne d'approvisionnement spécialisée dans les solutions de transport par la chaîne du froid pour le secteur des soins de santé contrôlée par son fondateur Michael Andlauer, également actionnaire majoritaire de l'équipe des Sénateurs d'Ottawa de la Ligue nationale de hockey depuis 2023, ainsi que dentalcorp Holdings Ltd., le plus grand réseau de cabinets dentaires au Canada, contrôlé par son fondateur Graham Rosenberg.

Parallèlement, le processus de sélection quantitative a entraîné le retrait de cinq entreprises de l'indice: trois (Curaleaf Holdings Inc., Kelt Exploration Ltd. et Spin Master Corporation) ont été exclues parce que leur capitalisation boursière flottante est tombée sous le seuil quantitatif de 1 milliard \$ de l'Indice, une (Nuvei Corporation) a été radiée de la Bourse de Toronto à la suite de la conclusion d'une transaction de retrait de la cote d'une valeur de 6,3 milliards \$ US en novembre 2024 d'un autre membre de l'Indice BNC des entreprises familiales, et Filo Mining Corp., société ayant été acquise conjointement par Lunding Mining et BHP Investments Canada Inc. en janvier 2025.

Tableau 4 – Indice BNC des entreprises familiales – Inclusions et exclusions récentes

	Inclusions (+)	Exclusions (-)
2018	Canada Goose Kinder Morgan Canada Spin Master Corp	Cascades Corus Entertainment Le groupe Jean Coutu Molson Coors Canada Knight Therapeutics
2019	Aritzia Canopy Growth Corp. Corus Entertainment Groupe d'alimentation MTY	Canfor Corp. Kinder Morgan Canada Paramount Resources
2020	Cascades Lightspeed Commerce	Bombardier Corus Entertainment Groupe d'alimentation MTY La Corporation Financière Power Spin Master Corp. Transcontinental
2021	Bombardier Groupe d'alimentation MTY Canfor Corp. Corus Entertainment Galaxy Digital Holdings GFL Environmental Paramount Resources Spin Master Corp. Transcontinental	Cascades Northland Power West Fraser
2022	dentalcorp Holdings Ltd. Filo Mining Corp. International Petroleum Corp. Kelt Exploration Ltd. Nuvei Corporation Westshore Terminals Investment Corp.	Corus Entertainment Inc. FirstService Corporation Galaxy Digital Holdings Ltd.
2023	Lundin Gold Inc.	Canopy Growth Corporation dentalcorp Holdings Ltd. Kelt Exploration Ltd. Lightspeed POS, Inc. Shaw Communications Inc.
2024	Curaleaf Holdings Inc. Galaxy Digital Holdings Ltd. Kelt Exploration Ltd. NGEx Minerals Ltd. Savaria Corporation West Fraser Timber Co. Ltd.	Canada Goose Holdings Inc. Canfor Corporation Celestica Inc. Groupe d'alimentation MTY Westshore Terminals Inv. Corp.
2025	Andlauer Healthcare Group Inc. ¹⁴ dentalcorp Holdings Ltd.	Curaleaf Holdings Inc. Filo Mining Corp. Kelt Exploration Ltd. Nuvei Corporation Spin Master Corporation

¹³ UPS Healthcare a acquis Andlauer Healthcare Group le 3 novembre 2025 pour environ 2 milliards \$ CA. La société a par la suite été désinscrite de la TSX.

¹⁴ UPS Healthcare a acquis Andlauer Healthcare Group le 3 novembre 2025 pour environ 2 milliards \$ CA. La société a par la suite été désinscrite de la TSX.



Maintien du rendement supérieur à long terme

Au cours des 20 dernières années, l'Indice BNC des entreprises familiales a affiché une surperformance de 1,3% sur une base annualisée par rapport au marché canadien. Le rendement annuel moyen de la période s'est établi à 10,2% pour l'Indice familial contre 8,9% pour l'indice composé S&P/TSX.

Figure 5 – Rendement cumulé de l'Indice BNC des entreprises familiales (jusqu'au 31 décembre 2025)¹⁵

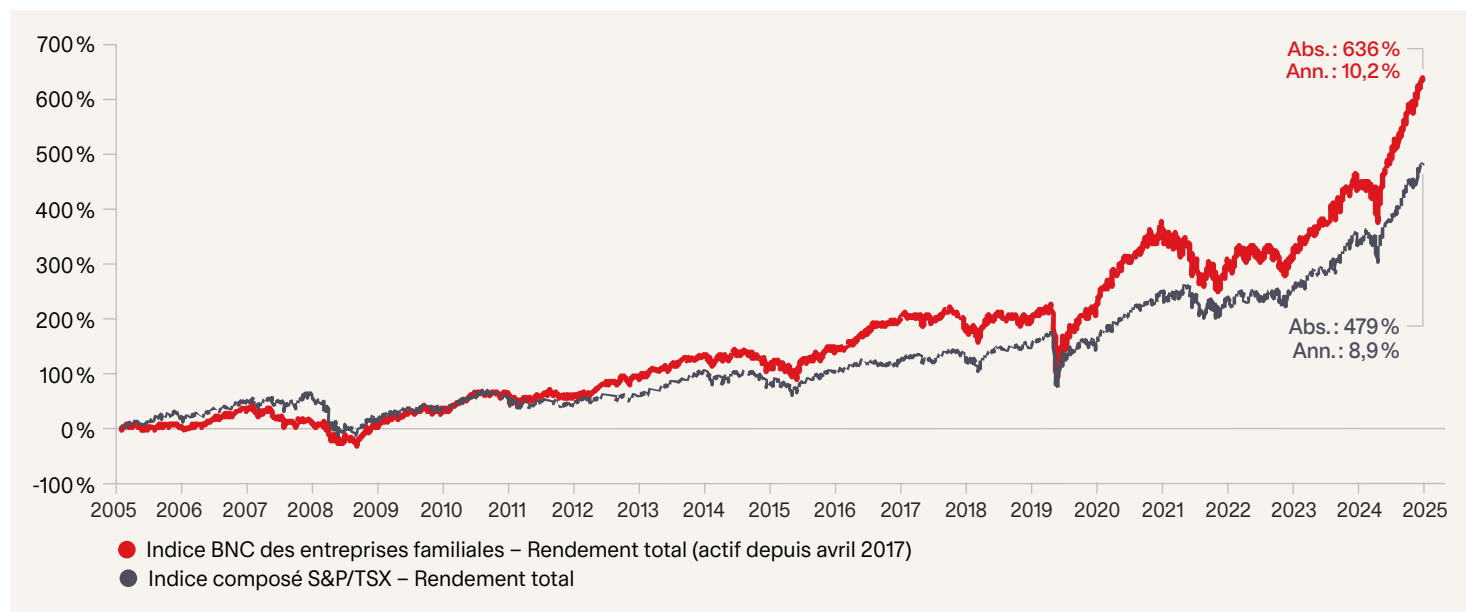
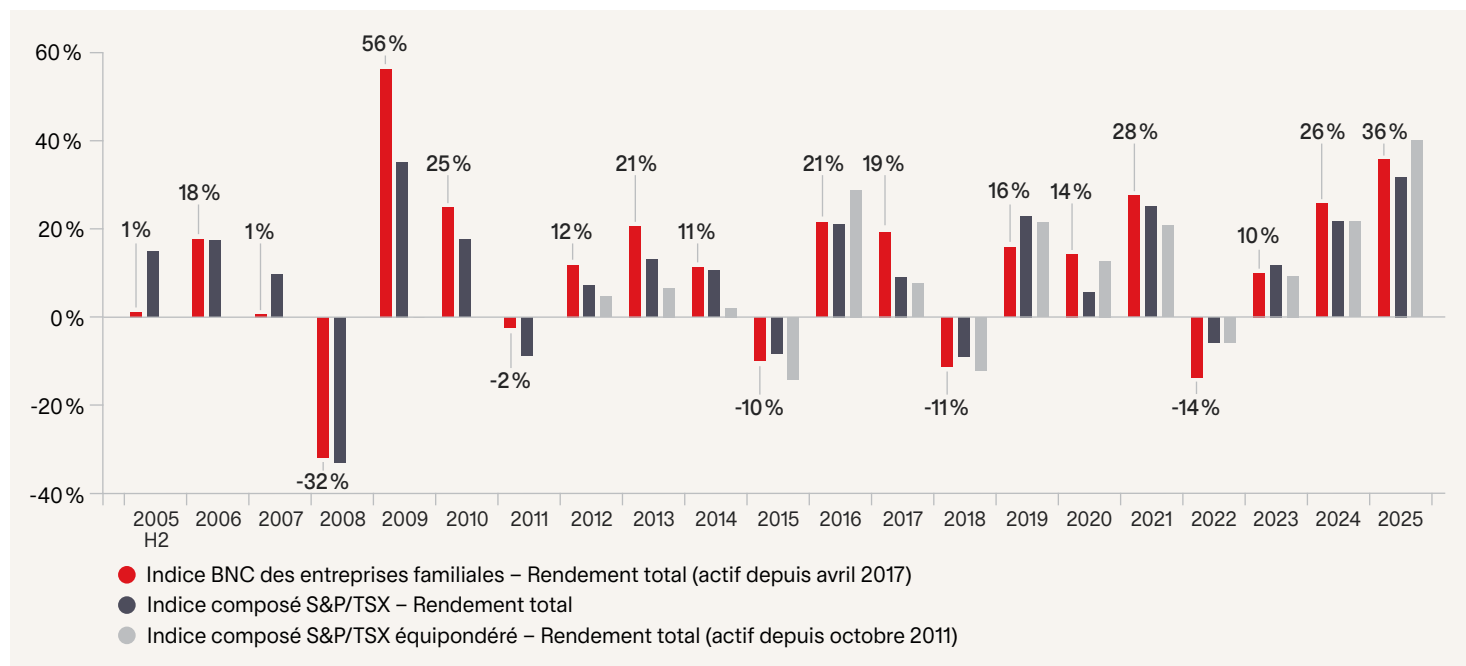


Figure 6 – Rendement total annuel de l'Indice BNC des entreprises familiales (jusqu'au 31 décembre 2025)¹⁶



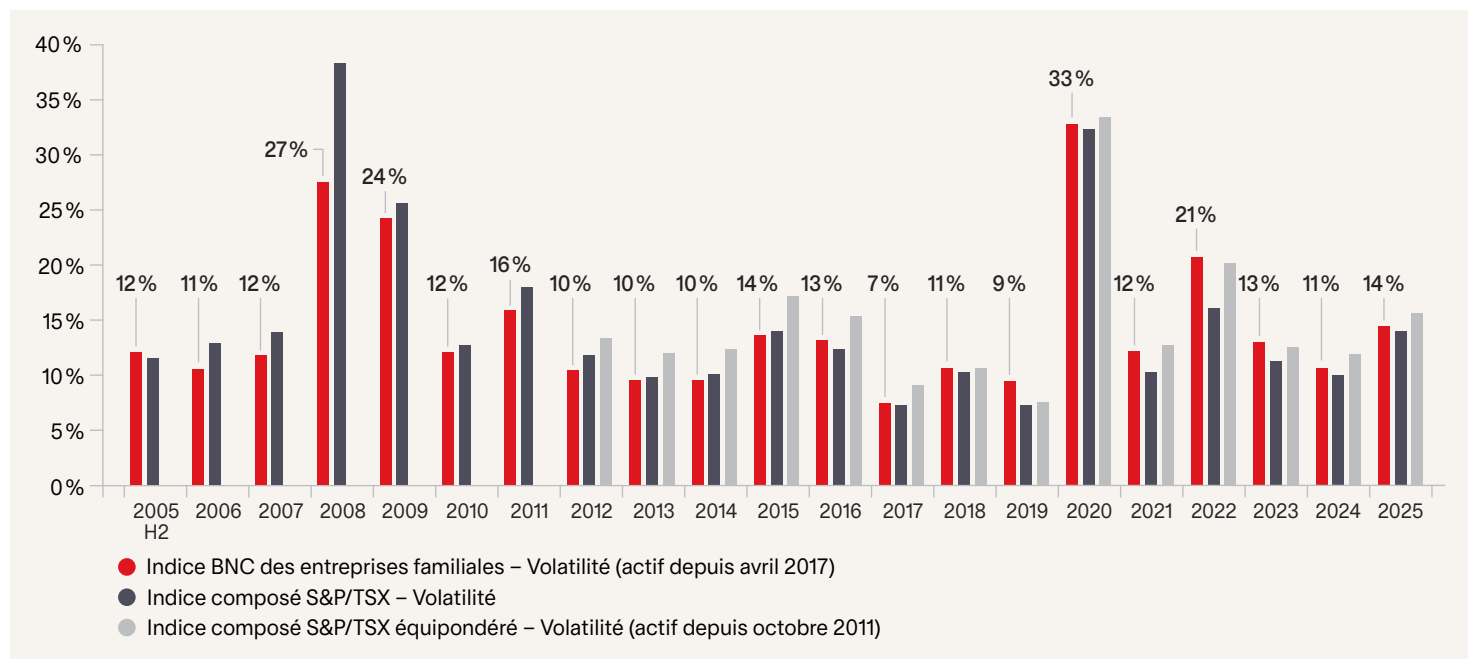
¹⁵ Source : FBN, SPDJI, Bloomberg; données au 31 décembre 2025.

¹⁶ Source : « Base de données FBN, SPDJI, Bloomberg. (Remarque : Les données de l'Indice composé S&P/TSX équilibré n'étaient pas disponibles avant 2012.)



La volatilité à long terme de l'Indice familial était similaire à celle de l'indice composé S&P/TSX. Il est intéressant de noter, comme la Figure 7 ci-dessous l'illustre, que, vu l'exposition moins importante de l'Indice familial au secteur financier, sa volatilité a beaucoup moins augmenté dans les conditions extrêmes de la crise financière de 2008 que celle de l'indice S&P/TSX. Cependant, pendant la pandémie de COVID-19, l'augmentation de sa volatilité était similaire à celle de l'indice de référence.

Figure 7 – Volatilité annuelle de l'Indice BNC des entreprises familiales (jusqu'au 31 décembre 2025)¹⁷



¹⁷ Source : Base de données FBN, SPDJI, Bloomberg; données au 31 décembre 2025.

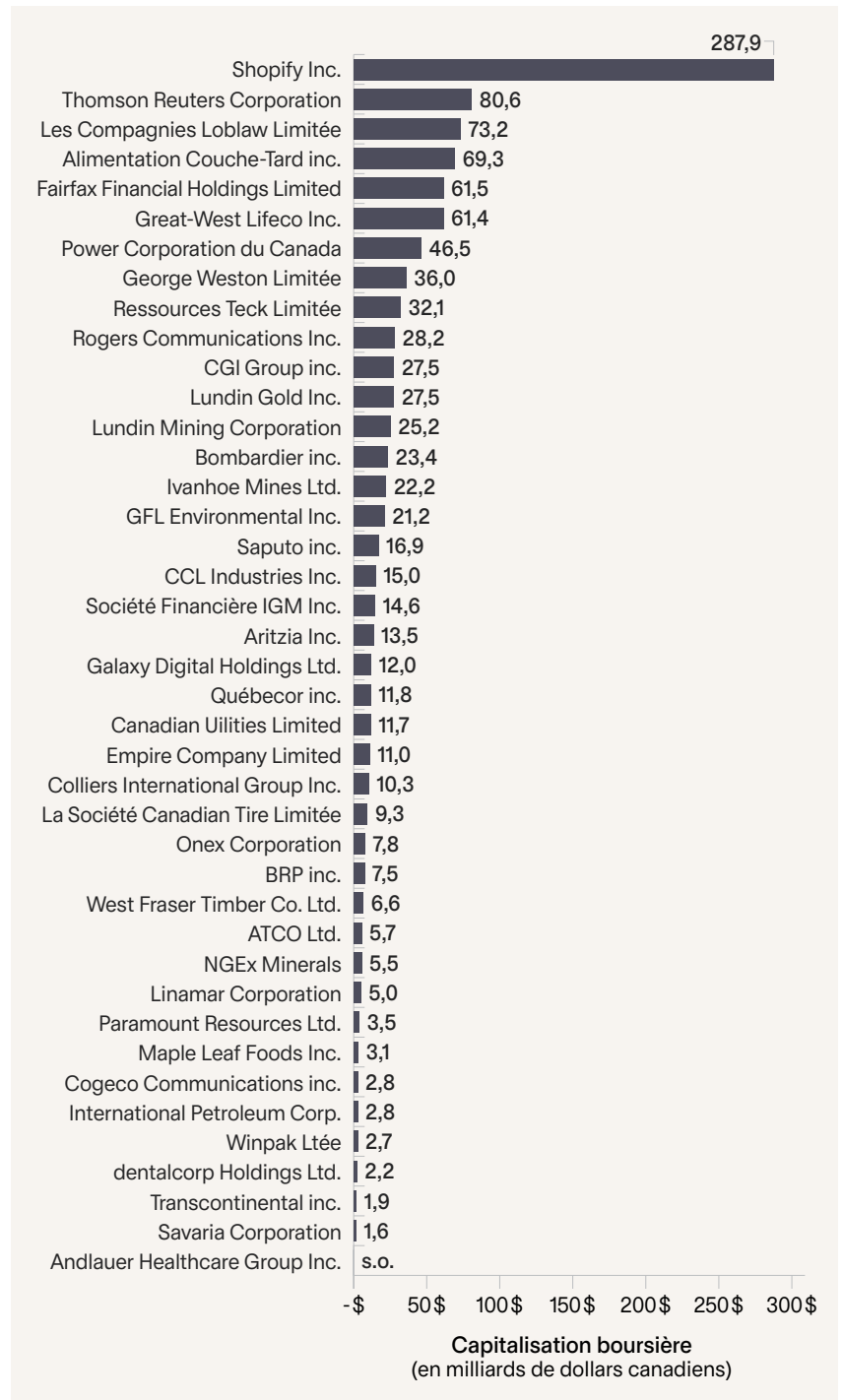


Pondérations et répartitions

L'Indice BNC des entreprises familiales utilise une méthodologie à pondérations égales. Chaque société de l'indice a la même pondération (1/41), quelle que soit sa capitalisation boursière. Une pondération selon la capitalisation boursière donnerait une influence disproportionnée aux plus grosses sociétés comme Shopify, Thomson Reuters et Alimentation Couche-Tard. La capitalisation boursière des sociétés de l'Indice BNC des entreprises familiales varie de 1,6 milliard \$¹⁸ (Savaria Corp.) à 287 milliards \$ (Shopify). La capitalisation boursière médiane des entreprises incluses dans l'Indice est de 11,9 milliards \$, soit une augmentation de près de 4 milliards \$ depuis la publication de l'édition précédente du présent rapport en 2023. Fait intéressant, la capitalisation boursière totale des sociétés de l'Indice BNC des entreprises familiales représente 21% de la capitalisation totale de l'indice S&P/TSX, un chiffre qui est demeuré à peu près inchangé depuis nos deux publications précédentes.

En plus du calcul du rendement quotidien de l'Indice BNC des entreprises familiales et de la publication de toutes les données sur le site Web de S&P DJI Custom Indices et par l'entremise de tiers tels que Bloomberg, S&P Dow Jones Indices rééquilibre les pondérations sur une base trimestrielle. L'Indice BNC des entreprises familiales surpondère actuellement les secteurs des produits de consommation de base, des biens de consommation et des médias/télécommunications et sous-pondère ceux de l'énergie et des services financiers. Les secteurs les plus représentés sont ceux de la consommation de base et discrétionnaire (25%), des matériaux (22%) et des services financiers (15%). Ses expositions sectorielles sont stables depuis 10 ans.

Figure 8 – Les sociétés de l'Indice BNC des entreprises canadiennes par capitalisation boursière (en milliards \$ CA; au 31 décembre 2025)¹⁹



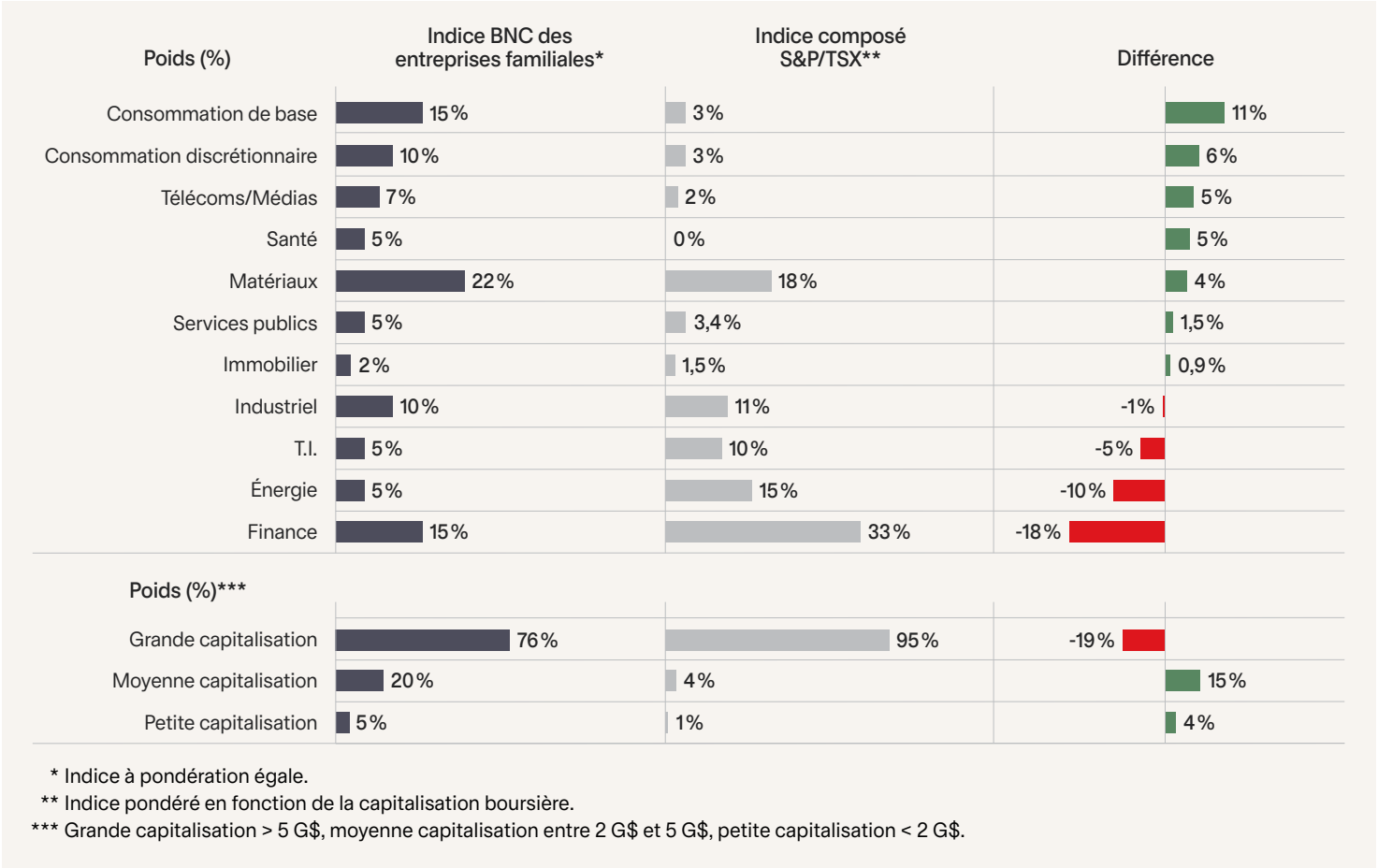
¹⁸ Pour faire partie de l'indice, les sociétés doivent avoir un flottant libre de leur capitalisation boursière d'au moins 1 milliard \$.

¹⁹ Source : Bloomberg; données au 31 décembre 2025. UPS Healthcare a acquis Andlauer Healthcare Group le 3 novembre 2025 pour environ 2 milliards \$ CA. La société a par la suite été désinscrite de la TSX.



La nette sous-pondération du secteur des services financiers dans l'Indice BNC des entreprises familiales s'explique par la réglementation qui empêche tout actionnaire individuel de détenir plus de 10% de toute catégorie d'actions d'une banque²⁰, à moins d'avoir obtenu une autorisation expresse du ministre des Finances du Canada. Par conséquent, les banques ne peuvent pas être des sociétés contrôlées selon les définitions de l'Indice BNC des entreprises familiales.

Figure 9 – Répartition sectorielle/pondérée en fonction de la capitalisation (au 31 décembre 2025)²¹



La méthodologie à pondérations égales de l'Indice BNC des entreprises familiales favorise une plus grande diversification entre les sociétés à grande, moyenne et petite capitalisation. Par exemple, les grandes capitalisations y représentent 71%, contre 95% dans l'indice composé S&P/TSX.

20 Charles Freedman (site Web de la Banque du Canada), « The Canadian Banking System », mars 1998.
 21 Base de données FBN, SPDJI, Bloomberg; données au 31 décembre 2025 (sur la base d'une pondération égale).

Annexe – Rapports de recherche sur les sociétés membres de l'Indice BNC des entreprises familiales

Nouveau siège social de la BNC,
Montréal, Canada.
(Photo: Christopher Guindon)



Alimentation Couche-Tard Inc.

ATD (TSX)	COTE	COURS CIBLE	RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ
C\$82.44	Rendement supérieur	C\$91.00	11.5%

Profil

Alimentation Couche-Tard est le chef de file du secteur canadien des commerces de proximité (dépanneurs), le plus grand exploitant indépendant de dépanneurs aux États-Unis (sur la base des magasins exploités par la société) et le chef de file du commerce de proximité et de la distribution de carburants au détail en Scandinavie. En 2025, le réseau d'ATD comprenait plus de 9,000 dépanneurs en Amérique du Nord, plus de 4,800 établissements en Europe et environ 390 à Hong Kong, principalement exploités sous la marque Circle K. Historiquement, ATD croît par expansion endogène et par acquisitions.

Faits Saillants

La consommation de carburant pâtit de la compression des budgets des consommateurs

(1) Nous anticipons une hausse des marges sur les ventes de carburant a/a dans toutes les régions où ATD est présente, reflétant essentiellement la volatilité accrue des prix et l'optimisation continue de la chaîne d'approvisionnement, entre autres facteurs. (2) Nous nous attendons à ce que les volumes des ventes de carburant aux États-Unis soient impactés par la hausse des prix (en particulier pour les ménages aux faibles revenus; les données d'OPIS indiquent que les prix des carburants à la pompe sont en hausse de 14.1% sur douze mois). (3) Du côté des ventes de marchandises aux États-Unis, nous anticipons une croissance tirée des initiatives visant les produits alimentaires et une dynamique pour les produits à base de nicotine, partiellement contrebalancées par la prudence des consommateurs. Pour rappel, ATD avait constaté que les tendances observées au T3 2026 (croissance des VÉI de 2.8%) s'étaient maintenues au milieu du T4 2026.

Maintien de notre thèse de placement

Il est essentiel pour ATD de dégager une croissance soutenue grâce à des facteurs endogènes, des rachats d'actions et des acquisitions. Nous pensons que la société repose sur de meilleures bases pour assurer sa croissance, car de nombreux moteurs de revenus et d'efficacité sont en place et portent déjà largement leurs fruits.

Facteurs de Risque

Les principaux risques qui pourraient affecter nos prévisions incluent la volatilité des marges sur l'essence, les fluctuations des taux de change (dollar canadien/monnaies européennes), l'intégration des acquisitions et une conjoncture économique difficile dans certaines régions.

Évaluation

Notre cours cible correspond à 17.5 fois notre estimation du BPA 2028/2029E (compte tenu du change).

DONNÉES BOURSÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	85.59-66.93
Dividende par action (\$)	0.86
Rend. dividende (%)	1.1
Actions en circulation (M)	917.8
Capitalisation boursière (M\$)	72,234.1
Valeur de l'entreprise (M\$)	91,714.0

Données sur les actions en \$CA

ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCCM

Fin d'exercice: décembre	2025A	2026E	2027E	2028E
Chiffre d'affaires (\$G)	72.857	75.438	73.020	74.678
BAIIA raj. (\$M)	5,996.6	6,546.5	6,787.2	7,129.5
BAII raj. (\$M)	3,825.5	4,168.6	4,365.4	4,678.9
Bénéfice net (\$M)	2,589.0	2,768.2	2,861.1	3,084.5
BPA rajusté (\$)	2.71	2.95	3.19	3.64
Dividende / action (CA\$)	0.76	0.84	0.91	1.00
VE/BAIIA (x)	11.1	10.1	9.8	9.3
C/B (x)	21.0	19.3	17.8	15.6

Tous les chiffres en USD sauf indication contraire

Source: LSEG, BNCCM et rapports de la société

Rendement du titre (Source: FactSet)



Aritzia Inc.

ATZ (TSX)	COTE	COURS CIBLE	RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ
C\$164.48	Rendement supérieur	C\$171.00	4.0%

Profil

(1) Aritzia (TSX: ATZ) est une maison de création et un détaillant de vêtements verticalement intégré. Ses produits ciblent les femmes de 15 à 45 ans et promettent une qualité comparable au luxe à des prix abordables. (2) Les marques et produits de mode propres à la société représentent près de 97% de son chiffre d'affaires (exercice 2026), le reste provenant de marques tierces (jeans de grande qualité, accessoires et chaussures).

Faits Saillants

De solides prévisions internes entraînent des révisions à la hausse

(1) Pour le T1 2027, ATZ table sur un chiffre d'affaires de \$900-\$925 millions (est. BNMC \$914 millions), (ii) une expansion de la marge brute d'environ 225-275 pb a/a (est. BNMC 225 pb à 49.4%) et (iii) un levier de FVGA d'environ 50-100 pb a/a (est. BNMC 50 pb à 33.0%). (2) Pour 2027, ATZ prévoit (i) un chiffre d'affaires de \$4.4-\$4.6 milliards (12-13 nouvelles boutiques et 4-5 déménagements, estimation BNMC \$4.5 milliards), (ii) une expansion de la marge brute de près de 150-200 pb a/a (marge sur le prix de vente et levier; est. BNMC d'environ 150 pb à 46.4%), (iii) un taux de FVGA stable ou en baisse de 50 pb a/a (levier et économies, en partie contrebalancés par les investissements; est. BNMC environ 10 pb à 29.0%), (iv) une marge de BAIIA d'environ 19.0% (est. BNMC 19.0%) et (iv) des dépenses en immobilisations nettes de près de \$250 millions (est. BNMC \$250 millions).

Maintien de notre thèse de placement

Nous pensons 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).

Facteurs de Risque

ATZ dépend de la perception de sa marque pour vendre des articles de mode non essentiels. L'incapacité à anticiper et/ou à s'adapter aux tendances du marché, à établir un lien avec les clients ou à gérer l'image que renvoie la marque pourrait nuire aux résultats financiers.

Évaluation

Nous valorisons ATZ à 16.5 fois notre estimation du BAIIA 2028/2029E.

DONNÉES BOURSIÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	174.52-65.21
Dividende par action (\$)	0.00
Rend. dividende (%)	0.0
Actions en circulation (M)	120.2
Capitalisation boursière (M\$)	19,765.7
Valeur de l'entreprise (M\$)	20,169.4

ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCCM

Fin d'exercice: décembre	2026A	2027E	2028E	2029E
Chiffre d'affaires (\$M)	3,702.1	4,528.1	5,098.4	5,654.2
VE/BAIIA (x)	29.7	22.3	19.0	17.1
C/B (x)	50.6	36.5	30.3	26.8
BAIIA raj. (\$M)	646.2	859.0	1,008.7	1,122.2
BPA rajusté (\$)	3.25	4.51	5.42	6.13

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

Source: LSEG, BNCCM et rapports de la société

Rendement du titre (Source: FactSet)



ATCO Ltd.

ACO.X (TSX)	COTE	COURS CIBLE	RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ
C\$70.73	Rendement moyen	C\$69.00	0.5%

Profil

ATCO est composée de deux sociétés ouvertes à l'épargne publique, à savoir ATCO Ltd. et Canadian Utilities Limited, dont ACO détient 52.4%. En parallèle, ACO exploite les segments Structures & Logistique, Terrains et Développement, ainsi qu'ASHCOR Technologies avec un investissement en actions de 40% dans Neltume Ports S.A.

Faits Saillants

ATCO a deux catégories d'actions ordinaires - avec et sans droit de vote - qui participent à parts égales au bénéfice et aux dividendes de la société. La structure du capital ordinaire d'ATCO comprend des actions de catégorie I (sans droit de vote; TSX: ACO.X) après la clôture de l'accord d'échange d'actions de catégorie II détenues par des actionnaires sans contrôle contre des actions de catégorie I autres que celles de Sentgraf Enterprises Ltd. Nous estimons qu'environ 79% du BAIIA ajusté 2027e d'ATCO proviennent de son segment Infrastructures énergétiques, près de 3%, d'EnPower, environ 7%, d'Australie et près de 11%, de l'unité Structures et Logistique.

Profil de croissance

ATCO Energy Systems a récemment annoncé que l'Alberta Utilities Commission (AUC) avait approuvé sa demande d'évaluation des besoins (Need Assessment Application) pour son projet de réseau principal Yellowhead d'environ \$2.9 milliards et de 1.1 Gpi3/j, dont les travaux de construction devraient commencer à la fin du T3 2026 (pour une entrée en service attendue au T4 2027). En outre, la société a présenté son plus important plan de dépenses en immobilisations d'environ \$12 milliards pour 2026-2030, avec un TCAC de la base tarifaire d'environ 6.9%, combiné à un TCAC de la base tarifaire anticipé en milieu d'année de 5% à 7% à long terme. En outre, ATCO a annoncé qu'elle fournirait environ \$10 millions sous forme d'un investissement échelonné pour acquérir une participation de 40% dans West Kitikmeot Resources Corp., le promoteur du projet routier et portuaire de Grays Bay (mise en service attendue en 2035).

Facteurs de Risque

Rien ne garantit que les autorités de réglementation autoriseront un RCP ou des barèmes tarifaires plus élevés pour tout ou partie des activités de services publics de la société. Un recul des taux d'intérêt à long terme peut aussi avoir une incidence sur le taux de rendement autorisé pour calculer le tarif des abonnés. Les secteurs d'activité de la société sont aussi tributaires de l'expansion macroéconomique, une conjoncture défavorable pouvant faire diminuer le taux de croissance. Rien ne garantit non plus qu'ATCO pourra trouver sur les marchés boursiers ou obligataires un financement à des conditions favorables pour ses projets d'expansion. Les flux de trésorerie sont exposés au risque de change.

DONNÉES BOURSIÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	73.90-47.52
Dividende par action (\$)	2.08
Rend. dividende (%)	2.9
Actions en circulation (M)	112.2
Capitalisation boursière (M\$)	7,968.8
Valeur de l'entreprise (M\$)	35,010.8

ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMC

Fin d'exercice:	2025A	2026E	2027E
décembre			
BAIIA (\$M)	2,304.0	2,563.2	2,767.9
VE/BAIIA (x)	11.7	11.7	12.6
Dép. immobilisations d'entretien (\$M)	480.0	480.0	480.0
BAIIA disponible (\$M)	1,824.0	2,083.2	2,287.9
VE/BAIIA disp. (x)	15.7	15.1	16.0
C/B (x)	12.3	14.1	13.4
FPER/action (\$)	5.25	6.22	6.21
C/FPER (x)	10.7	11.4	11.4
Dividende / action (\$)	2.02	2.08	2.14
Rend. dividende (%)	3.6	2.9	3.0
Ratio de distribution raj. (%)	38	33	34
Dette nette / BAIIA (x)	5.2	5.2	5.3

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

Source: Estimations BNCMC, rapports de la société et LSEG

Rendement du titre (Source: FactSet)



Évaluation

Notre cours cible de \$69.00 repose sur un rendement en dividende corrigé du risque de 3.00% appliqué à notre estimation du dividende 2027e de \$2.14 par action, sur un coefficient de 12.0x appliqué à notre estimation du BAIIA disponible pour 2027e et sur notre évaluation des FTA par action de \$70.50.

Bombardier Inc.

BBD.B / BBD.A (TSX; TSX) C\$313.99; C \$312.43	COTE Rendement moyen	COURS CIBLE C\$296.00	RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ (5.7)%
--	---	--	--

Profil

Bombardier est un fabricant de pointe de jets d'affaires et un fournisseur de services après-vente pour l'aviation d'affaires.

Faits Saillants

Le marché des jets d'affaires demeure porteur: Les conditions restent positives, avec une croissance du trafic aérien et des stocks d'appareils à vendre sur le marché d'occasion toujours relativement faibles. Les nouvelles commandes de jets d'affaires sont également solides (le ratio commandes/facturation de Bombardier s'établit à 3.6x au T1 2026, portant son carnet de commandes à \$20.3 milliards), ce qui nous conforte dans notre conviction que Bombardier peut maintenir le rythme de livraisons au stade actuel, voire légèrement supérieur, sur plusieurs années.

Des FTD solides attendus ces prochaines années: Avec une dette en baisse constante et des flux de trésorerie disponibles qui devraient être élevés ces prochaines années, nous pensons que la société pourrait déployer son capital dans des rachats d'actions et, potentiellement, dans des acquisitions complémentaires pour les segments Services ou Défense de l'entreprise. Nous relevons également que Bombardier ne paiera pas d'impôts considérables dans un avenir prévisible, ce qui permettra une meilleure conversion en trésorerie.

La dynamique enfle dans le secteur de la défense: Bombardier bénéficie déjà d'une dynamique robuste dans son segment Défense, et nous anticipons une croissance à une cadence encore plus soutenue grâce à l'augmentation des dépenses de défense à l'échelle mondiale. En effet, le nombre de campagnes de défense potentielles pour des plateformes utilisant un jet d'affaires Bombardier a sensiblement augmenté ces derniers temps, la plateforme Saab GlobalEye gagnant notamment du terrain.

Facteurs de Risque

Marché final cyclique: La demande de jets d'affaires est historiquement liée au cycle économique plus large.

Marché final concurrentiel: Bombardier fait face à la concurrence de grandes entreprises, robustes et bien capitalisées, sur le segment des jets d'affaires.

Restrictions commerciales: L'application de droits de douane ou d'autres restrictions pourraient nuire à la société en termes de coûts et de positionnement face à la concurrence.

Évaluation

Notre cours cible correspond à un ratio VE/BAIIA de 12.5x d'après notre estimation de BAIIA pour 2027.

DONNÉES BOURSIÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	329.16-104.95
Actions en circulation (M)	100.5
Capitalisation boursière (M\$)	31,560.4

Données sur les actions en \$CA

ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMC

Fin d'exercice: décembre	2025A	2026E	2027E
Chiffre d'affaires (\$M)	9,551.0	9,998.9	10,651.3
BAIIA (\$M)	1,559.0	1,630.5	1,825.2
Bénéfice net (\$M)	928.0	798.3	1,062.1
BPA rajusté (\$)	7.72	9.11	10.43
Flux de trésorerie disponibles (\$M)	1,072.0	1,110.4	1,075.5
Dette nette (trés.) (\$M)	2,979	2,005	950
Dette nette / BAIIA (x)	1.9	1.2	0.5
VE/BAIIA (x)	16.4	15.7	14.0
C/B (x)	29.0	24.6	21.5

Tous les chiffres en USD sauf indication contraire

Source: Bombardier, LSEG et BNCMC

Rendement du titre (Source: FactSet)



BRP Inc.

DOO (TSX; NASDAQ) C\$84.62; US\$60.31	COTE Rendement moyen	COURS CIBLE C\$84.00	RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ 0.5%
---	----------------------------	-------------------------	-----------------------------------

Profil

BRP inc. est un chef de file mondial dans la conception, la construction et la commercialisation de véhicules de sport motorisés. La société occupe des positions dominantes sur les marchés de la motoneige, de la motomarine, du véhicule récréatif tout terrain, du véhicule côte à côte (VCC), des produits marins et du segment des trois roues de route.

Faits Saillants

Les changements aux droits de douane, un obstacle majeur: BRP est exposée à un impact brut de \$500-\$550 millions cette année dû à la section 232 des droits de douane américains, ce qui a poussé la direction à suspendre ses prévisions internes pour l'exercice complet en avril. Bien que BRP ait chiffré à environ \$200 millions des mesures d'atténuation à sa portée et réinstauré ses prévisions internes pour 2027, nous nous attendons néanmoins à observer une forte baisse du bénéfice a/a au cours des prochains trimestre en raison des changements apportés aux droits de douane.

La direction attend d'être mieux informée avant d'entreprendre des mesures d'atténuation plus permanentes: Les efforts engagés par BRP à court terme pour atténuer l'impact des droits de douane sont axés sur la réduction des frais généraux, l'accélération des initiatives d'optimisation et quelques ajustements mineurs sur les prix. La direction se concentre sur le développement de sa position sur le marché américain et n'apportera donc aucun autre changement notable tant qu'elle n'en saura pas plus sur les droits de douane au titre de la section 232 et la renégociation en cours de l'ACEUM.

Bien connue pour ses gains de parts de marché: BRP a toujours su gagner des parts de marché sur le marché nord-américain des sports motorisés au sens large grâce à ses nouveaux produits innovants. Bien que les perspectives soient maintenant plus incertaines, nous nous attendons à de nouveaux gains de parts de marché ces prochaines années, car la société compte devenir le premier équipementier en termes de part de marché pour les véhicules hors route en Amérique du Nord.

Facteurs de Risque

Caractère cyclique des activités: Les produits de BRP appartiennent à la catégorie des biens discrétionnaires dont la demande, en cas de ralentissement généralisé de l'économie, sera sans nul doute affectée. **Marchés concurrentiels:** BRP doit faire face à une vive concurrence dans toute sa gamme de produits, provenant notamment d'acteurs de plus grande envergure et mieux capitalisés. **Chaîne d'approvisionnement et coût des matières premières:** La production de véhicules et les coûts de BRP pourraient être affectés par les difficultés des chaînes d'approvisionnement et les fluctuations des prix des matières premières.

DONNÉES BOURSIÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	112.26-63.60
Dividende par action (\$)	1.00
Rend. dividende (%)	1.2
Actions en circulation (M)	73.9
Capitalisation boursière (M\$)	6,255.7
Valeur de l'entreprise (M\$)	8,480.8

ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCCM

Fin d'exercice: décembre	2026A	2027E	2028E
Chiffre d'affaires (\$M)	8,442.7	9,208.7	9,444.3
BAIIA (\$M)	1,103.4	938.1	1,005.6
Bénéfice net (\$M)	340.4	219.3	255.0
BPA rajusté (\$)	5.21	3.10	3.49
Flux de trésorerie disponibles (\$M)	718.5	401.4	354.6
Dette nette (trés.) (\$M)	2,253	2,106	1,825
Dette nette / BAIIA (x)	2.0	2.2	1.8
VE/BAIIA (x)	7.7	9.0	8.4
C/B (x)	16.2	27.3	24.3

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

Source: LSEG, BNCCM et rapports de la société

Rendement du titre (Source: FactSet)



Évaluation

Nous valorisons le titre en appliquant un ratio VE/BAIIA de 8.0x à nos prévisions pour l'exercice 2028.

Canadian Tire Corporation, Limited

CTC.A (TSX)	COTE	COURS CIBLE	RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ
C\$185.05	Rendement moyen	C\$205.00	14.9%

Profil

La Société Canadian Tire Limitée est l'un des plus grands détaillants au Canada, avec plus de 1,700 établissements de vente au détail et stations-service. Ses activités sont principalement axées sur l'automobile, la qualité de vie, le bricolage, les sports, les loisirs et l'habillement. La société offre également des services financiers, notamment des produits et services tels que des cartes de crédit, des dépôts de particuliers et des assurances.

Faits Saillants

Le contexte de la consommation est largement stable; conditions météorologiques défavorables

(1) On observe que les consommateurs sont résilients, attentifs à leurs choix et orientés vers la valeur. La direction estime que la société gagne des parts de marché auprès des clients à faibles revenus, tandis que les clients aux revenus plus élevés augmentent également leurs dépenses. (2) CTC a indiqué qu'elle visait une croissance annuelle des ventes au détail à long terme de 3% à 5% (BNMC table sur un TCAC de 3% entre 2025 et 2028E, ajusté pour tenir compte d'une semaine supplémentaire en 2025) et une croissance du bénéfice supérieure (est. BNMC TCAC du BPA de 13% a/a). (3) Notons que les tendances du T2 2026 depuis le début du trimestre sont faibles (en raison de conditions météorologiques défavorables et d'achats s'inscrivant dans la vague « Achetez canadien » l'année dernière; il reste les deux tiers du trimestre). Le deuxième semestre de 2026 pourrait être marqué par un déstockage compte tenu des stocks importants des concessionnaires. (4) Les FVGA 2026 devraient bénéficier d'économies de \$100 millions en rythme de croisière, que nous jugeons atteignable. (5) Nos estimations de BPA sont revues à la baisse (déstockage chez les concessionnaires, hausse des FVGA et des intérêts et baisse de la marge brute, etc.).

Maintien de notre thèse de placement

Compte tenu de résultats d'exploitation inégaux et des perturbations actuelles dues à la mise en œuvre de la stratégie Vrai Nord, nous considérons que d'autres titres de notre univers de couverture sont plus attrayants.

Facteurs de Risque

Comme la plupart des détaillants canadiens, Canadian Tire reste très sensible aux fluctuations des ventes causées par des variations climatiques inattendues et la vigueur économique régionale. La société est aussi exposée à une concurrence accrue, en particulier de la part de détaillants étrangers.

Évaluation

Nous valorisons CTC à 12.0 fois notre estimation du BPA consolidé 2027/2028E.

DONNÉES BOURSIÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	202.46-158.18
Dividende par action (\$)	7.20
Rend. dividende (%)	4.1
Actions en circulation (M)	53.3
Capitalisation boursière (M\$)	9,329.5
Valeur de l'entreprise (M\$)	20,169.4

ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMC

Fin d'exercice:	2025A	2026E	2027E	2028E
décembre				
Chiffre d'affaires (\$G)	16.316	16.704	17.151	17.607
BAIIA raj. (\$M)	2,168.5	2,256.8	2,332.1	2,421.9
BAII raj. (\$M)	1,404.5	1,482.8	1,544.2	1,621.2
Bénéfice net (\$M)	749.9	796.1	847.6	910.5
BPA rajusté (\$)	13.77	15.33	16.83	18.52
Dividende / action (\$)	7.13	7.20	7.20	7.20
C/B (x)	12.7	11.4	10.4	9.4
VE/BAIIA (x)	9.3	8.9	8.6	8.3

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

Source: LSEG, BNCMC et rapports de la société

Rendement du titre (Source: FactSet)



Canadian Utilities Limited

CU (TSX)	COTE	COURS CIBLE	RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ
C\$51.41	Rendement moyen	C\$51.00	2.8%

Profil

Canadian Utilities Limited (détenue à environ 52% par ATCO Ltd.) possède et exploite pour près de \$23 milliards d'infrastructures énergétiques, dont ATCO Energy Systems (transport et distribution d'électricité et de gaz naturel), Atco EnPower (production d'électricité, stockage d'énergie et solutions de traitement des eaux industrielles) et Distribution d'énergie au détail (vente d'électricité et de gaz naturel au détail).

Faits Saillants

Au 31 décembre 2025, ATCO Ltd. (TSX: ACO'X / ACO'Y) détenait 52.4% des actions ordinaires en circulation de CU.

Profil de croissance

ATCO Energy Systems a annoncé que l'Alberta Utilities Commission (AUC) avait approuvé sa demande d'évaluation des besoins (Need Assessment Application) pour son projet de réseau principal Yellowhead d'environ \$2.9 milliards et de 1.1 Gpi3/j, dont les travaux de construction devraient commencer à la fin du T3 2026 (pour une entrée en service attendue au T4 2027), alors que les échanges se poursuivent avec des expéditeurs pour une potentielle expansion de phase deux qui pourrait se poursuivre au-delà du plan quinquennal actuel. En outre, la société a présenté son plus important plan de dépenses en immobilisations d'environ \$12 milliards pour 2026-2030, avec un TCAC de sa base tarifaire d'environ 6.9%. Côté non réglementé, ATCO EnPower a annoncé, avec son partenaire en parts égales Shell Canada, la décision finale d'investissement pour procéder à la première phase du projet de pôle de stockage du carbone Atlas (entrée en service prévue en 2028). Cependant, la société a présenté des projets représentant environ \$1.5 milliard, concentrés essentiellement après 2030, notamment le développement des infrastructures de transmission dans la zone NW et la station de conversion McNeill.

Facteurs de Risque

Rien ne garantit que les autorités de réglementation autoriseront un RCP ou des barèmes tarifaires plus élevés pour tout ou partie des activités de services publics de la société. Un recul des taux d'intérêt à long terme peut aussi faire baisser le taux de rendement autorisé dans la formule utilisée pour calculer le tarif des clients. Rien ne garantit non plus que Canadian Utilities Limited pourra trouver sur les marchés boursiers ou obligataires un financement à des conditions favorables pour ses projets d'expansion. Les flux de trésorerie des activités internationales de CU sont exposés au risque de change.

Évaluation

Notre cours cible de \$51.00 repose sur un rendement en dividende corrigé du risque de 3.75% appliqué à notre estimation de dividende 2027e de \$1.87 par action, sur un coefficient de 15.0x appliqué à notre estimation de BAIIA disponible 2027e et sur notre évaluation des FTA par action de \$51.75.

Analyste Patrick Kenny, CFA • (403) 290-5451 • patrick.kenny@nbc.ca
Adjoint Johnathan Pescod, CFA • (403) 355-6643 • johnathan.pescod@nbc.ca
Adjoint Derick Or, CPA • (403) 290-5447 • derick.or@nbc.ca

DONNÉES BOURSIÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	52.38-37.13
Dividende par action (\$)	1.85
Rend. dividende (%)	3.6
Actions en circulation (M)	271.6
Capitalisation boursière (M\$)	14,045.1
Valeur de l'entreprise (M\$)	28,810.8

ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMC

Fin d'exercice: décembre	2025A	2026E	2027E
BAIIA (\$M)	1,921.0	2,173.8	2,376.5
VE/BAIIA (x)	11.3	11.4	12.1
Dép. immobilisations d'entretien (\$M)	480.0	480.0	480.0
BAIIA disponible (\$M)	1,441.0	1,693.8	1,896.5
VE/BAIIA disp. (x)	15.1	14.6	15.2
C/B (x)	17.7	19.3	18.2
FPER/action (\$)	3.82	4.35	4.63
C/FPER (x)	11.2	11.9	11.2
Dividende / action (\$)	1.83	1.85	1.87
Rend. dividende (%)	4.3	3.6	3.6
Ratio de distribution raj. (%)	48	42	40
Dette nette / BAIIA (x)	6.4	6.4	6.6

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

Source: Estimations BNCMC, rapports de la société et LSEG

Rendement du titre (Source: FactSet)



Pour les informations réglementaires, veuillez vous reporter à la fin de ce document.

CCL Industries Inc.

CCL.B (TSX)	COTE	COURS CIBLE	RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ
C\$87.96	Rendement supérieur	C\$104.00	19.9%

Profil

Avec des bureaux à Toronto (Ontario) et à Framingham (Massachusetts), CCL Industries emploie environ 26,000 personnes et possède 214 sites de production répartis dans 43 pays. La société compte quatre segments: 1) CCL (64% du chiffre d'affaires de 2025), 2) Avery (14%), 3) Checkpoint (13%), et 4) Innovia (9%). Donald Lang, président exécutif, et Stuart Lang, administrateur, détiennent environ 95% des actions à droit de vote de catégorie A et 17% des capitaux propres.

Faits Saillants

Une croissance endogène supérieure à celle du PIB soutenue par les fusions-acquisitions et les marges élevées

Le profil de croissance endogène à long terme de la société peut être qualifié de supérieur au PIB global d'une marge fluctuante (moyenne de 0.8% au-dessus du PIB sur la dernière décennie). Depuis 2013, CCL Industries a dépensé un peu plus de \$4.8 milliards sur plus de 65 transactions. Parmi celles-ci, les plus importantes sont celles d'Avery (environ \$500 millions, 2013), Checkpoint (environ \$532 millions, 2016), et Innovia (environ \$1.1 milliard, 2017), en plus d'acquisitions complémentaires de différentes tailles. La société dégagne une marge de BAIIA ajusté (environ 21% au T1 2026) supérieure à celle des sociétés comparables et présente un taux de conversion du BAIIA ajusté en FTD de près de 52% en 2026E.

Des hausses régulières du dividende récemment agrémentées d'un programme de rachat d'actions.

Le dividende a été relevé au cours de chacune des 30 dernières années, parfois plus d'une fois par an (dernière en date de 12.5% au T4 2025). Avec une dette faible et des FTD abondants, des rachats d'actions sont en cours (\$200 millions dépensés en 2024, \$300 millions en 2025). CCL a renouvelé son offre publique de rachat d'actions (en mai 2026) et a mis en place un programme d'achat automatique d'actions lui permettant de racheter quotidiennement des actions en périodes de restriction. Le conseil d'administration a validé un budget maximal de \$1 milliard affecté aux rachats. Nous prévoyons, de manière prudente, qu'environ \$700 millions seront dépensés à cet effet en 2026E, correspondant à environ 7.9 millions d'actions.

Facteurs de Risque

Les ralentissements économiques généraux peuvent avoir un effet négatif sur les niveaux de demande des consommateurs, les commandes des clients et la situation opérationnelle et financière de la société. L'impact d'autres chocs exogènes pourrait avoir un effet accru sur l'entreprise et sa situation financière. Les résultats financiers de la société dépendent en partie de sa capacité à répercuter sur ses clients la hausse des coûts des matières premières et des composants nécessaires.

DONNÉES BOURSIÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	95.00-74.69
Dividende par action (\$)	1.44
Rend. dividende (%)	1.6
Actions en circulation (M)	170.5
Capitalisation boursière (M\$)	14,994.4
Valeur de l'entreprise (M\$)	16,371.7

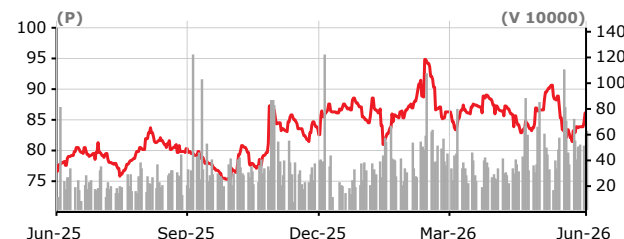
ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMC

Fin d'exercice: décembre	2025A	2026E	2027E
Chiffre d'affaires (\$M)	7,663.8	8,127.9	8,552.6
BAIIA raj. (\$M)	1,622.5	1,702.7	1,774.4
BPA rajusté (\$)	4.64	5.00	5.42
C/B (x)	18.9	17.6	16.2
VE/BAIIA (x)	10.2	9.4	8.7
Flux de trésorerie disponibles (\$M)	891.3	883.1	865.4
FTD / action (\$)	5.14	5.36	5.25
Rend FTD (%)	5.8	6.1	6.0
Ratio de distribution (des FTD) (%)	25	27	30

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

Source: Rapports de la société, LSEG et Estimations BNCMC

Rendement du titre (Source: FactSet)



Évaluation

Nous attribuons à CCL la cote Rendement supérieur, avec un cours cible de **\$104**. Notre cours cible est basé sur les FTA 2026E et la VAN 2027E, et correspond à des ratios VE/BAIIA implicites de 11.0x et 10.2x d'après nos estimations pour 2026E et 2027E, respectivement. Notre cours cible ne tient pas compte d'opérations de fusion ou d'acquisition non annoncées.

CGI Inc.

GIB.A / GIB COTE COURS CIBLE RENDEMENT TOTAL
(TSX; NYSE) Rendement C\$135.00 44.4%
C\$93.94; US\$66.85 supérieur

Profil

CGI est la plus importante société technologique du Canada. Son siège social est à Montréal, au Québec. Les effectifs de CGI sont passés de quelque 250 employés en 1982 à environ 88,000 aujourd'hui. CGI offre des services-conseils en technologie de l'information (TI), des services d'intégration des systèmes informatiques et des solutions d'externalisation en clientèle ou à distance à partir de centres de prestation de services situés en Amérique du Nord, en Europe et en Inde.

Faits Saillants

1. Inflexion de la croissance endogène. Nous pensons qu'une réévaluation du titre dépend de l'observation de signes plus tangibles d'une amélioration de la croissance endogène de CGI, notamment auprès du gouvernement fédéral américain et des administrations commerciales et des États américains. Les commandes du gouvernement fédéral américain ont rebondi à un ratio commandes/facturation de 1.22x au T2, et le retour (attendu) à une croissance positive au T3 contribuerait à apaiser le scepticisme des investisseurs.

2. Rythme et prix des acquisitions relatives. Le programme de fusions-acquisitions éprouvé de CGI permet à la société d'utiliser d'abondants flux de trésorerie et des capacités importantes au bilan pour poursuivre sa croissance endogène. CGI a déployé environ \$1.8 milliard en 2025, comparativement à près de \$390 millions en 2024, et dispose de \$3.2 milliards de liquidités disponibles avec un ratio de la dette au BAIIA d'environ 1.0x actuellement.

3. Monétisation de l'IA et conversion pour le segment IS&C. Nous ne pensons pas que l'IA représente un facteur de désintermédiation à court terme pour CGI, mais qu'elle ouvre plutôt de nouvelles perspectives en matière de services et d'intégration. La direction a souligné une hausse de plus de 40% a/a des opportunités à un stade avancé pour le segment IS&C (Intégration systèmes et conseil), une augmentation de plus de 180% a/a des projets d'alliances et un intérêt croissant des entreprises pour les solutions d'agents et la gouvernance des données.

Facteurs de Risque

1) Exécution: La direction pourrait ne pas parvenir à améliorer le taux d'utilisation des capacités, l'efficacité des prestations, le pouvoir de fixation des prix ou la répartition PI/services; 2) Acquisition / Intégration: CGI pourrait payer trop cher pour des acquisitions ou se révéler incapable d'en tirer des gains de synergie; 3) Concurrence: L'arrivée de nouveaux acteurs ou les sociétés déjà établies sur les marchés du numérique et de l'IA pourraient comprimer les commandes, les prix ou séduire les clients déjà acquis à CGI.

suite sur la prochaine page...

DONNÉES BOURSIÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	148.52-83.34
Dividende par action (\$)	0.68
Rend. dividende (%)	0.7
Actions en circulation (M)	211.7
Actions en circulation - dil. (M)	213.1
Capitalisation boursière (M\$)	20,019.3
Dette nette (M)	2,925.9
Valeur de l'entreprise (M\$)	22,945.3

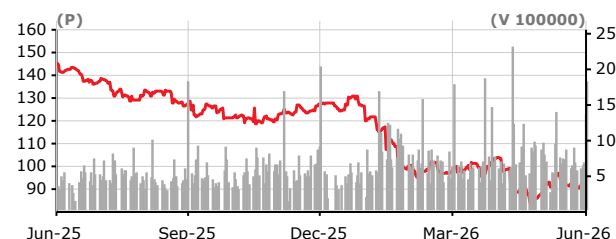
ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMC

Fin d'exercice:	2025A	2026E	2027E
décembre			
Chiffre d'affaires (\$M)	15,912.7	16,546.0	16,905.8
BAIIA (\$M)	3,210.4	3,377.2	3,482.8
BPA rajusté (\$)	8.30	8.94	9.26
FTE (\$)	2,234	2,539	2,653
Flux de trésorerie disponibles (\$M)	1,865.8	2,166.4	2,294.9
FTD / action (\$)	8.75	10.17	10.77
VE/Ventes (x)	1.4	1.4	1.4
VE/BAIIA (x)	7.1	6.8	6.6
C/B (x)	11.3	10.5	10.1
C/FT (x)	10.7	9.2	8.7

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

Source: LSEG, BNCMC et rapports de la société

Rendement du titre (Source: FactSet)



Évaluation

Nous attribuons à GIB la cote Rendement supérieur, avec un cours cible de \$135.00 correspondant à 8.5 fois le BAIIA 12PM+1. Nous pensons qu'une amélioration de la croissance endogène globale entraînerait une inflexion hautement nécessaire pour l'appréciation du titre par les investisseurs et la valorisation.

Cogeco Communications Inc.

CCA (TSX)	COTE	COURS CIBLE	RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ
C\$62.74	Rendement supérieur	C\$75.00	25.8%

Profil

Cogeco fournit à sa clientèle résidentielle des services de télévision, d'accès à Internet et de téléphonie. À la suite de l'achat d'Atlantic Broadband, de MetroCast Connecticut et de la participation résiduelle dans Metrocast, la société offre également des services de câblodistribution aux États-Unis. La société mère COGECO Inc. détient 28% du capital de CCA et contrôle 80% des droits de vote. La famille Audet détient 18% du capital de COGECO Inc. et contrôle 80% des droits de vote. La Caisse de dépôt et placement du Québec possède 8% des actions de CCA et 21% de son unité Breezeline.

Faits Saillants

Câblodistribution au Canada: la croissance ralentit et la concurrence dans le segment de la fibre optique évolue. Cogeco Connexion est le deuxième câblodistributeur en importance en Ontario et au Québec. Contrairement aux sociétés comparables canadiennes de plus grande envergure, Cogeco ne détient pas d'actifs de contenu, mais a acquis du spectre pour \$588 millions à ce jour. Elle a lancé Breezeline Mobile aux États-Unis en tant qu'opérateur de réseau mobile virtuel en mai 2025 et, grâce à des partenariats avec Eastlink et Telus, elle a déployé son service sans-fil en juillet 2025, qu'elle proposait en octobre sur l'essentiel de sa couverture géographique. Malgré les pressions exercées par la substitution du sans-fil, les pertes d'abonnements à la télévision, l'AITP et le déploiement de la fibre par Bell, les marges de Cogeco restent de l'ordre de 53% grâce aux initiatives de réduction des coûts et à son architecture hybride fibre-coaxial modulaire.

Expansion des activités américaines de câblodistribution par des acquisitions, mais augmentation de l'intensité de la concurrence. Atlantic Broadband a été son premier achat aux États-Unis en 2012, suivi par les acquisitions de MetroCast du Connecticut en deux transactions (8 août 2015 et 4 janvier 2018) et des actifs de WideOpenWest en Ohio (1er septembre 2021). L'entreprise américaine est devenue Breezeline au début de 2022. Alors que la prolifération de la câblodistribution a accru la concurrence, l'accès fixe sans fil en a encore augmenté l'intensité, ce qui a eu un impact sur les abonnements et leur croissance aux États-Unis. Cogeco comptabilisera une dépréciation d'environ \$1.7 milliard au T3 pour le segment de la câblodistribution aux États-Unis.

Facteurs de Risque

La croissance économique pourrait ralentir, la substitution du sans-fil continue de nuire aux activités de téléphonie et les tendances lourdes négatives persistent, en plus d'une concurrence féroce de la part des fournisseurs de services de télécommunications. Les pertes d'abonnements pourraient s'intensifier avec l'évolution de la démographie. La réglementation et d'autres interventions gouvernementales sont aussi des risques majeurs.

DONNÉES BOURSIÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	77.40-60.89
Dividende par action (\$)	3.95
Rend. dividende (%)	6.3
Actions en circulation (M)	42.0
Capitalisation boursière (M\$)	2,635.8
Valeur de l'entreprise (M\$)	7,714.6

ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCCMC

Fin d'exercice:	2025A	2026E	2027E
décembre			
Chiffre d'affaires (\$M)	2,910.5	2,807.4	2,730.3
BAIIA (\$M)	1,442.6	1,400.1	1,372.8
Marge BAIIA (%)	49.6	49.9	50.3
BPA rajusté (\$)	8.01	8.74	8.57
C/B (x)	7.8	7.2	7.3
VE/BAIIA (x)	5.3	5.3	5.2
Flux de trésorerie disponibles (\$M)	517.2	543.5	585.0
FTD / action (\$)	12.19	12.81	13.79
Rend FTD (%)	19.4	20.4	22.0
Dépenses immobilisations (\$M)	588	574	515
Intensité dép. immobilisations (%)	20.2	20.5	18.9
Dette nette / BAIIA (x)	3.1	3.0	2.9

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

Source: Estimations BNCCMC, rapports de la société et LSEG

Rendement du titre (Source: FactSet)



Évaluation

Nous attribuons à CCA la cote Rendement supérieur, et un cours cible de \$75.

Notre cours cible repose sur la moyenne de nos estimations des FTA 2026E/2027E et de la VAN 2027E/2028E, et correspond à des ratios VE/BAIIA implicites de 5.7x, 5.6x et 5.4x d'après nos estimations pour les exercices 2026E, 2027E et 2028E, respectivement.

Colliers International Group Inc.

CIGI (NASDAQ; TSX) US\$92.89; C \$134.00	COTE Rendement supérieur	COURS CIBLE US\$143.00	RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ 54.3%
--	---	---	---

Profil

Colliers International est un prestataire de services immobiliers commerciaux ayant plus de 24,000 professionnels dans le monde. La société a trois branches d'activité: 1) Immobilier commercial, 2) Ingénierie et 3) Gestion d'investissements. Les administrateurs et cadres supérieurs détiennent plus de 12% des actions en circulation dans le public et près de 43% des droits de vote. Nous considérons aussi que Colliers est restée fidèle à son cœur de métier, comme WSP, un autre poids lourd de croissance que nous couvrons, tout en restant agiles et prête à agir quand cela compte.

Faits Saillants

L'acquisition d'Ayesa a été clôturée le mois dernier, soutenant les résultats pro forma. Nous nous attendons toutefois à un ralentissement de l'activité de fusions-acquisitions, en attendant que le ratio d'endettement se rapproche progressivement de 2x d'ici la fin de l'année. Alors que le contexte sectoriel dans son ensemble reste prometteur malgré l'incertitude macroéconomique, nous estimons que CIGI doit opérer un rebond des marges du secteur Gestion d'investissements et une augmentation plus constante du taux d'utilisation (et donc des marges) de son segment Ingénierie pour que l'action soit attrayante.

Facteurs de Risque

Notamment: 1) l'exposition de CIGI aux cycles économiques; 2) l'intégration des sociétés acquises et la réalisation des gains de synergie; 3) les pressions de la concurrence.

Évaluation

L'aversion actuelle du marché pour les activités de gestion d'investissements et d'ingénierie, illustrée par la compression généralisée des ratios, ne facilite pas l'évaluation à la valeur du marché, mais nous sommes d'avis que le secteur de la construction ne basculera pas de sitôt dans un métavers dystopique. Il paraît évident qu'une période d'ajustement est nécessaire, et des améliorations opérationnelles dans le segment Gestion d'investissements semblent imminentes. Nous aurions évidemment préféré ne pas subir la baisse essuyée depuis le début de l'année, mais il ne paraît pas avisé d'abandonner maintenant, alors que le sentiment général semble s'être apaisé. Nous maintenons donc notre positionnement actuel et préférons faire preuve de patience. Les catalyseurs ne semblent pas évidents à trouver, mais la compression de la valorisation offre un rapport risque/rendement bien plus favorable. Le deuxième semestre de 2026 devrait également être marqué par un désendettement, à la faveur d'une inflexion des FTD. Nous attribuons au titre la cote Rendement supérieur, avec un cours cible de US\$143.00, qui repose sur un ratio VE/BAIIA 2026E/2027E de 12.0x.

DONNÉES BOURSÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	171.51-90.93
Dividende par action (\$)	0.30
Rend. dividende (%)	0.3
Actions en circulation (M)	51.1
Actions en circulation - dil. (M)	51.3
Capitalisation boursière (M\$)	4,747.1
Dette nette (M)	1,671.3
Valeur de l'entreprise (M\$)	7,716.0

ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMC

Fin d'exercice:	2025A	2026E	2027E
décembre			
Chiffre d'affaires (\$M)	5,558.5	6,385.4	6,823.3
BAIIA (\$M)	732.5	838.7	925.6
BPA - après dilution (\$)	6.57	7.51	8.26
VE/BAIIA (x)	10.6	9.2	8.4
C/B (x)	14.1	12.4	11.3

Tous les chiffres en USD sauf indication contraire

Source: LSEG, BNCMC et rapports de la société

Rendement du titre (Source: FactSet)



Empire Company Ltd.

EMP.A (TSX)	COTE	COURS CIBLE	RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ
C\$49.18	Rendement moyen	C\$55.00	13.6%

Profil

Empire Company Limited, dont le siège social est à Stellarton, en Nouvelle-Écosse, exploite la deuxième chaîne de magasins d'alimentation au Canada par sa filiale en propriété exclusive Sobeys Inc. Empire possède également des investissements immobiliers grâce à sa participation dans la FPI Crombie et le promoteur immobilier résidentiel Genstar.

Faits Saillants

Évacuation de données comparatives des VÉI difficiles à soutenir; une mise à jour sur les initiatives de commerce en ligne favorable aux FVGA

(1) Notre projection d'une croissance des VÉI de 1.5% reflète de solides tendances d'inflation (4.2% d'après Statistique Canada; données jusqu'à avril 2026), en partie contrebalancées par les attentes d'un comportement du consommateur à la recherche de valeur et l'évacuation des données comparatives de chiffres difficiles à soutenir (3.8% l'année dernière). (2) Nous tablons sur une marge de BAIIA du segment VDPA en hausse d'environ 20 pb a/a, reflétant le levier des FVGA; nous nous attendons à des retombées positives des initiatives de commerce électronique mises en œuvre au trimestre dernier (EMP table sur environ \$15 millions au T4 2026), à une meilleure optimisation des coûts, à l'évacuation de plans d'intéressement à long terme plus coûteux l'année dernière (\$49 millions avant impôt, soit un impact de près de \$0.15 sur le BPA de l'année dernière), en partie contrebalancées par une augmentation des coûts liés à la main-d'œuvre, par des investissements dans le réseau de magasins et par une expansion des activités. (3) BNMC table sur une croissance du BPA en 2027E de 16% a/a (contre 8%-11% pour le cadre; estimation consensuelle de 12%), en partie tirée des retombées positives de la restructuration des activités de commerce en ligne, entre autres facteurs (croissance positive des VÉI de produits alimentaires, nouveaux magasins, expansion des marges brutes, rachats d'actions, etc.). En particulier, BNMC table sur une amélioration des FVGA d'environ \$38 millions a/a en 2027E.

Maintien de notre thèse de placement

Nous préférons rester sur la touche, en attendant d'évaluer la capacité d'EMP à dégager une croissance constante; la décote de valorisation par rapport aux sociétés comparables dédommage en partie les investisseurs des fluctuations du bénéfice sur le long terme.

Facteurs de Risque

Les principaux risques sont liés au ralentissement de la croissance du commerce électronique, aux pressions inflationnistes sur les coûts, à une sous-pénétration du secteur minimarge et de la pharmacie, à des augmentations des salaires et à une concurrence plus intense.

DONNÉES BOURSIÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	58.32-43.81
Dividende par action (\$)	0.88
Rend. dividende (%)	1.8
Actions en circulation (M)	228.8
Capitalisation boursière (M\$)	11,278.7
Valeur de l'entreprise (M\$)	18,920.9

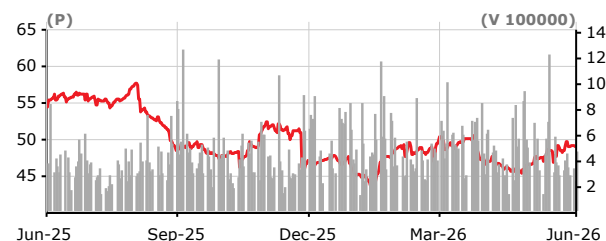
ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCCM

Fin d'exercice:	2025A	2026E	2027E	2028E
décembre				
Chiffre d'affaires (\$G)	31.277	31.971	33.050	33.981
BAIIA raj. (\$M)	2,423.4	2,494.9	2,643.2	2,756.6
BAII raj. (\$M)	1,302.6	1,332.9	1,451.1	1,504.0
Bénéfice net (\$M)	711.2	735.5	823.5	866.7
BPA rajusté (\$)	2.98	3.20	3.71	4.03
Dividende / action (\$)	0.80	0.88	0.95	1.03
VE/BAIIA (x)	7.8	7.6	7.2	6.9
C/B (x)	16.5	15.4	13.3	12.2

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

Source: LSEG, BNCCM et rapports de la société

Rendement du titre (Source: FactSet)



Évaluation

Nous valorisons EMP à 6.75 fois notre estimation du BAIIA du segment VDPA (vente au détail de produits alimentaires) pour 2028E, plus la valeur des investissements d'Empire (moins 10%).

Fairfax Financial Holdings Ltd.

FFH / FFH.U (TSX; TSX) C\$2,278.60; US \$1,718.83	COTE Rendement supérieur	COURS CIBLE C\$3,300.00	RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ 45.7%
--	--------------------------------	----------------------------	------------------------------------

Profil

Fondée en 1985 et ayant son siège social à Toronto, Fairfax Financial Holdings Limited est une société de portefeuille qui, par ses filiales, est engagée dans l'assurance IARD, la réassurance et la gestion de placements.

Faits Saillants

Solides résultats de souscription. Nous entrevoyons une croissance annuelle de la VC par action d'environ 10% par année à long terme grâce aux solides résultats de souscription et à l'accent que met la société sur la production de rendements totaux sur son portefeuille d'actifs, ce qui est un facteur de différenciation par rapport à ses homologues du secteur de l'assurance IARD.

Nous croyons que les **activités diversifiées de FFH et sa gestion décentralisée** soutiennent une croissance stable des primes et un rendement constant des ratios combinés.

Un portefeuille d'investissement prudent. La philosophie de placement de FFH se concentre sur les rendements totaux à long terme en se basant sur une approche prudente orientée vers la valeur à long terme. FFH a dégagé un rendement annuel total moyen de 8% de sa création jusqu'en 2024. Bien que le calendrier de réalisation des gains nets soit incertain, nous pensons que le potentiel de hausse de certains investissements « au coût » est important. De plus, le déploiement régulier de fonds dans d'autres investissements ainsi que la baisse des frais d'intérêt soutiendront la rentabilité accrue des investissements.

Facteurs de Risque

Potentiel de hausse - i) tarification au renouvellement de la réassurance supérieure aux attentes; ii) tendances favorables des marchés émergents; iii) forte croissance des branches spécialisées; iv) nouvelles initiatives d'expansion grâce aux acquisitions; v) potentiel de hausse lié aux gains non réalisés sur les placements. **Risque de baisse** - i) plus grand afflux de fonds alternatifs augmentant la concurrence; ii) marchés commerciaux américains persistant à rester faibles; iii) perte de valeur importante de l'investissement dans des associés; iv) risque de souscription par le coût total des sinistres, frais de règlement des sinistres, frais d'acquisition de primes dépassant les primes reçues; v) catastrophes; vi) risque de marché par des taux d'intérêt volatils et performance des cours des actions; vii) dégradation importante des conditions dans les économies des pays d'implantation; viii) risque de change.

Évaluation

Notre cours cible correspond à un ratio C/VC d'environ 1.6x appliqué à nos estimations à un an (plus 1.0 pour le CAERG).

DONNÉES BOURSIÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	2,700.00-2,066.16
Dividende par action (\$)	15.00
Rend. dividende (%)	0.9
Actions en circulation (M)	20.6
Capitalisation boursière (M\$)	46,993.9

Montants en CA\$, à l'exception du Dividende par action (US\$)

ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMC

Fin d'exercice: décembre	2025A	2026E	2027E
BPA - après dilution (\$)	213.78	201.75	187.50
C/B (x)	7.6	8.1	8.7
Revenu de souscription (\$M)	1,816.6	1,542.9	1,659.7
Bénéfice d'exploitation (\$M)	4,629.8	4,599.0	4,852.0
Bénéfice avant impôt (\$M)	6,440.3	6,178.5	5,714.8
Impôt sur le bénéfice (\$M)	(1,156.5)	(1,332.0)	(1,143.0)
Résultat net (\$M)	4,772.4	4,394.7	4,114.7
Valeur comptable / action (\$)	1,261.07	1,464.31	1,649.04
RCP (%) ¹	20.5	15.6	13.7

Tous les chiffres en USD sauf indication contraire

Source: LSEG, BNCMC et rapports de la société

1. RCP 12DM

Rendement du titre (Source: FactSet)



GFL Environmental Inc.

GFL	COTE	COURS CIBLE	RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ
(TSX; NYSE)	Rendement	C\$81.00	63.8%
C\$49.50; US\$35.01	supérieur		

Profil

GFL est la quatrième société de traitement des déchets solides en Amérique du Nord. Elle exerce ses activités au Canada (environ 33% du chiffre d'affaires de 2025 dans le secteur du traitement des déchets solides) et dans près de 18 États des États-Unis (environ 67%), essentiellement dans le sud-est et le Midwest, ainsi qu'au Texas. Suite à la récente cession de son segment Solutions environnementales, la société tire la totalité de son chiffre d'affaires consolidé de ses activités de traitement des déchets solides. Les trois quarts environ de ses revenus de traitement des déchets solides proviennent des marchés secondaires (moins concurrentiels), le reste étant tiré des centres urbains (marché plus concurrentiel, mais largement au Canada). Les prix facturés aux clients sont indexés à l'IPC (20%), à un indice alternatif ou autre (28%) et au marché libre (52%).

Faits Saillants

Pour l'avenir, avec un ratio d'endettement normalisé (GFL vise une fourchette de 3.0x à 3.5x), un programme d'acquisitions complémentaires dynamique habituellement bien accueilli par le marché (clôture de l'acquisition de SECURE attendue au deuxième semestre 2026E), une contribution attendue de +75 pb au chiffre d'affaires 2026E tirée du déploiement continu du programme de REP (responsabilité élargie des producteurs), les surcharges accessoires, une accélération accrue des hausses de charges fixes par rapport à l'IPC (soit une appréciation mixte des prix de plus de 5%) et des gains d'efficacité opérationnelle (FVGA, densification des itinéraires, normalisation du taux de rotation du personnel aux niveaux d'avant 2020), la croissance du BAIIA devait être d'au moins 10% en 2026E.

Facteurs de Risque

i) Ralentissement macroéconomique, ii) évolution des réglementations gouvernementales, iii) choix et intégration des fusions-acquisitions, et iv) sensibilité aux taux d'intérêt.

Évaluation

Alors que les investisseurs prisent les entreprises industrielles à forte croissance exposées aux dépenses en IA (comme Quanta Services - NYSE: PWR; non coté), les entreprises du secteur du traitement des déchets restent à la traîne. Il n'est pas nécessaire d'être pessimiste vis-à-vis de l'IA, mais acquérir GFL à un ratio VE/BAIIA pro forma de 10x à 11x ne nous semble pas être une mauvaise proposition; nous maintenons notre cote Rendement supérieur pour le titre GFL et relevons légèrement notre cours cible de \$78.00 à \$81.00 après avoir revu nos prévisions à la hausse sous l'effet des F-A. Notre cours cible repose sur un ratio VE/BAIIA 2026E/2027E de 15.0x.

DONNÉES BOURSIÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	71.13-46.12
Dividende par action (\$)	0.09
Rend. dividende (%)	0.2
Actions en circulation (M)	358.5
Actions en circulation - dil. (M)	358.5
Capitalisation boursière (M\$)	17,745.4
Dette nette (M)	7,938.9
Valeur de l'entreprise (M\$)	25,684.3

ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMC

Fin d'exercice:	2025A	2026E	2027E
décembre			
Chiffre d'affaires (\$M)	6,615.9	7,328.0	8,015.8
BAIIA (\$M)	1,985.0	2,233.9	2,519.4
BPA - après dilution (\$)	0.77	0.61	1.20
VE/BAIIA (x)	16.8	11.5	10.2
C/B (x)	85.5	58.9	30.2

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

Source: Estimations BNCMC, rapports de la société et LSEG

Rendement du titre (Source: FactSet)



Great-West Lifeco Inc.

GWO (TSX)	COTE	COURS CIBLE	RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ
C\$85.94	Rendement moyen	C\$73.00	(11.9%)

Profil

GWO est une société canadienne de portefeuille de services financiers dont le siège social est à Winnipeg (Manitoba). C'est la troisième société d'assurance vie au pays par sa capitalisation boursière. Elle offre des produits d'assurance vie, de gestion de patrimoine et de réassurance aux États-Unis, au Canada et en Europe. La Corporation Financière Power - société canadienne de portefeuille de services financiers elle-même contrôlée par Power Corporation du Canada (qui possède 66% de ses actions ordinaires) - détient une participation majoritaire (67% des actions ordinaires) dans GWO.

Faits Saillants

Encore un solide trimestre pour Empower (base USD)

Le principal moteur de croissance de GWO a encore une fois comblé les attentes avec une croissance de son bénéfice de 23%. Les activités importantes d'épargne-retraite ont affiché une croissance de 18% avec des rentrées nettes de \$1.6 milliard. Les activités de gestion de patrimoine ont dégagé une croissance de 65% grâce à un levier d'exploitation de 11% et à un 17e trimestre consécutif de rentrées nettes (en baisse toutefois de 34% a/a). Les activités de gestion de patrimoine, plus modestes, comptent parmi les principaux facteurs de hausse potentielle du RCP de GWO pour les prochaines années.

Normalisation des résultats au chapitre du crédit

Les solides résultats de GWO en 2025 ont été quelque peu ternis par des résultats négatifs au chapitre du crédit, se situant vers la borne supérieure de sa fourchette cible de 4-6 pb. Chose encourageante, GWO a enregistré des pertes de crédit de 3 pb ce trimestre, son deuxième trimestre consécutif à ce niveau.

Facteurs de Risque

Volatilité macro-économique, particulièrement les fortes baisses des rendements des obligations à long terme ou des marchés boursiers. Changement de la valeur comptable et/ou insuffisance de réserves actuarielles susceptibles d'avoir une incidence négative sur le capital réglementaire.

Évaluation

Notre cours cible de \$73 repose sur un ratio C/VC de 2.1x (pondération de 50%) et un ratio C/B de 11.5x (50%).

DONNÉES BOURSIÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	85.94-49.78
Dividende par action (\$)	2.68
Rend. dividende (%)	3.1
Actions en circulation (M)	898.0
Capitalisation boursière (M\$)	77,174.1

ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMC

Fin d'exercice: décembre	2025A	2026E	2027E
BPA de base (\$)	5.01	5.53	5.94
Croissance BPA base (%)	11	10	7
BPA de base précédent (\$)	5.01	5.40	5.86
Variation (%)	0	2	1
Dividende / action (\$)	2.44	2.68	2.95
Valeur comptable / action (\$)	28.07	30.22	33.02
Cours / valeur comptable (x)	3.1	2.8	2.6
Cours / bénéfice de base (x)	17.2	15.6	14.5
Bénéfice de base (\$)	4,649	4,951	5,242

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

Source: LSEG, BNCMC et rapports de la société

Rendement du titre (Source: FactSet)



IGM Financial Inc.

IGM (TSX)	COTE	COURS CIBLE	RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ
C\$83.82	Rendement supérieur	C\$85.00	4.4%

Profil

La Société financière IGM Inc. est une grande société de gestion de patrimoine et d'actifs au Canada. Par ses marques IG Gestion de patrimoine, Mackenzie et Investment Planning Counsel, IGM a un actif géré et un actif sous service-conseil de plus de \$300 milliards.

Faits Saillants

Nous pensons qu'IGM dégagera une forte croissance de son bénéfice et que sa valorisation est appelée à croître. Cela dit, nous nous attendons à ce que les risques liés aux niveaux d'ASG restent élevés à court terme en raison des incertitudes sur le marché. Mais nous pensons que les solides stratégies de croissance d'IGM compenseront ces obstacles à plus long terme.

Solides courants porteurs du secteur. Les actifs sous gestion (ASG) des fonds d'investissement ont doublé et plus au cours des 10 dernières années, à un TCAC d'environ 10%. Pour l'avenir, Investor Economics prévoit que les actifs financiers croîtront de \$4,400 milliards en 2018 à \$7,700 milliards en 2028, soit un TCAC de 6% que nous jugeons modéré, comparativement aux résultats de la dernière décennie. Les fonds d'investissement à long terme croîtront à un TCAC de 7%, de \$1,700 milliards à \$3,300 milliards en 2028.

Élan de la gestion de patrimoine et d'actifs. La dynamique d'IG Gestion de patrimoine est alimentée par une stratégie recentrée qui s'est manifestée par une amélioration de la productivité des conseillers et une croissance des actifs d'investisseurs à valeur nette élevée ainsi que des solutions gérées. L'élan de la gestion d'actifs est dû à une solide performance des fonds dans les quartiles supérieurs, à l'amélioration de la perception des conseillers et à l'innovation dans les produits. L'acquisition de Greenchip (investissement durable, responsable et à impact) et de Northleaf (investissements privés) ainsi que les participations dans China AMC démontrent la capacité d'IGM de déployer le capital stratégiquement dans des tendances en expansion.

Hausse potentielle de la valorisation et du bénéfice à long terme grâce à des investissements stratégiques à forte croissance. IGM détient des participations dans des sociétés centrées sur des secteurs en croissance rapide du monde des placements: China AMC, Wealthsimple et Northleaf (TCAC de l'ASG de 10% d'ici 2028).

Facteurs de Risque

Risque de liquidité et de financement, risque de crédit, risque du marché, risques liés aux activités et à la réglementation, corrections du marché, retrait de l'épargne des ménages et confiance des investisseurs.

DONNÉES BOURSIÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	82.26-42.13
Dividende par action (\$)	2.48
Rend. dividende (%)	3.0
Actions en circulation (M)	233.3
Capitalisation boursière (M\$)	19,556.3

ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMC

Fin d'exercice: décembre	2025A	2026E	2027E
Chiffre d'affaires (\$M)	3,761.3	4,035.8	4,255.3
Résultat net (\$M)	1,101.0	1,183.2	1,285.1
BAIIA raj. (\$M) ¹	1,628.3	1,755.7	1,868.9
Croissance A/A (%)	15	8	6
BPA rajusté (\$)	4.60	5.09	5.64
Croissance BPA A/A (%)	16.49	10.62	10.70
C/B (x)	18.2	16.5	14.9
RCP (%) ²	13.1	13.2	13.8
Valeur comptable / action (\$)	38.04	39.78	42.84
Dividende / action (\$)	2.25	2.48	2.63
Ratio de distribution (%)	57	61	59

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

Source: LSEG, BNCMC et rapports de la société

1. Après dilution

2. Rajusté

Rendement du titre (Source: FactSet)



Évaluation

Notre cours cible correspond à un ratio C/B d'environ 12.5 et à la valeur comptable/juste valeur des positions pour l'unité des investissements stratégiques.

International Petroleum Corporation

IPCO (TSX)	COTE	COURS CIBLE	RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ
C\$33.01	Rendement moyen	C\$45.00	36.3%

Profil

International Petroleum Corp. est un producteur international diversifié de pétrole et de gaz, ayant pour stratégie de faire des investissements audacieux, à contre-courant du cycle économique, dans le but d'établir des rendements réguliers et des flux de trésorerie disponibles durables par des actifs à longue durée de vie et à faible taux d'épuisement. IPC a été constituée en Colombie-Britannique en 2017, se faisant connaître comme une société évoluant dans de multiples territoires avec une base d'actifs diversifiés au Canada, en Malaisie et en France.

Faits Saillants

Ses expositions internationales les plus anciennes remontent aux actifs cédés par Lundin Petroleum en 2017, et de là, son évolution a été caractérisée par un développement endogène régulier, complété par des acquisitions sélectives, principalement au Canada. Globalement, l'objectif est de compléter substantiellement les rendements et la durabilité de l'entreprise par le regroupement et la mise en valeur d'actifs pétroliers à faible taux d'épuisement, de longue durée et à rendement élevé.

L'importance de cette base d'actifs consolidée et le profil de bénéfice durable qui y est associé ont positionné la société en vue d'une de ses inflexions endogènes les plus importantes: l'autorisation du projet de pétrole thermique Blackrod, dont l'exécution pourrait transformer la société et ses rendements. Le projet, qui faisait auparavant partie du portefeuille de BlackPearl, a été officiellement avalisé en février 2023, et, dans sa Phase 1, il devrait permettre une extraction thermique de pétrole de 30 Mb/j sur plusieurs décennies, avec la durabilité associée de la trésorerie disponible. Suite à la première injection de vapeur en décembre 2025, la première production est intervenue en mai 2026 (deux événements en avance sur l'échéancier), marquant un palier par la suite vers la fin de 2027 (et offrant un profil de FTD durable d'environ \$200 millions par an).

Facteurs de Risque

Les fluctuations des cours des produits de base, la disponibilité d'un effectif et de services adéquats, l'estimation des réserves, les questions de réglementation, le financement et les risques liés à des membres clés du personnel sont les principaux facteurs de risque applicables aux sociétés pétrolières et gazières.

Évaluation

Nous attribuons au titre la cote Rendement moyen et fixons notre cours cible à \$45. Ce cours cible repose sur une méthode d'évaluation qui reflète uniquement un multiple des flux de trésorerie et est en corrélation avec une perspective de la valeur de l'actif. Pour IPC, notre cours cible est basé sur un ratio VE/FTCD 2027e de 7.0x.

DONNÉES BOURSIÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	39.08-17.87
Dividende par action (\$)	0.00
Rend. dividende (%)	0.0
Actions en circulation (M)	112.8
Actions en circulation - dil. (M)	115.4
Capitalisation boursière (M\$)	4,345.9
Valeur de l'entreprise (M\$)	4,829.2

ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMC

Fin d'exercice:	2025A	2026E	2027E
décembre			
Total bep/j (6:1) bep/j	44,900	45,500	63,500
WTI (\$/b)	64.86	80.50	75.00
AECO (\$/Kpi3)	1.70	2.15	3.60
FT produits nets (\$/bep)	18.43	26.51	31.11
FTPA (\$)	2.58	3.90	6.39
Flux de trésorerie (\$M)	302	440	721
Dépenses immobilisations (\$M)	484	220	158
Distributions nettes (%)	160	51	22
Rend FTD (%)	(7.1)	5.0	13.0
VE/FTCD (x)	8.1	9.7	5.8
D/FT (x)	2.2	1.1	(0.1)

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

Source: LSEG, BNCMC et rapports de la société

Rendement du titre (Source: FactSet)



Loblaw Companies Limited

L (TSX)	COTE	COURS CIBLE	RENDMENT TOTAL ESTIMÉ
C\$64.28	Rendement supérieur	C\$67.00	5.3%

Profil

Loblaw est le plus grand détaillant de produits alimentaires au Canada. Sa stratégie englobe de nombreuses enseignes et formats et Loblaw exploite des magasins traditionnels, des hypermarchés et des magasins à escompte. Loblaw est également propriétaire de Shoppers Drug Mart, le plus grand détaillant en pharmacie au Canada.

Faits Saillants

L'offre de L est adaptée au contexte actuel difficile de la consommation

(1) L a observé que le contexte de la consommation reste le même que lors des trimestres précédents, avec une préférence pour la valeur (promotions plus nombreuses, penchant du consommateur pour les produits moins chers, etc.). Nous considérons qu'il s'agit d'un signe positif compte tenu du fait que les produits minimarges sont très bien représentés chez L. Les craintes liées à la hausse des prix du carburant ne se sont pas traduites par des changements majeurs dans le comportement des consommateurs. (2) Les 28 magasins minimarges ouverts depuis 2023 ont enregistré en moyenne une croissance à deux chiffres des VÉI. Les nouveaux magasins apporteront une contribution nette positive au BPA d'ici 1 à 2 ans (compter environ 3 ans pour atteindre la pleine capacité). (3) L'année 2027 devrait être moins chargée en termes de dépenses en immobilisations (T&T aux États-Unis et le centre de distribution d'East Gwillimbury freinent le BPA en 2026, à hauteur d'environ 1%). Les prévisions concernant les rachats d'actions ont augmenté de \$1.9 milliards à \$2.1 milliards.

Maintien de notre thèse de placement

Nous maintenons notre opinion favorable pour L en raison: (i) des retombées positives des initiatives d'amélioration; (ii) de la croissance stable de son BPA et (iii) des tendances favorables à moyen terme dans les ventes de produits minimarges et les pharmacies (où L se distingue). Compte tenu du contexte macroéconomique incertain, nous privilégions les titres de la consommation de base qui ont fait leurs preuves comme L, afin de renforcer la résilience des portefeuilles.

Facteurs de Risque

Nous pensons que les principaux risques auxquels fait face Loblaw ont trait à la conjoncture du secteur et à l'exécution. En particulier, la concurrence féroce, les hausses du salaire minimum et les poursuites engagées par les organismes de réglementation font partie des difficultés avec lesquelles elle doit composer actuellement.

suite sur la prochaine page...

DONNÉES BOURSIÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	69.59-52.92
Dividende par action (\$)	0.62
Rend. dividende (%)	1.0
Actions en circulation (M)	1,178.2
Capitalisation boursière (M\$)	70,373.9
Valeur de l'entreprise (M\$)	86,148.9

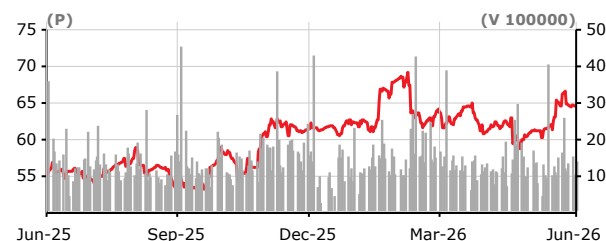
ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMC

Fin d'exercice: décembre	2025A	2026E	2027E	2028E
Chiffre d'affaires (\$G)	64.814	65.685	67.633	69.350
BAIIA raj. (\$M)	7,533.0	7,764.8	8,068.2	8,304.4
BAII raj. (\$M)	4,944.0	5,068.0	5,343.6	5,521.1
Bénéfice net raj. (\$M)	2,842.0	2,992.3	3,218.9	3,342.8
BPA rajusté (\$)	2.43	2.60	2.83	2.99
Dividende / action (\$)	0.55	0.61	0.64	0.68
C/B (x)	24.6	23.0	21.1	20.0
VE/BAIIA (x)	11.4	11.1	10.7	10.4

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

Source: LSEG, BNCMC et rapports de la société

Rendement du titre (Source: FactSet)



Évaluation

Nous valorisons L à 11.5 fois notre estimation du BAIIA 2027/2028E du secteur
Vente au détail, plus la participation de 17% dans EQB, à recevoir.

Lundin Gold Inc.

LUG (TSX)	COTE	COURS CIBLE	RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ
C\$80.71	Rendement moyen	C\$119.00	53.4%

Profil

Lundin Gold est un producteur aurifère qui détient un actif unique et dont le siège social se situe à Vancouver. La société détient en propriété exclusive la mine d'or-argent Fruta Del Norte, située dans le sud de l'Équateur.

Faits Saillants

Depuis son entrée en production commerciale en février 2020, la mine Fruta Del Norte dégage des résultats satisfaisants et des FTD élevés, avec un rythme de désendettement rapide. La mine Fruta Del Norte est un actif de calibre mondial qui possède de vastes ressources d'environ 10 millions d'onces, sur une durée de vie de la mine d'environ 13 ans sur la base des réserves. La production a augmenté à 5,000 t/j à la fin de 2024.

Facteurs de Risque

La société est exposée aux risques qui sont le lot de toute société minière, à savoir les risques liés à l'obtention des permis, aux fluctuations des prix des matières premières et des taux de change, ainsi que les risques techniques, politiques et financiers.

Évaluation

Notre cours cible correspond à un ratio VE/BAIIA 2026e de 10.5x.

DONNÉES BOURSIÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	124.12-59.27
Dividende par action (\$)	3.40
Rend. dividende (%)	6.0
Actions en circulation (M)	241.8
Capitalisation boursière (M\$)	19,516.0
Valeur de l'entreprise (M\$)	18,522.0

Montants en CA\$, à l'exception du Dividende par action (US\$)

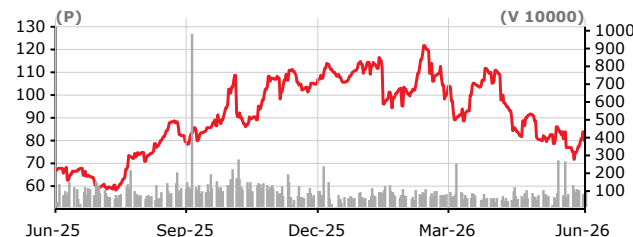
ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMC

Fin d'exercice:	2025A	2026E	2027E
décembre			
Prix de l'or (\$/oz)	3,594	4,988	5,200
Production Au (Koz)	498	500	500
CMTc (\$/oz)	1,015	1,163	1,158
BPA rajusté (\$)	3.28	4.64	4.79
FTPA (\$)	3.16	5.03	5.37
Flux de trésorerie disponibles (\$M)	772.7	1,176.8	1,120.5
VANPA (CA\$)		53.21	

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

Source: LSEG, BNCMC et rapports de la société

Rendement du titre (Source: FactSet)



COTE DE RISQUE: Speculative

Lundin Mining Corporation

LUN (TSX)	COTE	COURS CIBLE	RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ
C\$37.49	Rendement moyen	C\$43.50	16.3%

Profil

Lundin Mining est une société minière canadienne qui a des activités au Chili (Candelaria, Caserones), en Argentine (Josemaria, Filo del Sol) et au Brésil (Chapada). Elle offre aux investisseurs une exposition au cours du cuivre grâce à sa base d'exploitation stable, à son potentiel de croissance grâce à ses possibilités d'agrandissement aux abords des mines existantes, ainsi qu'à ses projets de mise en valeur dans le district de Vicuña.

Faits Saillants

LUN a préannoncé fin janvier ses prévisions internes sur trois ans, avec un objectif de production de 310,000 à 335,000 t en 2026 (est. BNMC 328,366 t), à des coûts décaissés dans une fourchette de US\$1.90/lb à US\$2.10/lb (est. BNMC US\$1.82/lb). LUN a terminé le T1 2026 avec US\$565.4 millions en trésorerie et US\$329.4 millions sous forme de dette à long terme et d'engagement de baux. Au T1, LUN a racheté 1,4 million d'actions à un prix moyen de \$38.01 l'action, pour US\$40 millions. Avec une situation de trésorerie nette et une facilité de crédit de US\$4.5 milliards en place, la société dispose de fonds suffisants pour saisir les occasions de croissance endogène et réaliser les investissements de la phase 1 du projet de mise en valeur de Vicuña.

LUN a acquis une participation de 30.9% et une redevance sur les revenus nets de fonderie de 0.62% sur Los Helados auprès de JX Advanced Metals Corp. pour US \$215 millions. Nous valorisons cette transaction à 0.2 fois la VAN sur la base des estimations conceptuelles à Los Helados. La stratégie de LUN semble reposer sur une poursuite des travaux de prospection autour de Los Helados et l'emplacement cible adjacent de Torreblanca pour prouver que les ressources sont suffisantes afin de justifier la construction d'installations de traitement supplémentaires dans la région. Si ces mesures sont couronnées de succès, il nous semble que la poursuite du regroupement est l'objectif à moyen et long terme pour Caserones.

Facteurs de Risque

Lundin est exposée aux risques habituellement associés à toute société minière, soit les risques liés aux conflits du travail et aux fluctuations des cours des matières premières, des taux de change et des coûts des intrants, ainsi que les risques techniques et financiers.

Évaluation

Notre cote Rendement moyen rend compte de la valorisation à prime du titre et de notre attente que le marché adopte une approche plus prudente dans l'attribution de valeur aux perspectives de croissance de la société compte tenu des coûts d'immobilisations imminents et des risques liés à la mise en valeur à Vicuña. Cela dit, nous nous attendons à observer une dynamique d'exploitation constante tout au long de 2026 et considérons que le district de Vicuña, de classe mondiale, et le partenariat associé avec BHP ajoutent une option de croissance à long terme dans

DONNÉES BOURSIÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	45.74-11.32
Dividende par action (\$)	0.11
Rend. dividende (%)	0.3
Actions en circulation (M)	855.4
Capitalisation boursière (M\$)	32,401.0
Dette nette (M)	(46.8)
Valeur de l'entreprise (M\$)	22,690.8

Haut et bas – 52 semaines, Dividende par action, Capitalisation boursière C\$

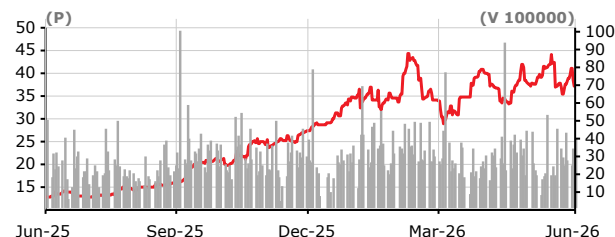
ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMC

Fin d'exercice: décembre	2025A	2026E	2027E
Production Cu (t)	262,274	265,325	266,238
Production d'or (Koz)	127	128	132
Chiffre d'affaires (\$M)	4,053.2	4,763.0	4,633.7
BAIIA (\$M)	1,958.7	2,526.3	2,445.2
Bénéfice net raj. (\$M)	708.1	1,085.3	1,108.7
FT exploitation - avant	1,621.9	2,038.2	2,119.6
FR (\$M)			
BPA rajusté (\$)	0.83	1.27	1.30
VANPA (CA\$)		31.24	

Tous les chiffres en USD sauf indication contraire

Source: LSEG, BNCMC et rapports de la société

Rendement du titre (Source: FactSet)



le secteur du cuivre. Notre cours cible correspond à 1.40 fois la VAN (pondération de 50%) + un ratio VE/FT 2026E de 12.0x (25%) + un ratio VE/FT 2027E de 12.0x (25%).

Maple Leaf Foods Inc.

MFI (TSX)	COTE	COURS CIBLE	RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ
C\$30.80	Rendement supérieur	C\$37.00	22.9%

Profil

Les Aliments Maple Leaf Inc. est un producteur de produits alimentaires sous diverses marques. Le portefeuille de la société comprend des viandes préparées, des plats prêts à cuire, des plats prêts à servir, des trousses de collation, du porc et de la volaille frais à valeur ajoutée, des activités agricoles d'élevage de porc et de volaille et des produits à base de protéines végétales.

Faits Saillants

Une plus grande confiance dans l'exécution de la stratégie

(1) Le chiffre d'affaires a crû de 2.3% dans le segment des aliments préparés et de 11.7% dans celui des volailles, tandis que MFI a gagné des parts de marché dans le segment des produits de marques (1.7 point de pourcentage dans celui des volailles); une croissance équilibrée entre les segments est attendue à long terme. (2) L'impact sur les volumes (repli de 1% à 2% du côté des aliments préparés) des ajustements de prix (en février) devrait se normaliser d'ici un à deux trimestres. (3) Les prévisions internes pour 2026 (croissance du chiffre d'affaires d'environ 5% et BAIIA de \$520-\$540 millions; est. BNMC +5.5% et \$539 millions, respectivement) ont été réitérées, malgré une possible volatilité trimestrielle (due au caractère saisonnier des ventes/coûts des intrants). De même, la direction a réaffirmé ses prévisions pour 2030 (chiffre d'affaires d'environ \$5 milliards et BAIIA de près de \$750 millions; est. BNMC \$5 milliards et \$681 millions).

Maintien de notre thèse de placement

Nous pensons que MFI peut améliorer sa rentabilité et afficher une marge de BAIIA parmi les plus élevées dans le secteur des protéines de marque, en plus d'une croissance de son chiffre d'affaires de près de 5%. Nous reconnaissons un risque accru, principalement lié à l'exécution de la stratégie et à la volatilité des prix des produits de base. Selon nous, la valorisation pourrait continuer de progresser si MFI exécute rigoureusement sa stratégie.

Facteurs de Risque

Les résultats financiers de Maple Leaf Foods dépendent en partie des marchés du porc, qui traversent régulièrement des périodes de déséquilibre en termes d'offre et de demande.

Évaluation

Nous valorisons MFI à 9.5 fois notre estimation du BAIIA 2027/2028E, plus la participation de 16% dans CPKR (sur la base du cours cible consensuel).

DONNÉES BOURSIÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	31.87-22.80
Dividende par action (\$)	0.84
Rend. dividende (%)	2.8
Actions en circulation (M)	128.3
Capitalisation boursière (M\$)	3,972.2
Valeur de l'entreprise (M\$)	5,070.7

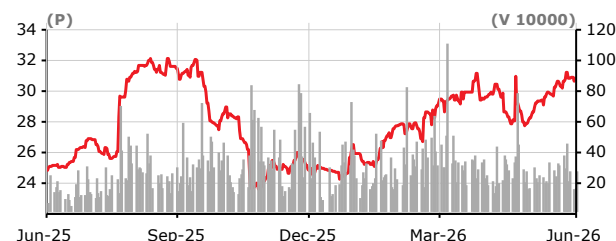
ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMC

Fin d'exercice:	2025A	2026E	2027E	2028E
décembre				
Chiffre d'affaires (\$M)	3,912.7	4,126.2	4,332.5	4,549.1
BAIIA raj. (\$M)	475.7	539.0	573.1	613.2
BAII raj. (\$M)	270.2	351.3	377.6	407.9
Bénéfice net raj. (\$M)	135.4	212.9	240.5	269.0
BPA rajusté (\$)	1.09	1.67	1.90	2.16
Dividende / action (CA\$)	0.76	0.84	0.88	0.92
C/B (x)	28.4	18.6	16.3	14.3
VE/BAIIA (x)	10.7	9.4	8.8	8.3

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

Source: LSEG, BNCMC et rapports de la société

Rendement du titre (Source: FactSet)



NGEx Minerals Ltd.

NGEX (TSX)	COTE	COURS CIBLE	RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ
C\$27.81	Rendement supérieur	C\$35.00	25.9%

Profil

NGEx Minerals Ltd. est une société du groupe Lundin qui se concentre sur l'exploration du district de Vicuña, une région minière de calibre mondial à l'émergence rapide qui abrite certaines des plus importantes découvertes de cuivre et d'or dans les Andes.

Faits Saillants

Le projet Lunahuasi, découvert en avril 2023, s'est rapidement distingué par sa minéralisation exceptionnelle de cuivre, d'or et d'argent à teneur élevée, les meilleures intersections rivalisant avec le projet voisin Filo del Sol, acquis pour CA\$4.5 milliards. L'ampleur des découvertes n'est pas encore connue, plusieurs des meilleures intersections étant situées en marge de ce qui a été foré. Cette phase d'exploration reflète la première période de forage de sulfures à Filo del Sol en 2021, devenu depuis un projet de porphyre d'importance mondiale. De même, nous nous attendons à une période de croissance rapide à Lunahuasi, car les résultats imminents offrent un potentiel d'expansion rapide et importante de l'ampleur de la découverte.

Le deuxième actif de NGEx, Los Helados, présente des ressources non mises en valeur d'équivalent-cuivre parmi les plus importantes au monde (35.5 milliards de livres) et nous pensons qu'il devrait être évalué comme un projet existant destiné à être acquis et à intégrer à l'infrastructure de la mine Caserones de Lundin Mining. Nous avons modélisé un plan de mine conceptuel qui conçoit l'actif comme une alimentation en minerai satellite de la mine Caserones, avec un taux d'extraction et de traitement de 33 Mt/a. Notre estimation initiale des dépenses en immobilisations s'élève à US\$4.0 milliards, comprenant un système d'acheminement de 17 km.

Lunahuasi et Los Helados sont désormais les projets les plus avancés du district parmi ceux qui sont la propriété de la société qui les met en valeur, et nous pensons qu'ils constituent tous deux des cibles inévitables de fusions-acquisitions, et qu'ils devraient être évalués en fonction de leur intégration dans le cadre d'infrastructure du district de Vicuña imaginé par BHP/Lundin Mining et, éventuellement, par d'autres acteurs majeurs. Le calendrier de mise en place d'un tel cadre dépend d'une politique économique favorable en Argentine.

Facteurs de Risque

NGEx est exposée aux risques qui sont le lot de toute société d'exploration et d'exploitation minière, notamment le risque de financement, les risques techniques, les fluctuations des prix des produits de base et l'inflation des coûts.

Évaluation

Notre cours cible correspond à 1.00 fois la VAN par action.

DONNÉES BOURSIÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	32.41-11.44
Rend. dividende (%)	0.0
Actions en circulation (M)	216.4
Actions en circulation - dil. (M)	217.6
Capitalisation boursière (M\$)	6,482.0
Valeur de l'entreprise (M\$)	6,045.5

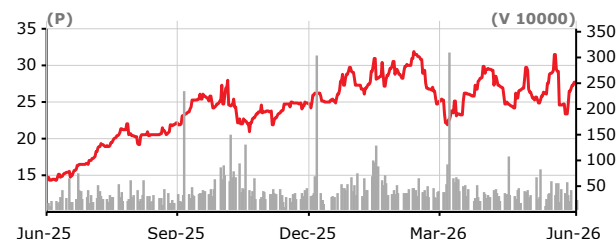
ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMC

Fin d'exercice:	2025A	2026E	2027E
décembre			
VANPA (CA\$)		36.28	
C/VAN (x)		0.83	

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

Source: Estimations BNCMC, rapports de la société et LSEG

Rendement du titre (Source: FactSet)



COTE DE RISQUE: Speculative

Paramount Resources Ltd.

POU (TSX)	COTE	COURS CIBLE	RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ
C\$28.37	Rendement moyen	C\$38.00	36.0%

Profil

Paramount Resources est une société de prospection et de production de taille intermédiaire qui cherche essentiellement à saisir des occasions d'exploiter le gaz naturel riche en liquides des formations de Montney et de Duvernay dans le Bassin profond de l'Alberta. La société peut compter sur un conseil d'administration et une équipe de direction chevronnés, et notamment sur James Riddell, président et chef de la direction, vétéran du secteur.

Faits Saillants

POU possède un portefeuille de gisements riches en liquides grâce à la mise en valeur de ses actifs de grande qualité dans les formations de Montney et Duvernay, notamment ses actifs phares de Wapiti et de Karr, qui garantissent la pérennité de l'entreprise. Par ailleurs, la société poursuit des activités de prospection et de pré-mise en valeur à long terme et détient des participations dans d'autres sociétés pétrolières et gazières.

Faits saillants de l'actif

Les actifs en exploitation de POU sont concentrés dans le Bassin profond de l'Alberta, avec d'autres actifs situés dans Montney, dans le nord-est de la Colombie-Britannique ainsi que dans le centre de l'Alberta.

Le gisement Kaybob de POU est situé près de Grande Prairie et comprend d'importants avoirs fonciers dont les risques sont progressivement minimisés. À court terme, la priorité est l'excellence opérationnelle et l'amélioration de la structure des coûts afin de l'aligner sur celle de l'actif Wapiti/Karr. L'actif Willesden Green Duvernay fera l'objet d'une expansion à court terme, qui devrait lui permettre d'atteindre une production de 50,000 bep/j à long terme. La société poursuit l'évaluation de son actif Sinclair Montney.

Facteurs de Risque

Les fluctuations des cours des hydrocarbures, la capacité de trouver de la main-d'œuvre et des services en quantités suffisantes, l'estimation des réserves, la réglementation, le financement et la perte de membres clés du personnel sont les principaux facteurs de risque applicables aux sociétés pétrolières et gazières.

Évaluation

Notre cours cible de \$38.00 repose sur une méthode de calcul qui ne reflète qu'un ratio des flux de trésorerie et qui est liée à la valeur des actifs. Pour POU, il correspond à un ratio VE/FTCD 2027e de 6.5x.

DONNÉES BOURSIÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	31.42-16.79
Dividende par action (\$)	0.60
Rend. dividende (%)	2.1
Actions en circulation (M)	144.2
Actions en circulation - dil. (M)	147.3
Capitalisation boursière (M\$)	4,307.2
Valeur de l'entreprise (M\$)	4,195.3

ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMC

Fin d'exercice:	2025A	2026E	2027E
décembre			
Total bep/j (6:1) bep/j	42,238	52,000	70,000
Gaz nat. (%)	52	50	50
WTI (\$/b)	64.86	80.50	75.00
FT produits nets (\$/bep)	30.32	32.58	33.83
FTPA (\$)	3.18	4.20	5.87
Flux de trésorerie (\$M)	468	618	864
Dépenses immobilisations (\$M)	(2,920)	1,085	1,035
Distributions nettes (%)	650	190	130
Rend FTD (%)	(81.3)	(12.9)	(6.0)
VE/FTCD (x)	5.3	6.9	5.2
D/FT (x)	(1.4)	(0.2)	0.3

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

Source: Estimations BNCMC, rapports de la société et LSEG

Rendement du titre (Source: FactSet)



Power Corporation of Canada

POW (TSX)	COTE	COURS CIBLE	RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ
C\$88.72	Rendement moyen	C\$85.00	(1.4)%

Profil

Power Corporation du Canada est une société de portefeuille qui se concentre sur les services financiers. La société détient des entreprises d'assurance, de régimes de retraite, de gestion de patrimoine et de placement en Amérique du Nord, en Europe et en Asie. Plus de 85% de la valeur de l'actif brut de POW représentent des sociétés cotées en bourse, dont Great-West Lifeco Inc., IGM Financial Inc. et Groupe Bruxelles Lambert NV. Pansolo Holding Inc., une société de portefeuille contrôlée par la Fiducie familiale résiduaire Desmarais, détient des actions qui contrôlent plus de 50% des droits de vote de POW.

Faits Saillants

Décote par rapport à la VAN: POW étant une société de portefeuille, nous concentrons principalement sur la décote de POW par rapport à la VAN. POW se négocie actuellement à une décote d'environ 18% par rapport à la VAN, comparativement à des moyennes à 1 et 5 ans d'environ 17% et 25%.

Possibilités d'augmenter la VAN et de réduire la décote: Nous croyons que POW présente un potentiel d'augmentation de la VAN et, à terme, de réduction de sa décote. Selon nous, une poursuite de la simplification du modèle économique, une réévaluation des sociétés d'exploitation et la réalisation de la valeur d'entreprises autonomes et d'autres participations conduiront à terme à une augmentation de la VAN. À plus long terme, nous entrevoyons un potentiel dans la croissance de la plateforme de gestion d'actifs alternatifs.

Le rendement supérieur repose sur GWO: Nous reconnaissons que le potentiel de hausse de POW reste très dépendant de la réévaluation des actions de GWO (environ 67% de la VAB de POW); cependant, les analystes sont divisés au sujet des perspectives de GWO, avec six recommandations «Conserver» et six «Acheter».

Facteurs de Risque

Les principaux risques sont i) un accroissement de la décote par rapport à la VAN; ii) la concentration dans les services financiers, qui pourrait conduire à plus de volatilité reliée à des facteurs macroéconomiques, des changements de la réglementation et des marchés globalement concurrentiels (particulièrement au Canada); et iii) la structure de contrôle de la propriété.

Évaluation

Notre cours cible repose sur une décote de 12% par rapport à notre estimation de la valeur de l'actif net à un an. Nous attribuons aux actions POW la cote Rendement moyen étant donné qu'il existe des rendements totaux supérieurs ailleurs dans l'univers des titres que nous couvrons.

DONNÉES BOURSÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	88.80-51.96
Dividende par action (\$)	2.45
Rend. dividende (%)	2.8
Actions en circulation (M)	639.6
Capitalisation boursière (M\$)	56,658.1

ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMC

Fin d'exercice: décembre	2025A	2026E	2027E
Résultat net (\$M) ¹	3,400.0	3,810.0	4,122.1
BPA rajusté (\$) ²	5.27	6.01	6.63
Croissance BPA A/A (%)	17.27	14.16	10.29
RCP (%) ³	14.7	16.2	16.6
Valeur comptable / action (\$)	36.31	38.64	41.80
Dividende / action (\$)	2.45	2.67	2.88
Ratio de distribution (%) ⁴	47	44	43
Ratio de distribution (des FTD) (%)	99	93	90

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

Source: LSEG, BNCMC et rapports de la société

1. Rajusté
2. Après dilution
3. RFP après dilution (12DM)
4. Distribution du BPA rajusté

Rendement du titre (Source: FactSet)



Quebecor Inc.

QBR.B (TSX)	COTE	COURS CIBLE	RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ
C\$67.10	Rendement supérieur	C\$67.00	2.2%

Profil

Quebecor inc. (QBR) est la société de gestion de Québecor Média (QMI), société fermée. QMI est composée de trois secteurs: Télécommunications, qui comprend Vidéotron, Freedom et Fizz, Média, qui comprend TVA et les activités d'édition de journaux de Québecor, ainsi que Sports et divertissement.

Faits Saillants

Gagner des parts de marché dans le sans-fil à mesure que les éléments constitutifs de Freedom sont mis en place. Depuis de l'acquisition de Freedom le 3 avril 2023, Québecor a graduellement augmenté son activité sur le marché du sans-fil avec des prix réduits qui ont été rapidement égalés par les sous-marques des trois grands opérateurs. Elle a résolu la question du transfert ininterrompu, lancé la 5G et annoncé la création d'un opérateur de réseau mobile virtuel après avoir solidifié des accords. La société continue d'offrir davantage d'offres groupées et se prépare à son expansion vers l'Ouest afin de soutenir sa progression du nombre d'abonnés à ses services sans-fil grâce à l'amélioration de ses capacités et de ses offres.

La câblodistribution trouve un nouvel équilibre en 2026 grâce à une plus grande rigueur de gestion. Le 20 juin 2025, le CRTC a maintenu sa décision de continuer de permettre aux trois grandes sociétés du secteur d'offrir des services Internet de gros au moyen du régime d'accès à Internet par un tiers (AIPT). Pendant ce temps, la société de télécommunications concurrente a profité de l'occasion pour faire des promotions attrayantes dans le service de la fibre jusqu'au domicile pour augmenter son niveau de pénétration du marché. Québecor a également fait face à une baisse des revenus tirés de l'équipement filaire en 2022-2024, car elle est passée de la vente d'équipement Helix à un modèle de financement. Alors que Bell a réduit ses promotions et que ni l'AIPT ni l'accès fixe sans fil ne semblent avoir beaucoup d'impact sur ses activités, Québecor exécute sa stratégie avec plus de rigueur depuis le T3 2024 et affiche une croissance des revenus de la câblodistribution au T1 2026 pour la première fois depuis le T3 2023 ainsi qu'une croissance du BAIIA rajusté pour la première fois depuis le T2 2023. Nous verrons si la tendance se maintiendra en 2026.

Facteurs de Risque

Les consommateurs pourraient chercher à rationaliser les services ou à rechercher des options moins coûteuses pendant les ralentissements économiques. Risques liés à la réglementation, puisque le gouvernement canadien cherche à aider les revendeurs grossistes ainsi que les nouveaux entrants et à réduire les prix dans les secteurs du sans-fil et de la transmission large bande. Bell continue de déployer la fibre optique pour être plus compétitive dans le secteur sur-fil, où elle a réussi à rafler des parts de marché. Les réductions et suppressions d'abonnements ont augmenté face à la concurrence des services de diffusion en continu.

DONNÉES BOURSÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	70.19-36.68
Dividende par action (\$)	1.60
Rend. dividende (%)	2.4
Actions en circulation (M)	225.6
Capitalisation boursière (M\$)	15,233.1
Valeur de l'entreprise (M\$)	22,273.2

ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCCM

Fin d'exercice: décembre	2025A	2026E	2027E
Chiffre d'affaires (\$M)	5,675.3	5,780.6	5,892.1
BAIIA (\$M)	2,393.2	2,507.6	2,623.2
Marge BAIIA (%)	42.2	43.4	44.5
BPA rajusté (\$)	3.83	4.37	4.90
C/B (x)	17.6	15.5	13.8
VE/BAIIA (x)	9.4	8.6	7.9
Flux de trésorerie disponibles (\$M)	1,425.7	1,141.8	1,160.6
FTD / action (\$)	6.15	4.97	5.15
Rend FTD (%)	9.1	7.4	7.6
Dépenses immobilisations (\$M)	641	687	735
Intensité dép. immobilisations (%)	11.3	11.9	12.5
Dette nette / BAIIA (x)	2.9	2.6	2.3

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

Source: Estimations BNCCM, rapports de la société et LSEG

Rendement du titre (Source: FactSet)



Évaluation

Nous attribuons à QBR la cote Rendement supérieur, avec un cours cible de \$67. Notre cours cible repose sur les moyennes de nos estimations des FTA 2026E/20267 et de la VAN 2027E/2028E, avec des ratios VE/BAILA implicites de 8.6x, 7.9x et 7.3x d'après nos estimations pour 2026E, 2027E et 2028E, respectivement.

Rogers Communications Inc.

RCI.B / RCI (TSX; NYSE) C\$53.16; US\$37.57	COTE Rendement supérieur	COURS CIBLE C\$63.00	RENDMENT TOTAL ESTIMÉ 22.6%
---	--------------------------------	-------------------------	-----------------------------------

Profil

Rogers est une société canadienne des secteurs des communications et des médias qui offre un large éventail de services - notamment sans-fil, télévision par câble, Internet et téléphonie - à des clients résidentiels et commerciaux, et qui possède des éléments d'actif dans les segments de la télévision classique et spécialisée, de la radio, de l'édition, du contenu numérique et des sports. Elle est le premier fournisseur de services de communication sans fil et le plus important câblodistributeur au Canada.

Faits Saillants

La croissance du sans-fil a ralenti et attend une discipline de gestion durable du secteur. Les prévisions de Rogers en termes de croissance du marché ont diminué de plus de 5% en 2023, à 4% en 2024, près de 3% en 2025 et 2% en 2026 en raison de la diminution de l'immigration. Le PMPA reste sous pression depuis 2022. Alors que la discipline était revenue dans le secteur au deuxième semestre de l'an dernier, les comportements irrationnels en termes de prix ont repris au début de 2026, et nous nous attendons à ce qu'une plus grande rigueur soulage la pression sur le PMPA.

La câblodistribution en Ontario est affectée par le déploiement de la fibre optique de Bell, mais les marges s'améliorent. Rogers a perdu des parts de marché avec le déploiement évolutif de la fibre optique de sa société de télécommunication rivale. Des mesures ont été prises pour améliorer la vente et les capacités de distribution afin de relancer la croissance du chiffre d'affaires, alors que des gains d'efficacité ont été enregistrés ces derniers trimestres pour améliorer les marges.

La trajectoire de réendettement-désendettement motivée par les actifs sportifs. Rogers a réduit son ratio d'endettement de 5.3x après l'acquisition de Shaw à 3.6x au T2 2025 grâce au financement en capitaux propres structuré de \$6.7 milliards de Blackstone (clôturé le 20 juin 2025), avant de remonter à 3.9x pro forma au T3 2025 suite à son acquisition pour \$4.7 milliards de la participation de 37.5% de BCE dans MLSE (clôturée le 1er juillet 2025). Une réduction de \$800 millions des dépenses en immobilisations annuelles prévues devrait contribuer aux FTD et au désendettement endogène (3.8x au T1 2026). La direction estime la valeur de son futur portefeuille d'actifs sportifs et de médias, comprenant les Blue Jays, le Centre Rogers, une participation de 100% dans MLSE et d'autres actifs dans les médias, à plus de \$25 milliards. Elle compte acquérir la participation résiduelle de 25% dans MLSE après juin 2026 pour plus de \$3 milliards, puis de monétiser des participations dans plusieurs entités sportives combinées pour \$5 à \$8 milliards.

suite sur la prochaine page...

DONNÉES BOURSIÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	56.27-37.13
Dividende par action (\$)	2.00
Rend. dividende (%)	4.0
Actions en circulation (M)	540.2
Capitalisation boursière (M\$)	26,681.7
Valeur de l'entreprise (M\$)	75,625.7

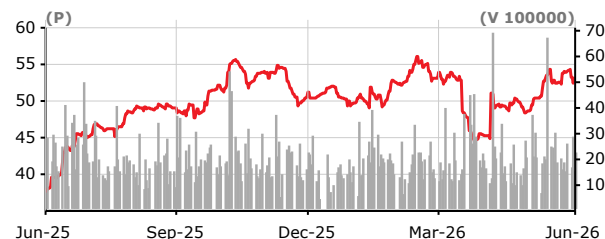
ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMC

Fin d'exercice: décembre	2025A	2026E	2027E
Chiffre d'affaires (\$M)	21,712.0	22,493.8	22,815.3
BAIIA raj. (\$M)	9,820.0	9,993.2	10,123.0
BPA rajusté (\$)	5.02	4.72	4.94
C/B (x)	9.8	10.5	10.0
VE/BAIIA (x)	7.9	7.8	7.3
Flux de trésorerie disponibles (\$M)	3,356.0	4,101.5	4,245.5
FTD / action (\$)	6.20	7.55	7.82
Rend FTD (%)	12.6	15.3	15.8
Dépenses immobilisations (\$M)	3,707	2,700	2,682
Intensité dép.	17.1	12.0	11.8
immobilisations (%)			
Dette nette / BAIIA (x)	4.0	4.0	3.2

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

Source: Estimations BNCMC, rapports de la société et LSEG

Rendement du titre (Source: FactSet)



Facteurs de Risque

La croissance économique dans le secteur d'implantation de Rogers pourrait ralentir, la concurrence dans le sans-fil demeure vive, la câblodistribution fait face à des défis structurels et doit composer des offres groupées plus fortes, tandis que les annulations et les réductions d'abonnements aux services de télévision pénalisent les résultats. La réglementation et l'intervention gouvernementale sont aussi des risques clés.

Évaluation

Nous attribuons à Rogers la cote Rendement supérieur et un cours cible de **\$63**. Celui-ci repose sur la moyenne de nos estimations des FTA 2026E et de la VAN 2027E, et correspond à des ratios VE/BAIIA implicites de 8.5x et 8.0x d'après nos estimations pour 2026E et 2027E, respectivement.

Saputo Inc.

SAP (TSX)	COTE	COURS CIBLE	RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ
C\$40.86	Rendement moyen	C\$44.00	10.0%

Profil

Saputo produit, commercialise et distribue des produits alimentaires, principalement laitiers, tels que du fromage, du lait nature et des ingrédients laitiers. Entreprise familiale à ses débuts, la société est devenue en plus de 70 ans un transformateur laitier reconnu dans le monde.

Faits Saillants

Le bilan robuste peut supporter des rachats d'actions et des F&A

(1) Par segments, le BAIIA était largement conforme aux attentes. Le BAIIA de la région Canada s'est établi à \$159 millions, conforme à la projection de BNMC; il était de \$157 millions il y a douze mois. Aux États-Unis, il affichait \$149 millions (est. BNMC \$147 millions; \$148 millions douze mois plus tôt). Le BAIIA de la région International affichait \$41 millions (est. BNMC \$42 millions; \$38 millions douze mois auparavant). Le BAIIA de la région Europe était de \$37 millions (est. BNMC \$35 millions; \$24 millions douze mois plus tôt). Les résultats ont pâti de la rémunération à base d'actions de \$33 millions et d'une intensification de l'activité de publicité/promotion, qui persistera en 2027. (2) Le ratio de la dette nette au BAIIA au T4 2026 affichait 1.7x (ou 1.4x pro forma pour tenir compte de la cession en Argentine), ce qui permet à la société de réaliser des rachats d'actions (BNMC table sur 5% en 2027) et/ou des fusions-acquisitions (expansion des circuits/ du marché cible avec un intérêt plus marqué pour des catégories de croissance comme les protéines). Nous préférierions que SAP se concentre sur les initiatives de croissance interne ou des acquisitions de petite envergure. (4) SAP est optimiste en ce qui concerne les gains d'efficacité et la croissance en 2027 malgré les difficultés liées à l'incertitude géopolitique, aux médicaments GLP-1 et au malaise des consommateurs.

Maintien de notre thèse de placement

À l'avenir, nous nous attendons à ce que les investisseurs se concentrent sur une exécution stable face à des prix des produits de base volatils et à une conjoncture macroéconomique incertaine. Nous nous attendons à ce que les projets d'investissement continuent de porter fruit, mais nous pensons que la société se concentrera de plus en plus sur l'accélération de la croissance endogène rentable et les fusions-acquisitions.

Facteurs de Risque

Le secteur des produits laitiers est exposé aux risques liés aux denrées agricoles et aux réglementations publiques. La présence croissante de Saputo sur les marchés internationaux l'expose également aux fluctuations des taux de change et aux risques d'intégration liés à sa stratégie de croissance basée sur les acquisitions.

suite sur la prochaine page...

DONNÉES BOURSIÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	45.09-26.35
Dividende par action (\$)	0.98
Rend. dividende (%)	2.3
Actions en circulation (M)	412.1
Capitalisation boursière (M\$)	17,656.4
Valeur de l'entreprise (M\$)	20,175.4

ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMC

Fin d'exercice: décembre	2025A	2026E	2027E	2028E
Chiffre d'affaires (\$G)	17.551	17.551	18.342	18.464
BAIIA raj. (\$M)	1,661.0	1,661.0	1,773.9	1,817.2
BAII raj. (\$M)	1,120.9	1,120.9	1,238.3	1,282.0
Bénéfice net raj. (\$M)	748.8	748.8	837.3	857.1
BPA rajusté (\$)	1.81	1.81	2.10	2.27
Dividende / action (\$)	0.79	0.79	0.98	1.11
VE/BAIIA (x)	12.1	12.1	11.4	11.1
C/B (x)	23.7	23.7	20.4	18.9

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

Les données du BPA s'entendent sans l'amortissement des actifs incorporels.

Source: LSEG, BNCMC et rapports de la société

Rendement du titre (Source: FactSet)



Évaluation

Notre cours cible pour Saputo correspond à 19.0 fois notre estimation du BPA 2028/2029E.

Savaria Corporation

SIS (TSX)	COTE	COURS CIBLE	RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ
C\$28.30	Rendement supérieur	C\$37.00	32.7%

Profil

Chef de file du secteur de l'accessibilité, du confort et de l'autonomie des personnes à mobilité réduite, Savaria a deux divisions: Accessibilité (monte-escaliers, ascenseurs, plates-formes élévatrices, monte-charges, etc.) et Équipements médicaux (lève-personnes, produits médicaux et surfaces).

Faits Saillants

Des objectifs 2030 ambitieux: Savaria compte atteindre une croissance annuelle du chiffre d'affaires d'environ 12% tout en maintenant une marge de BAIIA ajusté de près de 20% au moins, ce qui implique des ventes de \$1.6 milliard d'ici 2030. Le TCAC de près de 12% devrait être soutenu par une expansion endogène d'environ 8% (incluant une croissance du marché de 3% à 5%, une hausse des prix d'environ 2% et une progression de la part de marché de 1% à 3%) et une croissance par acquisitions de près de 4%. La marge cible de 20% et plus implique un BAIIA ajusté d'au moins \$320 millions en 2030. Alors que les activités traditionnelles devraient continuer de profiter du levier d'exploitation et pourraient atteindre des marges de 21% à 22%, l'objectif consolidé plus prudent reflète la contribution potentielle d'acquisitions à plus faibles marges.

Vers un chiffre d'affaires de \$1.6 milliard: La stratégie de Savaria insiste sur l'expansion de sa part de marché et le renforcement du réseau de distribution. Dans le segment Accessibilité Amérique du Nord, la société investit massivement dans les monte-escaliers, un marché où des délais de livraison plus courts lui permettent de combler l'écart avec le chef de file, tout en capitalisant sur l'expertise Savaria en ascenseurs résidentiels. Pour le segment Accessibilité Europe, l'objectif de la stratégie est de devenir le partenaire privilégié d'un réseau comptant plus de 350 distributeurs, de développer les ventes directes et de proposer l'ensemble du portefeuille de produits dans l'Union européenne. Enfin, dans le segment Équipements médicaux, la stratégie de croissance est axée sur une plus grande pénétration du marché américain, en particulier sur les marchés des soins aigus et post-aigus, sur le développement en Europe et dans le reste du monde, et sur l'augmentation des ventes croisées sur le marché institutionnel et celui des soins à domicile, grâce à une gamme de produits de plus grande qualité.

Facteurs de Risque

Parmi les principaux facteurs de risque, citons notamment les opérations d'acquisition et le risque que pose leur intégration, la concurrence, la dépendance vis-à-vis de distributeurs clés et de clients importants, les risques liés aux produits tels que les garanties et la fiabilité des produits, ainsi que la fidélisation du personnel clé.

suite sur la prochaine page...

DONNÉES BOURSIÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	30.62-18.71
Dividende par action (\$)	0.56
Rend. dividende (%)	2.0
Actions en circulation (M)	71.7
Actions en circulation - dil. (M)	72.9
Capitalisation boursière (M\$)	2,065.8
Dette nette (M)	174.9
Valeur de l'entreprise (M\$)	2,240.7

ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMC

Fin d'exercice:	2025A	2026E	2027E
décembre			
Chiffre d'affaires (\$M)	913.5	984.8	1,060.0
BAIIA raj. (\$M)	186.3	205.6	226.8
Marge BAIIA raj. (%)	20.4	20.9	21.4
BPA rajusté (\$)	1.21	1.41	1.58
Flux de trésorerie disponibles (\$M)	91.6	99.3	121.5
VE/BAIIA (x)	11.9	10.6	9.3
C/B (x)	23.5	20.2	17.9
Dette nette / BAIIA (x)	0.9	0.6	0.2

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

Source: LSEG, BNCMC et rapports de la société

Rendement du titre (Source: FactSet)



Évaluation

Notre cours cible de \$37 repose sur l'application d'un ratio VE/BAIIA de 12x, incluant un ratio de base de 11.5x et une prime de 0.5x correspondant aux fusions-acquisitions. Nous attribuons à SIS la cote Rendement supérieur compte tenu du profil de croissance endogène de 5% à 9% de Savaria et des options que présente son bilan, en plus de ses attributs défensifs.

Shopify Inc.

SHOP (NYSE; TSX) US\$110.95; C \$155.87	COTE Rendement supérieur	COURS CIBLE US\$155.00	RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ 39.7%
---	---	---	---

Profil

Shopify Inc. (Shopify) propose une plateforme infonuagique de commerce multicanaux qui permet aux commerçants de créer, gérer et développer leur activité. La société offre des solutions d'abonnement et marchandes qui permettent de vendre sur des sites Internet et des supports mobiles, des points de vente physiques, des réseaux sociaux et des places de marché. La plateforme Shopify offre au commerçant une vision unifiée de son activité et de sa clientèle dans tous ses canaux, avec des outils pour gérer les ventes, les paiements, les stocks, les livraisons, le marketing et d'autres fonctions administratives, le tout sur une plateforme intégrée.

Faits Saillants

1. Croissance accrue du commerce en ligne et monétisation à grande échelle. Shopify continue de gagner des parts de marché sur un marché mondial du commerce en ligne de plus de \$6,000 milliards, avec une part désormais de plus de 14% du commerce en ligne aux États-Unis et une croissance de la valeur brute des marchandises qui dépasse les 30%. Des leviers de croissance tels que les solutions pour entreprises, l'international, le B2B, les points de vente, le commerce basé sur l'IA et les solutions marchandes devraient soutenir l'augmentation constante du taux de souscriptions.

2. Bouversements externes sur le commerce dus à l'IA et suite d'outils IA de Shopify. Nous considérons l'IA comme un atout plutôt qu'un facteur de désintermédiation, car Shopify fait office de système d'enregistrement unique pour le commerce. Le trafic dû à l'IA vers les boutiques Shopify a été multiplié par 8 au T1 a/a, les commandes issues de recherches optimisées par l'IA ont été multipliées par près de 13, et le nombre de boutiques actives hebdomadaires sur Sidekick a augmenté de 385% a/a.

3. Maturité du modèle financier et levier opérationnel. Shopify affiche un levier opérationnel important, ses charges d'exploitation selon les normes GAAP étant passées d'environ 64% du chiffre d'affaires en 2022 à environ 33% au T1 2026. Les FTD ont atteint environ \$2.0 milliards en 2025 avec une marge de 17%, qui devrait continuer de s'améliorer parallèlement au maintien d'une gestion rigoureuse des effectifs.

Facteurs de Risque

1. Le chiffre d'affaires de Shopify est de plus en plus lié à la valeur brute des marchandises (VBM), qui pourrait souffrir d'un affaiblissement de la demande des consommateurs ou d'un ralentissement de la croissance du commerce électronique; 2. Concurrence accrue de plateformes commerçantes lors de l'expansion sur les marchés internationaux.

DONNÉES BOURSIÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	182.19-94.00
Dividende par action (\$)	0.00
Rend. dividende (%)	0.0
Actions en circulation (M)	1,303.4
Capitalisation boursière (M\$)	144,614.1
Dette nette (M)	(5,743.0)
Valeur de l'entreprise (M\$)	138,871.1

ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMC

Fin d'exercice:	2025A	2026E	2027E
décembre			
Chiffre d'affaires (\$M)	11,556.0	14,816.1	18,555.1
BAIIA raj. (\$M)	2,009.0	2,767.0	3,565.8
BPA rajusté (\$)	1.57	1.97	2.63
FTE (\$)	2,033	2,554	3,390
Flux de trésorerie disponibles (\$M)	2,007.0	2,527.8	3,362.2
FTD / action (\$)	1.54	1.94	2.58
VE/Ventes (x)	12.0	9.4	7.5
VE/BAIIA (x)	69.1	50.2	38.9
C/B (x)	70.6	56.2	42.1
C/FTD par action (x)	72.1	57.2	43.0

Tous les chiffres en USD sauf indication contraire

Source: LSEG, BNCMC et rapports de la société

Rendement du titre (Source: FactSet)



Évaluation

Nous attribuons à SHOP la cote Rendement supérieur, avec un cours cible de US \$155.00 correspondant à 10.0 fois le chiffre d'affaires 12PM+1. Nous pensons que la trajectoire durable de croissance soutenue de Shopify, sa résilience face à l'IA et son levier opérationnel continu créent un point d'entrée attrayant suite à la récente compression des ratios.

Teck Resources Limited

TECK.B / TECK COTE COURS CIBLE RENDEMENT TOTAL
(TSX; NYSE) Rendement C\$92.50 ESTIMÉ
C\$94.77; US\$67.55 moyen (1.8)%

Profil

Ressources Teck est la plus grande société minière diversifiée au Canada, avec des actifs au Canada, aux États-Unis, au Chili et au Pérou.

Faits Saillants

Le 9 septembre, Anglo American et Teck ont annoncé la conclusion d'un accord visant à fusionner les deux entreprises dans le cadre d'une fusion entre égaux pour former Anglo Teck.

La direction situe la production consolidée de cuivre pour 2026 à 455,000-530,000 t (est. BNMC 516,600 t). Les coûts d'exploitation devraient se situer selon la direction entre US\$1.85/lb et US\$2.20/lb, comparativement à une estimation de BNMC de US\$2.05/lb. Nous tenons compte dans nos hypothèses de coûts d'exploitation et d'immobilisations de l'impact de la hausse des prix du diesel jusqu'à la fin de l'année.

Au T1 sont apparus des signes d'un redressement à QB2, avec une production de cuivre de 55,000 t, conforme à celle du T4 2025, reflétant une amélioration de la performance opérationnelle sous-jacente sur une base comparable. Le débit a progressé graduellement au T1 grâce à une meilleure discipline opérationnelle et à une intégration accrue des activités minières et de l'usine. L'amélioration du débit en mars confirme que le concentrateur fonctionne comme prévu dans des conditions stables.

Facteurs de Risque

Teck est exposée aux risques habituellement associés aux sociétés minières, à savoir les risques liés aux fluctuations des prix des matières premières, des taux de change et des coûts des intrants, aux conflits du travail, ainsi que les risques techniques et financiers.

Évaluation

Nous maintenons notre cote Rendement moyen, que nous attribuons en raison d'une amélioration des perspectives opérationnelles, contrebalancée par la probabilité que l'action Teck continue de se négocier au même niveau que l'offre de fusion avec Anglo American d'ici la clôture de la transaction (entre le T4 2026 et le T1 2027). La poursuite des travaux pour l'installation de traitement des résidus à QB et la montée en régime plus lente que prévu comprimeront les flux de trésorerie de Teck tout au long de 2026; toutefois, les progrès respectent l'échéancier en vue d'une amélioration du débit d'ici 2027, avant que ne soient ciblées des occasions de gains de synergie opérationnels plus importants, tandis que Collahuasi pourrait entraîner une révision à la hausse des estimations de notre scénario de base. Notre cours cible repose maintenant sur un coefficient de 1.30x appliqué à la VAN (pondération de 50%) + un ratio VE/FT 2026 de 8.0x + un ratio VE/FT 2027 de 8.0x (25%).

DONNÉES BOURSIÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	85.42-42.95
Dividende par action (\$)	0.51
Rend. dividende (%)	0.6
Actions en circulation (M)	492.4
Capitalisation boursière (M\$)	41,736.7
Dette nette (M)	(900.4)
Valeur de l'entreprise (M\$)	37,580.9

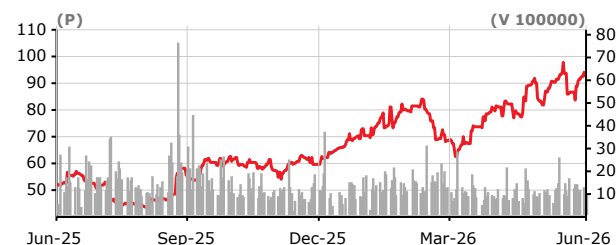
ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMC

Fin d'exercice:	2025A	2026E	2027E
décembre			
Production Cu (t)	453,500	516,600	524,300
Production de zinc (t)	794,900	690,900	673,100
Chiffre d'affaires (\$M)	10,756.0	14,133.0	13,655.0
BAIIA (\$M)	4,333.0	6,778.6	6,094.4
BPA rajusté (\$)	3.10	5.04	4.02
FT exploitation - avant	2,457.0	5,946.6	5,407.4
FR (\$M)			
FTP (av. changements	4.98	12.10	10.98
FR) (\$)			
VANPA (CA\$)		63.81	

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

Source: Estimations BNCMC, rapports de la société et LSEG

Rendement du titre (Source: FactSet)



Thomson Reuters Corporation

TRI	COTE	COURS CIBLE	RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ
(TSX; NASDAQ) C\$111.02; US \$78.58	Rendement supérieur	C\$175.00	61.0%

Profil

Thomson Reuters est la principale source mondiale d'informations pour les entreprises et les professionnels. Son siège social est à Toronto. La société emploie plus de 25,000 personnes dans le monde. Woodbridge Inc. (société contrôlée par la famille Thomson) détient 313 millions d'actions (environ 71% du capital-actions).

Faits Saillants

Prévisions internes 2026 et perspectives de marges 2027-2028. La croissance endogène/du chiffre d'affaires total est toujours estimée à 7.5%-8.0%, avec une croissance d'environ 9.5% pour les trois grands segments de la société, une marge de BAIIA ajusté de +100 pb, à près de 40.2% au total, et d'environ 44.6% pour les trois grands segments. Intensité des dépenses en immobilisations de près de 8.0% et FTD d'environ \$2.1 milliards. TRI table sur une expansion de sa marge de BAIIA ajusté d'environ 100 pb en 2027 et 2028 compte tenu de son levier d'exploitation sous-jacent et des gains de productivité attendus. En 2026, les coûts exceptionnels incluaient \$12 millions au T1 et un montant semblable pour le reste de l'année. TRI table sur une croissance endogène du chiffre d'affaires total au T2 de 7% à 8%, avec une marge de BAIIA ajusté d'environ 38%. Les activités juridiques continuent d'afficher une solide dynamique sous-jacente, un suivi des dépenses publiques étant à prévoir tout au long de 2026. La VCA pour l'IA générative est montée à 30% au T1 (28% au T4 2025, 24% au T3, 22% au T2 et 20% au T1).

Solide position financière. L'effet de levier se situe à 0.8x. La capacité totale devrait atteindre \$9 milliards d'ici 2028E. Le dividende a été régulièrement relevé de 10% chaque année ces dernières années. Alors que TRI continue d'étudier les possibilités de F&A, elle reste active chaque année au titre des rachats d'actions dans le cadre de sa stratégie globale liée à la rémunération des actionnaires. Le 25 février, TRI a annoncé des rachats d'actions de \$600 millions et sa troisième transaction de remboursement de capital, celle-ci d'un montant de US\$605 millions, qui a eu lieu le 4 mai.

Facteurs de Risque

Les outils de productivité de la société améliorent l'efficacité des entreprises et administrations clientes; cependant, un ralentissement économique peut créer des difficultés pour les clients qui sont forcés de réduire leurs dépenses. La monnaie fonctionnelle est l'USD, il faut donc surveiller le taux de change. Les niveaux d'emploi dans les études juridiques et cabinets comptables américains devront être suivis de près. Bien que TRI ait adopté l'IA pour améliorer et élargir son offre, ainsi que pour optimiser le développement et optimiser les coûts, on craint que l'IA ne facilite la concurrence et n'ait un impact sur son pouvoir de fixation des prix.

suite sur la prochaine page...

DONNÉES BOURSIÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	299.24-107.91
Dividende par action (\$)	2.62
Rend. dividende (%)	3.3
Actions en circulation (M)	436.5
Capitalisation boursière (M\$)	34,300.2
Valeur de l'entreprise (M\$)	36,348.2
Haut et bas – 52 semaines en C\$	

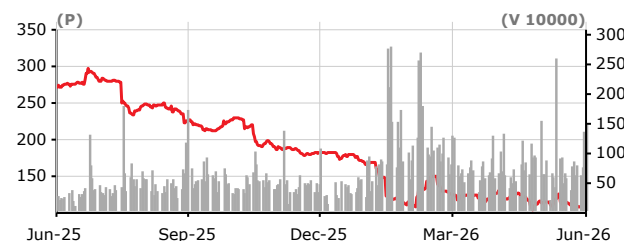
ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMC

Fin d'exercice: décembre	2025A	2026E	2027E
Chiffre d'affaires (\$M)	7,476.0	8,085.9	8,716.0
BAIIA raj. (\$M)	2,936.0	3,248.1	3,591.5
BPA rajusté (\$)	3.92	4.55	5.19
C/B (x)	20.0	17.3	15.1
VE/BAIIA (x)	12.5	11.2	9.9
Flux de trésorerie disponibles (\$M)	1,950.0	2,099.7	2,361.9
FTD / action (\$)	4.38	4.85	5.51
Rend FTD (%)	5.6	6.2	7.0

Tous les chiffres en USD sauf indication contraire

Source: Estimations BNCMC, rapports de la société et LSEG

Rendement du titre (Source: FactSet)



Évaluation

Nous attribuons au titre Thomson Reuters la cote Rendement supérieur, avec un cours cible de CA\$175 basé sur la moyenne de nos FTA 2026E et de notre VAN 2027E, en appliquant un coefficient de 15.5x au BAIIA moyen pondéré des cinq segments. Le taux de change utilisé est de 1.35.

Transcontinental Inc.

TCL.A (TSX)	COTE	COURS CIBLE	RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ
C\$4.95	Rendement supérieur	C\$8.00	65.7%

Profil

Transcontinental est l'une des plus grandes sociétés d'imprimerie d'Amérique du Nord. La famille Marcoux contrôle 10.4% du capital et 66% des voix. Le segment Emballages a été vendu le 6 mars 2026, et la société a versé une distribution de \$20 par action le 20 mars 2026.

Faits Saillants

Vente du segment Emballages et distribution de \$20 par action aux actionnaires. TCL a annoncé le 8 décembre 2025 la vente de sa plateforme Emballages pour \$2.1 milliards au comptant et une VE de \$2.22 milliards, correspondant à 8.5 fois le BAIIA 2025. La clôture de la transaction a eu lieu le 6 mars 2026 et la société a versé une distribution au comptant aux actionnaires le 20 mars 2026; le cours de l'action et notre cours cible ont été ajustés en conséquence le 23 mars 2026, quand les actions ont commencé à se négocier hors distribution.

Les segments Impression et Édition de livres éducatifs demeurent. TCL n'a pas de projet de fermer le capital de l'entité issue de la cession, car elle cherche à procéder à des F-A stratégiques tout en aspirant à limiter les baisses du chiffre d'affaires et à dégager au moins une croissance stable du BAIIA, comme l'a annoncé la direction pour l'exercice 2026. Aux dernières nouvelles, le ratio d'endettement de TCL se situait à 1.7x, mais il devrait baisser sous réserve de l'activité de F-A grâce à des FTD abondants attendus (environ \$100 millions), à une réduction du dividende (à \$0.24/action) et aux \$60 millions que la société espère tirer de la vente de trois immeubles au cours de l'année civile 2026.

Perspectives pour les quatre grandes divisions d'une entreprise de plus petite envergure. Après 2013, le segment Emballages est devenu un troisième pilier essentiel, après Impression et Médias. Suite à la vente de cette unité, la société ne prévoit pas de faire émerger un troisième pilier majeur. Désormais, les quatre unités clés de la stratégie de TCL sont Marketing & Solutions médias (circulaires), Marketing sur le lieu de vente (MLV), Édition de livres (Livres) et Édition de livres éducatifs (ELE). Ces activités représentent 75% du chiffre d'affaires 2025 pro forma et devraient toutes connaître une croissance - TCL compte distribuer la circulaire raddar au-delà du Québec et de la Colombie-Britannique, des F-A sont à l'étude pour les unités MLV et ELE, tandis que la division Livres a bénéficié en 2025 de la conclusion d'un contrat aux États-Unis et reste à l'affût de nouvelles affaires au sud de la frontière ainsi que de nouveaux contrats d'impression numérique en Europe; ELE pourrait en outre opérer une expansion vers les publications en anglais et les marchés connexes.

Facteurs de Risque

Le principal risque auquel est exposée TCL est la pression sans cesse exercée par l'évolution des secteurs de l'impression et de l'édition; d'importants changements

DONNÉES BOURSIÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	6.14-2.68
Dividende par action (\$)	0.20
Rend. dividende (%)	4.0
Actions en circulation (M)	83.6
Capitalisation boursière (M\$)	413.9
Valeur de l'entreprise (M\$)	761.4

ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMC

Fin d'exercice: décembre	2025A	2026E	2027E
Chiffre d'affaires (\$M)	2,743.9	1,139.5	1,129.7
BAIIA raj. (\$M)	466.2	211.7	215.5
BPA rajusté (\$)	2.59	1.13	1.27
C/B (x)	1.9	4.4	3.9
VE/BAIIA (x)	2.5	3.4	3.0
Flux de trésorerie disponibles (\$M) ¹	186.8	70.4	92.3
FTD / action (\$)	2.23	0.84	1.10
Rend FTD (%)	45.1	17.0	22.3
Ratio de distribution (%)	85	29	22

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

Source: Estimations BNCMC, rapports de la société et LSEG

Note: Le segment Emballages est en cours de vente pour \$2.1 milliards au comptant, avec une clôture de la transaction attendue au T1 2026 (calendrier civil) sous réserve de l'aval des actionnaires et des autorités de réglementation. Les ratios prospectifs ont été ajustés pour tenir compte d'un dividende de \$20 par action distribué aux actionnaires au moment de la clôture.

1. Fonds provenant de l'exploitation – investissements en immobilisations nets
intérêts – paiements de loyers

Rendement du titre (Source: FactSet)



se produisent aussi dans tout le domaine de la publicité. La réglementation environnementale pourrait aussi représenter un risque pour l'entreprise.

Évaluation

Cote Rendement supérieur et cours cible de \$8: Notre cours cible repose sur notre estimation de la VAN 2026E et 2027E, et correspond à un ratio VE/BAIIA implicite de 4.6x et 4.1x d'après nos estimations pour 2026E et 2027E.

Winpak Ltd.

WPK (TSX)	COTE	COURS CIBLE	RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ
C\$41.06	Rendement moyen	C\$49.00	19.8%

Profil

Winpak, dont le siège social se trouve à Winnipeg, Manitoba, a été fondée en 1976 par le groupe Wihuri. D'une usine à Winnipeg à l'origine, la société en compte aujourd'hui douze réparties sur dix sites en Amérique du Nord. Elle fabrique et distribue des matériaux d'emballage de haute qualité et des machines d'emballage connexes, essentiellement pour les industries de l'alimentaire et des boissons, ainsi que des soins de santé. Antti I. Aarnio-Wihuri, président de Wihuri International Oy, détient 34.2 millions d'actions, soit environ 58% du capital de la société.

Faits Saillants

Il existe un potentiel de croissance, avec une rentabilité supérieure à la moyenne du secteur. La croissance des volumes en 2026 sera concentrée au deuxième semestre, car Winpak intègre de nouveaux contrats (environ 3% à 5% pour le reste de l'année). WPK vise toujours une croissance des volumes de 5% à 7% à plus long terme, avec une croissance du BAIIA supérieure. L'usine de Winnipeg MAP et les conteneurs sont des facteurs clés qui devraient soutenir la croissance au cours des cinq prochaines années, avec un potentiel de revenus disponible d'environ \$200 à \$300 millions sur les principales plateformes.

Une nouvelle orientation dans l'exécution et un nouveau visage à la tête de la société. Après plusieurs années de croissance négative des volumes et un succès mitigé pour certaines initiatives, Winpak a nommé David Johns au poste de chef de la direction intérimaire, le temps de recruter un chef de la direction permanent. Sa mission à court terme est de rétablir la rigueur commerciale et opérationnelle en émettant notamment des devis plus rapidement et en privilégiant une responsabilisation accrue, la réduction des obstacles internes et un processus de production allégé. Les principales initiatives de croissance restent inchangées, parmi lesquelles le développement durable, la santé, l'étiquetage dans le moule et les emballages souples avec bouchon.

Situation financière robuste et volonté d'accroître la rémunération des actionnaires. Trésorerie nette d'environ \$353 millions au T1 2026. Le programme de rachat d'actions a été renouvelé le 24 mars 2026, permettant l'acquisition d'un maximum de 2.9 millions d'actions (soit environ 5% des actions en circulation), mais il est actuellement suspendu en raison des besoins en fonds de roulement liés aux matières premières et des occasions de croissance endogène disponibles.

Facteurs de Risque

Les principaux facteurs de risque sont, parmi d'autres, la concentration de la clientèle (les 15 principaux clients représentant environ 38% du chiffre d'affaires, le plus important comptant pour près de 9%), la conjoncture économique (pressions récessionnistes et déflation), la réglementation (dans le domaine du

DONNÉES BOURSIÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	52.24-38.95
Dividende par action (\$)	0.20
Rend. dividende (%)	0.5
Actions en circulation (M)	58.7
Capitalisation boursière (M\$)	2,408.7
Valeur de l'entreprise (M\$)	1,227.2

Haut et bas – 52 semaines, Dividende par action, Capitalisation boursière C\$

ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMC

Fin d'exercice:	2025A	2026E	2027E
décembre			
Chiffre d'affaires (\$M)	1,125.4	1,160.6	1,199.8
BAIIA (\$M)	231.6	231.6	243.5
BPA (\$)	2.25	2.35	2.57
C/B (x)	12.9	12.3	11.3
VE/BAIIA (x)	6.1	5.6	4.9
Flux de trésorerie disponibles (\$M)	100.5	131.5	115.1
FTD / action (\$)	1.69	2.24	1.96
Rend FTD (%)	5.8	7.7	6.8

Tous les chiffres en USD sauf indication contraire

Source: Rapports de la société, LSEG et Estimations BNCMC

Rendement du titre (Source: FactSet)



développement durable, si des interdictions totales étaient adoptées) et les coûts des matières premières, pour n'en citer que quelques-uns.

Évaluation

Cote Rendement moyen et cours cible de CA\$49. Notre cours cible repose sur nos estimations des FTA 2026E et de la VAN 2027E, et correspond à des ratios VE/BAIIA implicites de 7.4x et 6.6x d'après nos estimations pour 2026E et 2027E, respectivement.

Information réglementaires

HISTORIQUE DES PRIX, COTES ET COURS CIBLES: I = Nouvelle couverture, OP = Rendement supérieur, SP = Rendement moyen, UP = Rendement inférieur, UR = En révision, R = Restreint, T = Accepter l'offre (Source : Factset, BNCMC)

RISQUES:

ATD

Prix des produits de base: La rentabilité d'ATD est affectée par la volatilité principalement associée aux marges sur les carburants.

Change: Le chiffre d'affaires et la rentabilité d'ATD sont affectés par les cours du change étant donné que la société produit ses rapports en dollars américains alors que les monnaies fonctionnelles peuvent varier selon les régions d'implantation.

Intégration des acquisitions: Étant donné la propension d'ATD à faire des acquisitions, sa rentabilité pourrait être affectée par sa capacité d'intégrer les entreprises acquises et de réaliser les gains de synergie annoncés.

ATZ

Le principal marché cible d'ATZ (vêtements et accessoires pour femmes de 15 à 45 ans) est soumis à des tendances et à des demandes de mode/saisonnnières en évolution constante.

ATZ dépend de la perception de sa marque pour vendre des articles de mode non essentiels. L'incapacité à anticiper et/ou à s'adapter aux tendances du marché, à établir un lien avec les clients ou à gérer l'image que renvoie la marque pourrait nuire aux résultats financiers.

ATZ fait face à une forte concurrence, notamment de la part de sociétés multinationales et régionales de plus grande envergure, mieux dotées en ressources ou jouissant d'une plus grande notoriété. La stratégie concurrentielle d'ATZ repose sur un ensemble de facteurs, notamment l'emplacement de ses boutiques, l'étendue de sa gamme, son style, la qualité de ses produits, ses prix, la disponibilité des produits, le service à la clientèle et son image de marque. Cette concurrence accrue pourrait faire pression sur les prix de vente, entraîner une hausse des coûts marketing et promotionnels et rogner sa part de marché.

ATZ est exposée au risque de change du dollar américain par le biais de ses achats de stocks (libellés en grande partie en dollars américains) et de son chiffre d'affaires. ATZ peut ponctuellement se couvrir contre le risque de change dans le cadre de ses achats de marchandises en dollars américains vendus au Canada (aucun contrat à terme de change utilisé en 2025).

ACO.X

Risques liés aux taux d'intérêt / écarts de crédit – La société est exposée aux fluctuations des taux d'intérêt et des écarts de crédit. De plus, le prix des actions des sociétés de services publics versant des dividendes tend à évoluer en sens contraire des taux d'intérêt, puisque des taux plus bas/plus élevés réduisent/augmentent le rendement exigé pour les investisseurs en quête de revenus. Dans un contexte d'augmentation des taux d'intérêt ou d'expansion des écarts de crédit, le cours des actions peut être sous pression.

Risque lié à la réglementation / politique – Les changements du cadre de réglementation et du paysage politique peuvent nuire aux bénéfices futurs et aux flux de trésorerie générés par les actifs existants et l'investissement futur dans des occasions de croissance. Tout manquement à une réglementation ou législation additionnelle ou nouvelle pourrait avoir un certain nombre de conséquences susceptibles de produire un effet négatif sur les activités, les résultats, la situation financière et les flux de trésorerie de la société.

Conditions climatiques – Le secteur des services publics de gaz naturel est très saisonnier, la majorité de la demande survenant pendant la saison de chauffage d'hiver. Étant donné que les sociétés de services publics se voient attribuer un RCP autorisé, une structure du capital permise, une base tarifaire approuvée et des coûts basés sur une moyenne pluriannuelle de conditions climatiques normales, des conditions climatiques plus froides ou plus chaudes pourraient entraîner un avantage ou une perte.

DOO

Caractère cyclique des affaires: Les produits de BRP appartiennent à la catégorie des articles discrétionnaires dont la demande, en cas de ralentissement généralisé de l'économie, sera sans nul doute affectée.

Marchés concurrentiels: BRP doit faire face à une vive concurrence dans toute sa gamme de produits, provenant notamment d'acteurs de plus grande envergure et mieux capitalisés.

Chaîne d'approvisionnement et coût des matières premières: La production de véhicules et les coûts de BRP pourraient être affectés par les difficultés des chaînes d'approvisionnement et les fluctuations des prix des matières premières.

CTC.A

Contexte de la consommation: La croissance et la rentabilité de toutes les enseignes de CTC peuvent être influencées par la conjoncture économique générale, notamment la confiance des consommateurs, le revenu disponible et les niveaux d'endettement des consommateurs.

Intensité de la concurrence: Étant donné l'intensité de la concurrence dans le commerce de détail au Canada, la rentabilité de CTC peut être affectée par de nouveaux arrivants sur le marché ainsi que par une croissance énergique de concurrents existants.

Météorologie: Étant donné le caractère saisonnier de ses activités de commerce de détail, des conditions climatiques défavorables peuvent avoir une incidence négative sur la croissance des ventes et la rentabilité

CU

Risques liés aux taux d'intérêt / écarts de crédit – La société est exposée aux fluctuations des taux d'intérêt et des écarts de crédit. De plus, le prix des actions des sociétés de services publics versant des dividendes tend à évoluer en sens contraire des taux d'intérêt, puisque des taux plus bas/plus élevés réduisent/augmentent le rendement exigé pour les investisseurs en quête de revenus. Dans un contexte d'augmentation des taux d'intérêt ou d'expansion des écarts de crédit, le cours des actions peut être sous pression.

Risque lié à la réglementation / politique – Les changements du cadre de réglementation et du paysage politique peuvent nuire aux bénéfices futurs et aux flux de trésorerie générés par les actifs existants et l'investissement futur dans des occasions de croissance. Tout manquement à une réglementation ou législation additionnelle ou nouvelle pourrait avoir un certain nombre de conséquences susceptibles de produire un effet négatif sur les activités, les résultats, la situation financière et les flux de trésorerie de la société.

Conditions climatiques – Le secteur des services publics de gaz naturel est très saisonnier, la majorité de la demande survenant pendant la saison de chauffage d'hiver. Étant donné que les sociétés de services publics se voient attribuer un RCP autorisé, une structure du capital permise, une base tarifaire approuvée et des coûts basés sur une moyenne pluriannuelle de conditions climatiques normales, des conditions climatiques plus froides ou plus chaudes pourraient entraîner un avantage ou une perte.

CCL.B

Cycles économiques et chocs exogènes – Bien que CCL Industries ait un degré de diversification intégrée du fait que ses clients sont issus de différents secteurs, les ralentissements économiques généraux peuvent avoir un effet négatif sur les niveaux de demande des consommateurs, les commandes des clients et la situation opérationnelle et financière de la société. La société s'est relativement bien comportée au plus fort de la pandémie, mais l'impact d'autres chocs exogènes pourrait avoir un effet plus prononcé sur l'entreprise et sa situation financière.

Inflation des prix des matières premières et des composants – Les résultats financiers de la société dépendent en partie de sa capacité à répercuter la hausse des coûts des matières premières et des composants sur ses clients, ce dont elle semble s'acquitter avec succès jusqu'à présent. CCL Industries est un client important de certains fournisseurs clés, mais aussi un petit acheteur d'autres matériaux. Parmi les matériaux nécessaires figurent les sous-ensembles électroniques, les lopins, les lingots d'aluminium, les feuilles, les résines, les films extrudés, les stratifiés sensibles à la pression, le papier, les anneaux de reliure et les composants en plastique.

Réglementations environnementales – CCL Industries a adopté les 17 objectifs de développement durable des Nations unies, qui comportent des cibles à atteindre d'ici 2030, notamment des objectifs de durabilité en matière de réduction des émissions et des déchets, et d'innovation dans le cadre de l'économie circulaire. Des interdictions gouvernementales strictes ou des objectifs environnementaux ambitieux peuvent ajouter des complications liées à la recherche d'alternatives financièrement viables. Ainsi, l'incapacité à innover ou à garder la cadence des alternatives durables peut entraver la capacité de la société à s'ajuster aux réglementations en constante évolution sur ses marchés géographiques.

CCA

Conjoncture économique et contexte réglementaire: Bien qu'on s'attende à ce que la demande de services sans-fil se maintienne bien pendant les cycles économiques, les consommateurs et les entreprises peuvent chercher à rationaliser les services ou rechercher des options moins coûteuses. Le paysage réglementaire n'est pas libre de tous risques puisque le gouvernement canadien cherche à aider les revendeurs grossistes pour augmenter la concurrence.

Concurrence: Bell et Telus continuent de déployer la fibre optique pour améliorer leur situation concurrentielle dans le secteur sur-fil, où les deux sociétés ont réussi à gagner des parts de marché. En réaction, Cogeco exploite la flexibilité de son réseau large bande et le groupement des services avec le produit EPICO TV. Aux États-Unis, la plateforme Breezeline de Cogeco subit essentiellement la concurrence de la technologie DSL, dont les offres Internet sont inférieures, quoique l'accès fixe sans fil représente une menace croissante. Enfin, il existe un risque de change dans le contexte de l'exploitation de la câblodistribution aux États-Unis.

Changement technologique: La substitution du sans-fil a entraîné une diminution séculaire des abonnés à la téléphonie. L'élimination ou la réduction du service sur-fil sont des préoccupations croissantes au Canada et aux États-Unis, qui peuvent s'intensifier à mesure que la démographie évolue.

CIGI

Risque du caractère cyclique du secteur immobilier, car Colliers génère la moitié de ses revenus des opérations d'achat et de vente et de la location de biens et est affectée par la valeur de l'immobilier commercial, les taux d'inoccupation, et les conditions de liquidité financière générales. Une récession générale ou une forte augmentation des taux d'intérêt pourraient déclencher une chute de la valeur des biens immobiliers ou augmenter les taux d'inoccupation ce qui pourrait avoir un impact négatif sur la rentabilité ou la liquidité de Colliers.

L'intensification de la concurrence sur le marché des services immobiliers commerciaux pourrait entraîner une demande plus faible que prévu, un environnement de prix plus concurrentiel ou un changement des habitudes d'achat de clients clés (y compris l'arrêt de certains contrats à long terme aux dates de renouvellement). La nature peu capitalistique du secteur réduit les barrières à l'entrée ce qui pourrait se traduire par une intensification de la concurrence dans chacune des branches de service de Colliers et causer le départ d'employés clés pour livrer concurrence à Colliers. Cela pourrait nuire à la part de marché et à la rentabilité de Colliers.

Le risque d'intégration dans les opérations de fusion et d'acquisition pourrait devenir plus prononcé à mesure que Colliers poursuit son expansion exogène et croît dans différentes régions, en majorité (environ 2/3) par des fusions et acquisitions. Rien ne garantit que l'intégration et les gains de synergie implicites concernant les sociétés visées se matérialiseront comme prévu, ce qui pourrait entraîner une baisse de la rentabilité.

EMPA

Contexte du secteur: Les ventes et la rentabilité pourraient être affectées par un contexte défavorable du secteur, dont des augmentations des salaires, des réformes des médicaments vendus sur ordonnance, une augmentation de l'intensité de la concurrence, une hausse des coûts des marchandises, une inflation faible des produits alimentaires et d'autres facteurs.

GFL

Évolution des réglementations gouvernementales: Le traitement des déchets solides est soumis à des lois et réglementations étendues et en constante évolution relevant de l'EPA, d'Environnement et Changement climatique Canada (ECCC) et de diverses autres agences gouvernementales.

Fusions-acquisitions: Alors que la rationalisation du secteur se poursuit, il pourrait devenir plus difficile et plus coûteux de clôturer des acquisitions. GFL est la plus petite des grandes entreprises du secteur, mais elle cible des fusions-acquisitions aux volumes les plus importants, ce qui pourrait entraîner des risques d'intégration.

Taux d'intérêt: La stratégie de F-A de GFL et l'échéance rapprochée de sa dette signifient qu'elle devra accroître/renouveler sa dette ces prochaines années, à des coûts qui seront plus sensibles au niveau des taux d'intérêt.

GWO

Volatilité macroéconomique, baisses particulièrement fortes des rendements des obligations à long terme.

Variations de la valeur comptable et/ou déficiences actuarielles qui pourraient affecter les fonds propres réglementaires.

Risques économiques/politiques liés au Royaume-Uni, particulièrement le Brexit, en raison d'une exposition supérieure à la moyenne.

IGM

Corrections du marché: Ou plus généralement, les risques liés aux actifs sous gestion et sous services-conseils. Les honoraires annuels facturés en pourcentage de la moyenne de ces actifs sont la principale source de revenus d'IGM, par conséquent toute réduction/tout changement du niveau de ces actifs pourrait affecter la rentabilité. Les corrections du marché pourraient prendre la forme de baisses des prix des actions ou des taux d'intérêt, de fluctuations du change, d'un risque de crédit pour les titres à revenu fixe ou d'une exposition à d'autres contreparties. De plus, l'évolution des conditions du marché pourrait modifier considérablement la composition des actifs, en diminuant ou en augmentant la part des produits à taux plus élevés ou moins élevés.

Désépargne des ménages: Les taux d'épargne des ménages au Canada ont baissé après avoir inscrit des pics pendant la COVID. L'histoire nous enseigne que, lorsque les taux d'épargne baissent, les flux nets les imitent. Un ralentissement du taux d'épargne pourrait entraîner une augmentation du rythme des sorties nettes.

Humeur des investisseurs: La réaction des investisseurs à des événements négatifs est peut-être plus importante encore que les risques réels ou perçus auxquels IGM est exposée. Sans surprise, étant donné que la croissance du bénéfice dépend des ASG, IGM (et les gestionnaires d'actifs en général) se négocie en accord avec les ratios moyens du marché.

IPCO

Risque opérationnel: La prospection pétrolière et gazière implique un degré élevé de risque, qui est géré par une combinaison d'expérience, de connaissances et d'évaluation attentive. Rien ne garantit que les dépenses consacrées à la prospection aboutiront à de nouvelles découvertes ou à des quantités commerciales de pétrole et de gaz. De plus, les activités de production existantes peuvent être affectées par des événements imprévisibles susceptibles d'avoir un impact négatif sur la production et les niveaux de flux de trésorerie. En particulier en ce qui concerne IPCO, des éléments tels que la mise en service et la maintenance d'installations thermiques pour le drainage par gravité au moyen de vapeur, en plus de la gestion continue d'autres actifs uniques (comme l'installation flottante de production, de stockage et de déchargement en Malaisie).

Risque lié à la réglementation: Les risques liés à la réglementation touchent les sociétés pétrolières et gazières sous l'angle de la délivrance de permis de forage et de diverses activités opérationnelles, ainsi que des redevances et des impôts exigibles sur la production. Des contrôles et une réglementation étendus peuvent être imposés par tous les paliers de gouvernement et être modifiés à l'occasion, affectant de manière non négligeable les activités de chaque société que nous couvrons. On peut notamment citer les obligations liées à la désaffectation des sites, au Canada et à l'étranger, qui doivent être gérées opérationnellement et financièrement d'une manière économique à moyen et à long terme. Le moratoire de la France sur la production d'hydrocarbures d'ici 2039, notamment, engendre des défis similaires.

Risque lié à des membres clés du personnel: Une partie importante de la valeur actionnariale peut être fortement attribuée à l'expérience et à la réputation de l'équipe de direction. Par conséquent, la perte d'un membre de cette équipe peut avoir un effet négatif considérable sur la valorisation de la société. En ce qui concerne IPCO, son affiliation à la famille Lundin (et la propriété de cette dernière par l'entremise de Nemesia), représentée par William Lundin, président et chef de la direction, reste le composant le plus critique pour la marche, le financement et le succès de l'entreprise.

Risque lié aux estimations: Le processus d'estimation des réserves de pétrole et de gaz est complexe, nécessitant la formulation d'hypothèses importantes pour chaque réservoir, y compris les rythmes de production et d'épuisement, les dépenses en immobilisations et les prix futurs des produits de base. Par conséquent, ces estimations sont par nature imprécises. De plus, ces réserves

peuvent faire l'objet de révisions à la baisse ou à la hausse basées sur les antécédents de production, les résultats de la prospection et de la mise en valeur en cours, les prix du pétrole et du gaz et d'autres facteurs.

L

Conjoncture du secteur: Les ventes et la rentabilité pourraient être affectées par une conjoncture défavorable, notamment des augmentations des salaires, des réformes des médicaments vendus sur ordonnance, une augmentation de la concurrence, l'augmentation du coût des marchandises, l'inflation du coût des aliments et d'autres facteurs.

LUG

Risque géopolitique: L'Équateur présente selon nous un risque accru de troubles politiques, de problèmes liés à la main-d'œuvre et aux droits de la propriété intellectuelle, d'instabilité réglementaire et fiscale, et d'expropriation par rapport à la moyenne des sociétés que couvrons.

Risque lié à l'exploitation: Il existe des risques inhérents à l'exploitation minière, liés notamment à l'adéquation des réserves avec les attentes en termes de teneurs et de tonnes, à la qualité des eaux de surface et souterraines, au matériel de remblayage, à la qualité des métaux et des sols, autant de facteurs qui pourraient nuire aux capacités de la société à tirer un bénéfice de l'exploitation minière.

Concentration des actionnaires: Plusieurs fonds Lundin ainsi que Newcrest détiennent plus de 50% des actions en circulation et contrôlent effectivement la société, ce qui empêchera d'autres investisseurs d'influencer l'orientation stratégique de la société et pourrait nuire à la liquidité du titre.

LUN

Prix des matières premières: La valorisation de Lundin est principalement tributaire des prix à long terme du cuivre, du zinc et du nickel. Ces prix sont affectés par plusieurs facteurs externes échappant au contrôle de la société, dont les taux d'intérêt, l'inflation et les caractéristiques fondamentales de l'offre et de la demande.

Risque de change: Deux des exploitations de Lundin sont actuellement basées en Europe où les revenus sont générés par les prix des matières premières (principalement en USD) avec des coûts en grande partie engagés en euros et en couronnes suédoises. De plus, l'exploitation principale de la société, Candelaria, est située au Chili, ce qui expose la société à la volatilité de ses résultats due aux fluctuations des taux de change.

Risque lié au développement: La capacité de Lundin de réaliser ses projets d'expansion dans chacune de ses exploitations est assujettie à des incertitudes concernant la réalisation des initiatives d'optimisation, l'obtention/le maintien des permis des gouvernements locaux, la conversion réussie des ressources et l'obtention du financement nécessaire.

MFI

Tendances de la consommation: Maple Leaf Foods évolue dans un secteur concurrentiel ayant des barrières à l'entrée limitées. L'incapacité de s'adapter adéquatement aux tendances du marché en produisant des produits innovateurs qui anticipent les changements de goûts et d'habitudes alimentaires des consommateurs et y répondent pourrait nuire à la performance financière l'entreprise.

Volatilité des matières premières: Maple Leaf Foods utilise des coupes précises de porc (flanc, jambon et parures) comme intrants. Le marché du porc connaît régulièrement des périodes de déséquilibre de l'offre et de la demande et est sensible aux changements de capacité de transformation de l'industrie.

Taux de change: La rentabilité peut être affectée par les fluctuations du change.

NGEX

Risques liés aux produits de base, aux taux d'intérêt et aux taux de change: Comme toutes les sociétés d'exploitation minière et d'exploration, NGEx est exposée à la nature cyclique de cette activité et soumise aux fluctuations des prix des métaux, des taux d'intérêt et des taux de change.

Risque de financement: Il existe un risque pour notre valorisation si les conditions de financement sont moins attrayantes que nous le prévoyons, ce qui pourrait entraîner une plus grande dilution pour les actionnaires ou des contraintes de service de la dette plus onéreuses.

Obtention des permis: Rien ne garantit que la société recevra tous les permis nécessaires au processus pour atteindre l'entrée en production.

Coûts variables: NGEx est exposée aux fluctuations des coûts des intrants tels que la main-d'œuvre, le carburant, les produits consommables et l'électricité. Toute hausse de ces variables pourrait se répercuter négativement sur les coûts d'exploitation et le coût du capital des projets de mise en valeur de la société.

POU

Risques liés aux prix des matières premières: Les fluctuations des prix des matières premières dans le monde et à l'échelon local, en plus des variations des taux de change, peuvent avoir des répercussions négatives importantes sur l'exploitation, la situation financière et la valeur des réserves de la société. Une baisse des cours des matières premières représente le risque direct le plus important pour le chiffre d'affaires, les flux de trésorerie et le bénéfice de la société.

Risque d'exploitation: La mise en valeur des ressources pétrolières et gazières implique un niveau élevé de risques, que la société gère grâce à son expérience, son savoir-faire et son évaluation prudente. Il n'y a aucune garantie que les dépenses engagées au titre de l'exploration et de la mise en valeur entraîneront de nouvelles découvertes ni déboucheront sur une production commerciale de pétrole et de gaz. En outre, la production existante et les activités de traitement peuvent être menacées par des événements imprévisibles propres à nuire à la production et aux flux de trésorerie.

De plus, des contrôles et des réglementations peuvent être imposés et modifiés à tous les échelons de gouvernement, avec des répercussions graves et immédiates pour les sociétés dans certains cas.

Installations de collecte et de traitement et réseaux pipeliniers: Le manque de capacités et les contraintes liées aux installations de collecte et de traitement, aux réseaux pipeliniers et, dans certaines circonstances, au transport ferroviaire, pourraient nuire à la capacité de la société de produire et de vendre son pétrole et son gaz naturel.

POW

Un accroissement de la décote par rapport à la VAN: Pour le moment, nous pensons que les risques d'une hausse de la décote par rapport à la valeur de l'actif net (VAN) de Power Corp. sont équilibrés. Cependant, s'il fallait au marché une décote plus importante pour tenir compte des risques perçus ou réels, le cours de l'action de POW ou des sociétés qu'elle exploite pourrait se retrouver sous pression sans un changement important des activités sous-jacentes.

Risque de concentration: Power Corp., qui se concentre de nouveau sur les services financiers, réduit la diversification de ses activités. Notre avis sur la stratégie et les perspectives de POW est positif, mais cette concentration sur les services financiers pourrait entraîner une volatilité accrue liée à des facteurs macroéconomiques, aux changements dans la réglementation et aux marchés de la concurrence en général (en particulier au Canada). Le risque de concentration se répercute aussi sur la participation importante de Power Corp. dans Great-West Lifeco Inc. (65% de la valeur de l'actif brut de POW).

Participation de contrôle (structure de capital-actions à droit de vote multiple): Power Corp. est une société à structure de capital-actions à droit de vote multiple, où les actions privilégiées sont assorties de dix droits de vote, contre un pour les actions subordonnées à droit de vote. La Fiducie familiale résiduaire Desmarais détient l'ensemble des actions privilégiées et 8% des actions subordonnées donnant droit de vote, en plus de plusieurs participations détenues par des membres de la famille. De ce fait, la famille Desmarais conserve le contrôle de la majorité des actions de Power Corporation, ce qui laisse peu de recours aux investisseurs minoritaires dans l'éventualité peu probable où Power Corp. modifierait sa stratégie en leur défaveur.

QBR.B

Conjoncture économique et contexte réglementaire: Bien qu'on s'attende à ce que la demande de services sans fil et de câblodistribution se maintienne bien pendant les cycles économiques, les consommateurs et les entreprises peuvent chercher à rationaliser les services ou rechercher des options moins coûteuses. Le Québec reste au centre de l'attention puisque la société y a une forte concentration. Le paysage réglementaire n'est pas libre de tous risques, car le gouvernement canadien cherche à aider les revendeurs grossistes ainsi que les nouveaux entrants et à réduire les prix dans les secteurs du sans-fil et de la transmission large bande.

Concurrence: Bell continue de déployer la fibre optique pour être plus compétitive dans le secteur sur-fil où elle a réussi à prendre des parts de marché. En réaction, Vidéotron fait la promotion de sa force dans la transmission large bande, de son offre de télévision IP et cherche à mieux grouper les produits avec le sans-fil.

Changement technologique: La substitution du sans-fil a conduit à une diminution lourde des abonnés à la téléphonie. Les annulations ou les réductions d'abonnements au service filaire sont un sujet de préoccupation croissante au Canada et pourraient s'intensifier à mesure que la démographie change.

SAP

Réglementation: Saputo est exposée à des risques réglementaires liés aux produits laitiers dans les différentes régions où elle opère.

Prix des matières premières: La rentabilité peut être affectée par les prix des produits laitiers (lait, fromage, lactosérum, beurre, etc.) dans différentes régions.

Intégration des acquisitions: Compte tenu de sa stratégie d'acquisitions, la rentabilité de SAP peut être affectée par sa capacité à intégrer les sociétés acquises et à réaliser les gains de synergie attendus.

Taux de change: La rentabilité pourrait pâtir des fluctuations des taux de change.

SIS

Risque de concentration: SIS est très dépendante de ses principaux distributeurs ainsi que de ses grands clients, ce qui représente un risque de concentration.

Risque lié aux produits: Les garanties et les responsabilités liées aux produits sont des risques inhérents de la majorité des gammes de produits de Savaria.

Risque lié à l'exécution: Les acquisitions sont une partie importante de la stratégie de Savaria et, par conséquent, l'échec des opérations envisagées ou les difficultés d'intégration sont des risques inhérents.

SHOP

VBM et sensibilité à la conjoncture macroéconomique: Le chiffre d'affaires de Shopify est de plus en plus lié à la valeur brute des marchandises (VBM) et à la dynamique de transaction des commerçants, qui pourraient souffrir d'un affaiblissement de la demande des consommateurs, d'un ralentissement de la croissance du commerce électronique, de tensions inflationnistes ou d'une faiblesse macroéconomique plus générale.

Concurrence: Shopify pourrait subir des pressions accrues de la part de plateformes entrée de gamme à bas prix et de grands fournisseurs de logiciels d'entreprise, ce qui pourrait entraîner une perte de clients, un ralentissement des ajouts de nouveaux commerçants, une hausse des coûts d'acquisition de clients et des pressions sur les prix et les taux de souscription.

Exécution: La poursuite de la croissance de Shopify repose sur une innovation réussie en matière de produits, une expansion internationale, le développement d'un écosystème de partenaires et une répartition rigoureuse du capital. Des acquisitions ou des investissements stratégiques pourraient être réalisés à des valorisations défavorables ou ne pas porter les fruits escomptés, voire engendrer des difficultés en termes d'intégration et d'exécution.

TRI

Économie et taux de change: Les outils de productivité de l'entreprise améliorent l'efficacité de ses clients des secteurs public et privé, mais un ralentissement économique peut engendrer des difficultés pour ceux-ci, qui pourraient être contraints de réduire leurs dépenses. La monnaie fonctionnelle est le dollar américain, si bien qu'il faut surveiller les fluctuations des taux de change pour les ventes réalisées hors des États-Unis et pour les actions cotées au S&P/TSX.

Changements politiques/de régime: Les implications des changements juridiques, comptables et réglementaires pouvant émaner de différentes administrations gouvernementales peuvent représenter des opportunités pour Thomson Reuters, mais il convient également de surveiller leur impact potentiel sur la demande des clients.

Dynamique concurrentielle et IA: Il a toujours été important de surveiller les niveaux d'emploi dans les cabinets d'avocats et les services de comptabilité, mais il est désormais aussi nécessaire de faire preuve d'une plus grande vigilance à l'égard des jeunes pousses spécialisées dans l'IA et de la mesure dans laquelle elles parviennent à s'implanter sur le marché et à engager des échanges avec les clients de Thomson Reuters.

TCL.A

Dynamique du secteur: Le principal risque auquel est exposée TCL est l'évolution des pressions lourdes sur les secteurs de l'impression et de l'édition, avec des changements importants qui se produisent dans tout le domaine du marketing tandis que les options numériques sont à l'étude.

Risque lié à l'exécution: Alors que la société se départit de son segment Emballages, il reste à savoir comment elle cherchera à faire croître ses activités d'impression et d'édition de livres éducatifs au moyen de F-A, mais aussi en développant ces unités.

Changements des réglementations relatives à l'environnement: Les changements aux règles et directives qui touchent au traitement et au recyclage des déchets plastiques peuvent représenter une menace non négligeable pour différents secteurs des activités, où des activités coûteuses devront être engagées afin de se conformer à ces réglementations, sans quoi des pertes structurelles plus permanentes pourraient être essuyées.

WPK

Conditions économiques et pression sur les prix: L'industrie de l'alimentaire et des boissons résiste largement aux ralentissements économiques en ce qui concerne les volumes, mais les prix peuvent constituer un point de pression. Comme les dépenses de consommation diminuent généralement en période de récession, les prix des produits alimentaires et des boissons ont également tendance à baisser. Une période de déflation peut entraîner une tendance dans ce sens, qui renforcerait la pression à la baisse sur les prix pour les clients de WPK. Ceux-ci pourraient se montrer plus réticents à accepter des hausses de prix et pourraient même chercher à renégocier les prix à la baisse pour compenser cette dynamique. Bien que les prix des produits de base soient indexés pour une grande partie des activités de WPK (plus de 75%), la société pourrait rester compétitive en matière de prix grâce à sa marge de rentabilité supérieure à la moyenne et gagner ainsi des parts de marché en période de ralentissement, les concurrents étant moins susceptibles d'accommoder leurs clients tout en restant rentables.

Concentration de la clientèle: Les 15 principaux clients de Wipak représentaient 38% du chiffre d'affaires en 2023, son plus important client comptant pour environ 9%. La société élargit sa clientèle en investissant dans sa croissance dans le secteur des soins de santé et d'autres marchés de niche. Néanmoins, les clients du marché de l'alimentaire et des boissons ont tendance à être fidèles en raison de la certification rigoureuse et du contrôle de la qualité nécessaires pour assurer l'homologation de leurs emballages. WPK entretient des relations de longue date avec ses clients, car elle répond à leurs diverses exigences et spécifications en faisant preuve d'une grande constance.

Coûts des produits de base: Les produits de base de WPK sont essentiellement des polymères thermoplastiques utilisés pour produire des films et des plaques et, dans une moindre mesure, des films, du papier et des feuilles. Ces polymères sont produits à partir de pétrole ou de gaz naturel et, à ce titre, leur prix est influencé par les fluctuations des prix des produits de base sous-jacents. En outre, les polymères sont eux-mêmes des produits de base et sont également soumis aux fluctuations de l'offre et de la demande. WPK gère ce risque en adaptant son important volume de production et grâce à son accord informel d'achat conjoint avec Wipak, afin de bénéficier d'économies d'échelle, car elle achète ces produits de base en grandes quantités et à des prix compétitifs auprès de plusieurs fournisseurs mondiaux (notamment en Amérique du Nord). Notons que les revenus d'environ 87% des produits d'emballage rigides, 83% des produits d'opercule souples et 76% des produits d'emballage souples bénéficient d'une protection assurée par des accords d'indexation des prix.

INFORMATIONS RÉGLEMENTAIRES COMPLÉMENTAIRES RELIÉES À LA SOCIÉTÉ

ATCO Ltd. 2, 3, 4, 6, 7

Alimentation Couche-Tard Inc. 9

Aritzia Inc.

BRP Inc. 8, 407

Bombardier Inc.

CCL Industries Inc.

CGI Inc.
Canadian Tire Corporation, Limited
Canadian Utilities Limited
Cogeco Communications Inc. 1002
Colliers International Group Inc.
Empire Company Ltd.
Fairfax Financial Holdings Ltd.
GFL Environmental Inc.
Great-West Lifeco Inc.
IGM Financial Inc. 10
International Petroleum Corporation
Loblaw Companies Limited
Lundin Gold Inc.
Lundin Mining Corporation 432
Maple Leaf Foods Inc.
NGEx Minerals Ltd.
Paramount Resources Ltd.
Power Corporation of Canada
Quebecor Inc.
Rogers Communications Inc.
Saputo Inc. 13, 14, 1007
Savaria Corporation 436
Shopify Inc.
Teck Resources Limited
Thomson Reuters Corporation
Transcontinental Inc.
Winkpak Ltd.

LÉGENDE DES INFORMATIONS RÉGLEMENTAIRES RELIÉES À LA SOCIÉTÉ:

- 2.FBN a fourni des services bancaires d'investissement à cet émetteur au cours de 12 derniers mois.
 - 3.FBN ou un membre de son groupe a géré ou cogéré une offre publique de valeurs mobilières liée à cet émetteur au cours des 12 derniers mois.
 - 4.FBN ou un membre de son groupe a reçu une rémunération pour des services bancaires d'investissement de la part de cet émetteur au cours des 12 derniers mois.
 - 5.L'analyste de recherche en charge du rapport a reçu une rémunération au cours des 12 derniers mois, basée sur les revenus de banque d'investissement de FBN.
 - 6.FBN ou un membre de son groupe entretient ces 12 derniers mois une relation basée sur des services autres que de banque d'investissement.
 - 7.L'émetteur est ou était un client de FBN ou d'un membre de son groupe au cours des 12 derniers mois.
 - 8.FBN ou les membres de son groupe s'attendent à recevoir ou comptent demander une rémunération pour des services bancaires d'investissement à cet émetteur au cours des 3 prochains mois.
 - 9.À la fin du mois précédant la date de publication du présent rapport de recherche (ou à la fin du deuxième mois le plus récent si la date de publication du rapport est inférieure à 10 jours après la fin du mois précédent), FBN ou les membres de son groupe sont les propriétaires véritables d'au moins 1% de toute catégorie de titres de participation ordinaires de cet émetteur.
 - 10.FBN est teneur de marché pour les titres de cet émetteur au moment de la publication du présent rapport.
 - 11.Un associé, un administrateur, un dirigeant de FBN ou l'analyste de recherche ayant participé à la préparation du présent rapport a fourni au cours des 12 derniers mois des services à cet émetteur moyennant une rémunération autres que des services fournis dans le cadre normal de prestations de conseils en placement ou d'exécution de transactions.
 - 12.Un analyste de recherche, son associé ou toute personne ayant participé directement à l'élaboration du présent rapport détient ou vend à découvert, directement ou indirectement, des titres de l'émetteur.
 - 13.[NOM] est un associé, administrateur, dirigeant, employé ou mandataire de FBN et est un associé, dirigeant, administrateur ou employé de, ou offre des services en qualité de conseiller à [la SOCIÉTÉ].
 - 14.L'analyste de recherche ou une personne associée à FBN ayant la capacité d'influencer le contenu d'un rapport de recherche connaît ou a des raisons de connaître tout autre conflit d'intérêts important au moment de la publication ou de la distribution du présent rapport.
 - 15.Une version préliminaire expurgée du présent rapport a été soumise à l'émetteur à des fins de vérification, et des modifications peuvent avoir été apportées au rapport avant sa publication
- 1002 Un membre du conseil d'administration de la Banque Nationale du Canada est aussi membre du conseil d'administration ou est un dirigeant de Cogeco : Patricia Curadeau-Grou.
- 407 Un analyste de BNMC a visité le site de BRP à Valcourt, Québec, les 8 et 9 octobre 2025. Ses frais ont été en partie couverts par l'émetteur.
- 432 Un analyste de BNMC a visité le projet Vicuña de Lundin Mining en Argentine/Chili et la mine Caserones dans la région d'Atacama au Chili les 10 et 11 mars 2026. Ses frais ont été en partie couverts par l'émetteur.
- 1007 Un membre du conseil d'administration de la Banque Nationale du Canada est aussi membre du conseil d'administration ou est un dirigeant de Saputo : Karen Kinsley.
- 436 Un analyste de BNMC a visité l'usine Brampton de Savaria Corporation à Brampton (Ontario) le 14 avril 2026. Ses frais ont été en partie couverts par l'émetteur.

Répartition des cotes

	Rendement supérieur	Rendement moyen	Rendement inférieur
Répartition des cotes de l'univers couvert	70%	27%	0%
% des cotes avec une relation de banque d'investissement	77%	76%	100%

INFORMATION À FOURNIR

INFORMATION À COMMUNIQUER

GÉNÉRALITÉS : Le présent rapport a été élaboré par Financière Banque Nationale inc. (FBN), courtier en valeurs mobilières canadien, courtier membre de l'Organisme canadien de réglementation des investissements (OCRI) 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 dans les présentes ont été obtenus de sources que nous croyons fiables, mais ils ne sont pas garantis et ils peuvent être incomplets et changer sans préavis. Les renseignements sont à jour à la date indiquée dans le présent document. Ni l'auteur ni FBN n'assument aucune obligation, quelle qu'elle soit, de mettre ces renseignements à jour ou de communiquer tout fait nouveau concernant les sujets ou les titres évoqués. Les opinions exprimées 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 dans les 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'éviter 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 ou de la part de vos conseillers, au besoin, pour motiver une décision de placement.

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. Ni le rendement passé ni les prévisions ne sont un indicateur fiable du rendement futur. Si un placement est libellé en devises, les variations de change peuvent avoir un effet défavorable sur la valeur du placement. Il peut s'avérer difficile de vendre ou de réaliser des placements non liquides, ainsi que d'obtenir de l'information fiable concernant leur valeur ou l'étendue des risques auxquels ils sont exposés. Certaines opérations, notamment celles qui concernent les contrats à terme, les swaps et d'autres produits dérivés, soulèvent un risque sérieux et ne conviennent pas à tous les investisseurs.

FBN ne fait aucune déclaration quant à l'adéquation de la caractérisation des investissements à des fins juridiques, réglementaires ou fiscales, ni quant à la capacité d'un investisseur en particulier d'investir dans ou de négocier les placements dans le contexte des restrictions juridiques applicables. Des différences entre les régimes juridiques et de réglementation des différents territoires peuvent avoir une incidence importante sur les risques juridiques et réglementaires affectant le secteur des placements et/ou l'investissement. Il vous appartient d'évaluer ces différences et les risques associés.

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.

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, mandataires, prêteurs, placeurs pour compte ou preneurs fermes ou prestataires de services de négociation connexes pour certains émetteurs mentionnés dans les présentes et peuvent recevoir une rémunération pour ces services.

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 des lois 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.

Le rapport ne doit être distribué qu'aux contreparties admissibles (Eligible Counterparties) et clients professionnels (Professional Clients) au Royaume-Uni au sens des règles de la Financial Conduct Authority (FCA). Les placements évoqués 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 FCA). Les clients du secteur détail ne devraient pas agir en fonction des renseignements contenus dans le présent rapport ou s'y fier.

Tel qu'exigé par la FCA, nous avons en place une politique pour cerner et gérer les conflits d'intérêts qui peuvent surgir dans la production de travaux de recherche non indépendants comme ceux contenus et distribués dans le présent rapport.

En ce qui concerne la distribution de ce rapport à des résidents du Royaume-Uni, FBN a approuvé le contenu du présent rapport (notamment pour l'application, au besoin, du paragraphe 21(1) de la loi intitulée Financial Services and Markets Act 2000). FBN est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority en vertu de l'inscription FC009503 et a son siège social au 70 St. Mary Axe, London, EC3A 8BE.

RÉSIDENTS DES ÉTATS-UNIS : En ce qui concerne la distribution du présent rapport aux États-Unis d'Amérique (les « États-Unis »), National Bank of Canada Financial Inc. (NBCFI) est inscrite auprès de la Securities and Exchange Commission (SEC) en qualité de courtier et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et 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. NatWealth Management (USA) Inc. (NatWealth) est un conseiller en placement inscrit auprès de la SEC.

Ce rapport a été préparé en totalité ou en partie par des analystes de recherche employés par des affiliés non américains de NBCFI qui ne sont pas des courtiers ou des conseillers en placement inscrits aux États-Unis. Ces analystes de recherche non américains 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 ni d'aucune 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. FBN est un membre affilié participant (Participating Affiliate) de NatWealth, et par conséquent tout analyste de recherche qui assure la prestation de services constituant une intervention en qualité de conseiller en placement en vertu de la loi et de la réglementation américaines est réputé être une personne ayant un lien avec NatWealth dans le cadre du régime de membre affilié participant établi par les lettres de non-intervention du personnel de la SEC (SEC Staff no-action letters).

Si vous effectuez des paiements en espèces distincts pour les services de recherche de FBN, ces services, y compris ce rapport, vous sont offerts par NatWealth en vertu de la loi intitulée U.S. Investment Advisers Act of 1940 (la loi sur les conseillers en placement). Si vous n'effectuez pas de paiements en espèces distincts pour les services de recherche de FBN, ces services, y compris ce rapport, vous sont offerts par l'intermédiation de NBCFI en vertu de la règle 15a-6, et ne sont pas assujettis à la loi sur les conseillers en placement.

Comme les opinions des analystes de recherche peuvent différer, des membres du Groupe FBN peuvent avoir publié ou pourraient publier à l'avenir des rapports qui ne concordent pas avec ce rapport-ci ou qui parviennent à des conclusions différentes de celles de ce rapport-ci. Pour tout renseignement supplémentaire concernant ce rapport, les résidents des États-Unis devraient s'adresser à leur représentant inscrit de NBCFI ou à une personne ayant un lien avec NatWealth, selon le cas.

RÉSIDENTS DE HONG KONG : En ce qui concerne la diffusion de ce rapport 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 SCF ni n'est inscrite auprès de la SFC. Par conséquent, ces entités et leurs employés ne sont pas autorisés à ni n'ont l'intention de : (i) se livrer à une activité réglementée à Hong Kong; (ii) se présenter comme s'ils se livraient à une activité réglementée à Hong Kong; (iii) ni commercialiser activement leurs services auprès du public de Hong Kong.

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 ses services d'investissement dans l'ensemble de l'UE/EEE au titre de la libre prestation de services et a son siège social au 8 avenue Percier, 75008 Paris, France. BNC Marchés financiers, filiale de la Banque Nationale du Canada, est une marque de commerce utilisée par NBC Paris S.A.

FBN n'est pas agréée pour la fourniture de services d'investissement au sein de l'UE/EEE.

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 FBN.

ANALYSTES DE RECHERCHE : Toutes les opinions exprimées dans ce rapport de recherche reflètent fidèlement les opinions 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 opinions particulières qu'ils ont exprimées 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.

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, et 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.

Notations et leur signification : **NOTATION PRIMAIRE DES TITRES** : FBN dispose d'un système de notation à trois niveaux qui concerne l'ensemble des titres suivis par l'analyste en question. Voici une brève description de chacun de ces niveaux : Rendement supérieur – Le titre devrait dégager un rendement supérieur au rendement global de l'ensemble des titres suivis par l'analyste au cours des douze mois; Rendement moyen – Le titre devrait dégager un rendement semblable à celui des titres du même secteur d'activité au cours des douze mois qui suivent; Rendement inférieur – Le titre devrait dégager un rendement inférieur au rendement des titres suivis du même secteur d'activité au cours des douze mois qui suivent. **NOTATION SECONDAIRE DES TITRES** : En révision – Notre analyste a retiré sa notation en raison du manque d'information et il demeure en attente de plus amples renseignements et/ou de précisions; Accepter l'offre – Notre analyste recommande aux investisseurs de déposer leurs titres en réponse à une offre précise visant la société; Restriction – En raison d'opérations bancaires d'investissement en cours ou d'autres circonstances, la politique et/ou les règlements de FBN ou la législation interdisent à notre analyste de procéder à la notation des titres d'une société. **NOTATION DU SECTEUR** : FBN dispose d'un système de pondération des secteurs qui reflète l'opinion de notre Groupe Économie et Stratégie, qui se fonde sur sa stratégie de répartition sectorielle. Le système à trois niveaux note les secteurs industriels de la façon suivante : Surpondérer, Équ pondérer et Sous-pondérer, selon le rendement projeté du secteur par rapport aux moyennes des marchés plus vastes au cours des douze mois qui suivent. **NOTATION DU RISQUE** : À partir du 30 juin 2020, la Financière Banque Nationale a éliminé ses appréciations Inférieur à la moyenne, Moyen et Supérieur à la moyenne. Nous continuons d'utiliser la notation Spéculatif qui reflète un risque financier et/ou opérationnel élevé.

POLITIQUE DE DIFFUSION : [Veuillez cliquer sur ce lien pour accéder à la Politique de diffusion des études financières de FBN.](#)

Nos bureaux



Montréal

Édifice Sun Life
1155, rue Metcalfe, 4^e étage
Montréal (Québec)
H3B 4S9
514 879-2222



Toronto

The Exchange Tower
130 King St. W., 4^e étage – Podium
Toronto (Ontario)
M5X 1J9
416 869-3707



Vancouver

Park Place
475 Howe Street
Vancouver (Colombie-Britannique)
V6C 2B3
604 623-6777



Calgary

Banker's Court
850 – 2 Street SW, Suites 1000 and 1100
Calgary (Alberta)
T2P 1B7
403 513-8400



New York*

National Bank of Canada Financial Inc.
65 East 55th Street, 8th Floor
New York (New York)
10022 États-Unis
212 632-8500



Londres**

National Bank Financial Inc.
70 St. Mary Axe
Londres, Angleterre
EC3A 8BE



Dublin

NBC Global Finance Limited
5th floor, Bloc 2
Fibonacci Place, Merrion Road
Dublin 4, Irlande
D04 X5A0



Dubaï

Floor 8, Gate Village Building 10
DIFC, Dubaï
Émirats arabes unis



Paris

25, rue Chateaubriand
75008
Paris, France



Hong Kong

NBC Financial Markets Asia
Suite 1913-16
19/F Two International Finance Centre
8 Finance Street, Central
Hong Kong



Shanghai

Unit 2209, Office Tower 1, Plaza 66
No. 1266 West Nanjing Road
Shanghai, Chine



Hong Kong

Suite 1913-16
19/F Two International Finance Centre
8 Finance Street, Central
Hong Kong

* Financière Banque Nationale du Canada inc. est inscrite auprès de la Securities and Exchange Commission (SEC), de la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA – disponible en anglais seulement s'ouvre dans un nouvel onglet) – CRD #22698, et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC). Financière Banque Nationale du Canada inc. exerce ses activités conformément à l'article 15a-6 de la *Securities Exchange Act of 1934* par l'intermédiaire d'ententes avec ses sociétés affiliées, soit Financière Banque Nationale inc. et Banque Nationale du Canada.

** Agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority. Financière Banque Nationale inc. n'est pas autorisée par la Prudential Regulatory Authority et la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts sur le territoire du Royaume-Uni.

MD BANQUE NATIONALE DU CANADA MARCHÉS DES CAPITAUX et le logo BANQUE NATIONALE DU CANADA MARCHÉS DES CAPITAUX sont des marques déposées de la Banque Nationale du Canada.

© Banque Nationale du Canada, 2026. Tous droits réservés. Toute reproduction totale ou partielle est strictement interdite sans l'autorisation préalable écrite de la Banque Nationale du Canada.