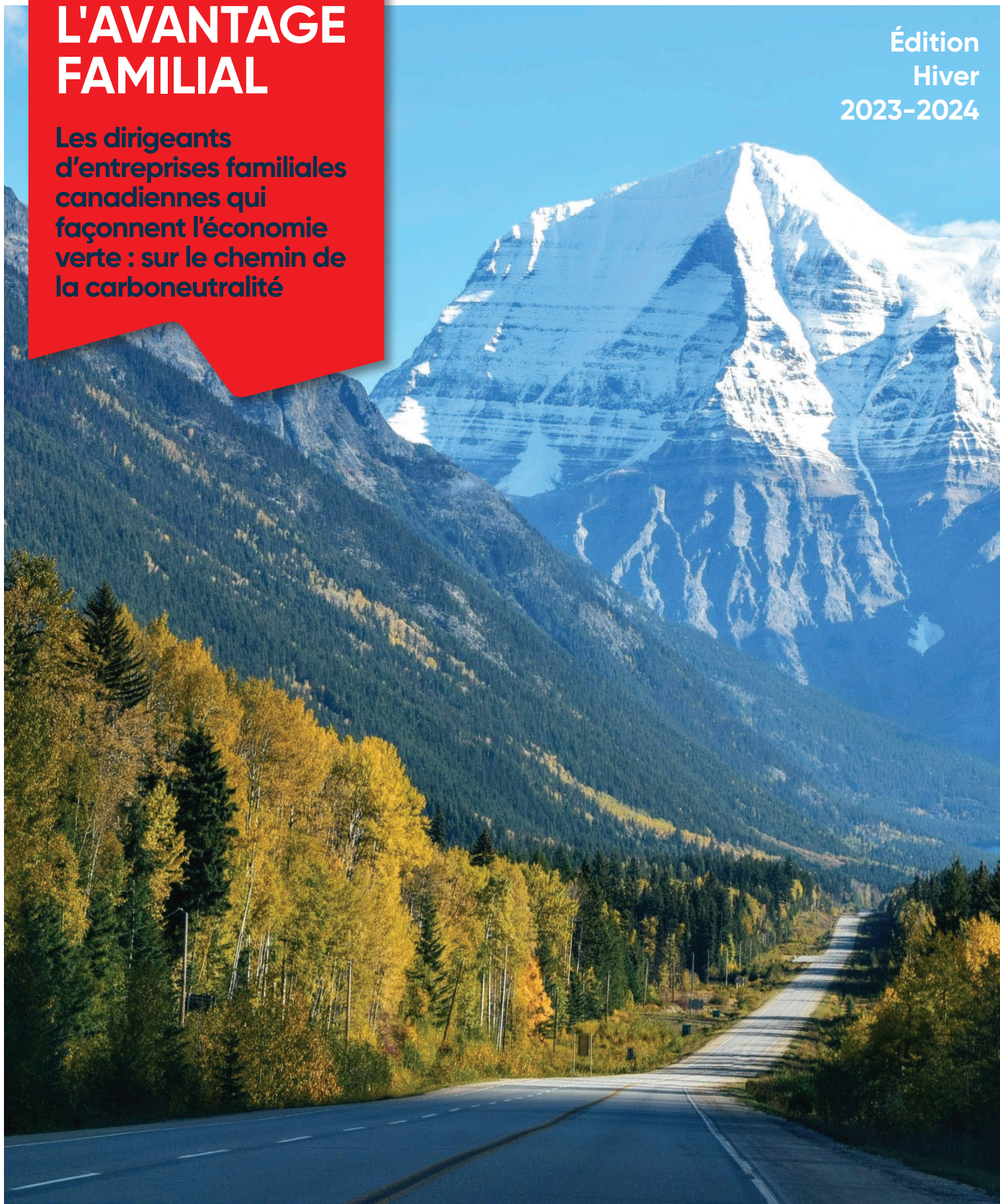


# L'AVANTAGE FAMILIAL

Les dirigeants  
d'entreprises familiales  
canadiennes qui  
façonnent l'économie  
verte : sur le chemin de  
la carboneutralité

Édition  
Hiver  
2023-2024





# L'AVANTAGE FAMILIAL

**Les dirigeants  
d'entreprises familiales  
canadiennes qui  
façonnent l'économie  
verte : sur le chemin de  
la carboneutralité**

## Banque Nationale du Canada

### Auteurs et coordonnateurs du rapport :

**Vincent Joli-Coeur**

*Vice-président du conseil, Marchés financiers*

**Philippe Lefebvre Duquette**

*Vice-président, Marchés financiers*

### Collaborateurs :

**Nicolas Patard**

*Directeur général et chef, Produits financiers*

### Graphisme :

**Giuseppe Saltarelli**

*Infographe, Économie et Stratégie*

### Comité de l'Indice BNC des entreprises familiales :

**Nizar Araji**

*Vice-président et chef mondial, Conformité*

**Louis Arcand**

*Conseiller juridique sénior, Transactions spécialisées et produits*

**Tanya Bouchard**

*Directrice générale, analyste de la supervision, Recherche - Actions*

**Me Jean-Pierre Chamberland**

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

**Greg Colman**

*Directeur général et chef, Recherche - Actions*

**Linda Ma, CFA**

*Vice-présidente, Recherche - FNB et produits financiers*

**Tiffany Zhang**

*Vice-présidente, Recherche - Actions - Recherche et stratégie FNB*

## Collaboration académique

**Professeur Karl Moore**

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

## Chefs d'entreprises présentés

**Olivier Desmarais**

*Président du conseil et chef de la direction, Power Sustainable*

**Lino A. Saputo**

*Président du conseil d'administration, président et chef de la direction, Saputo inc*

**Nancy C. Southern**

*Présidente du conseil et cheffe de la direction d'ATCO Ltd. et Canadian Utilities Limited*

### Page couverture

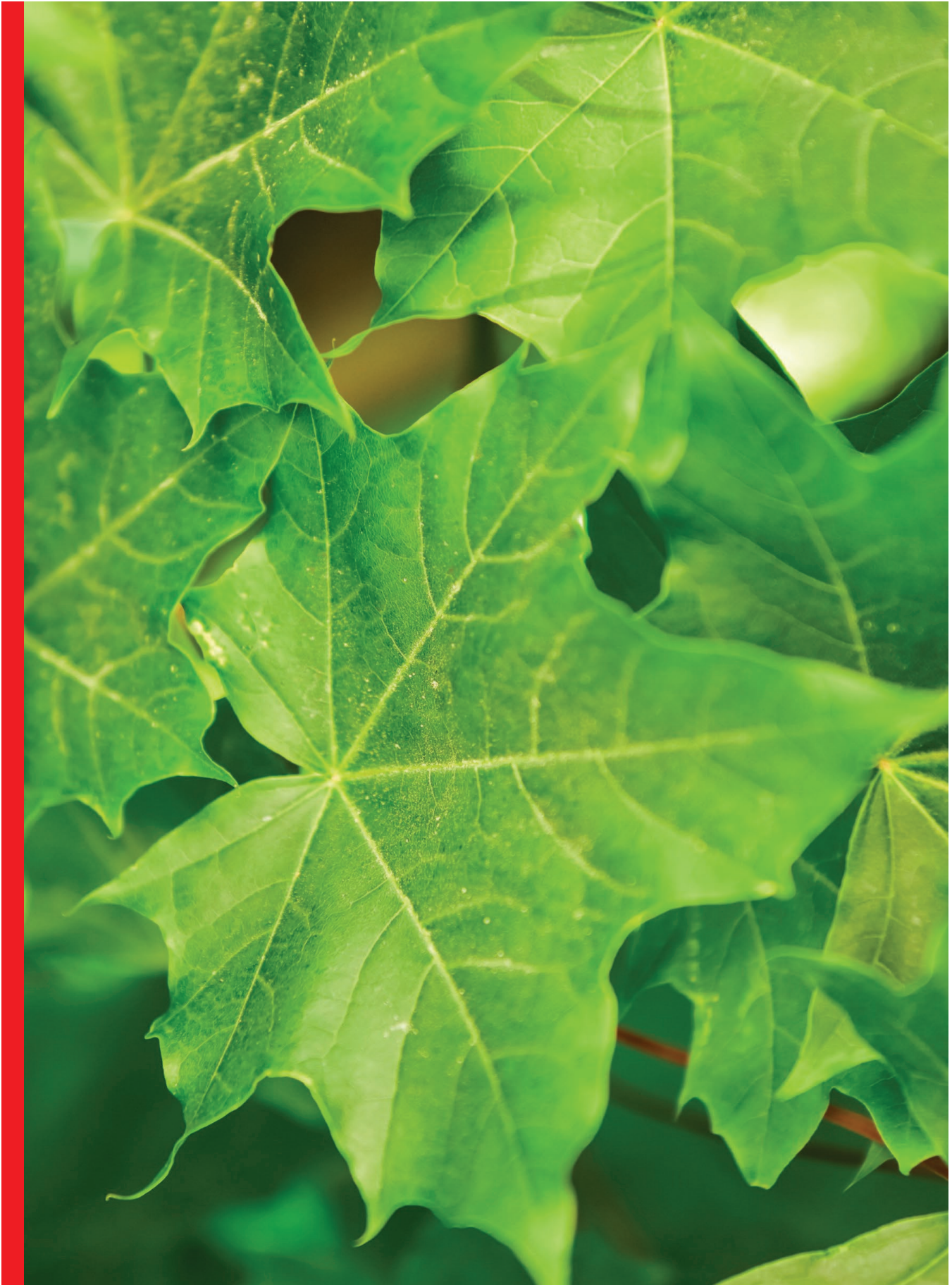
*Parc provincial du Mont Robson en Colombie-Britannique, Canada (photo : Unsplash)*

# Table des matières



Toronto, Ontario (photo : Unsplash)

Avant-propos .....	7
<b>1. Introduction .....</b>	<b>11</b>
<b>2. Le rendement supérieur de l'Indice BNC des entreprises familiales .....</b>	<b>15</b>
Règles de sélection de l'Indice .....	15
Définition d'une entreprise contrôlée par une famille .....	15
Sociétés contrôlées au Canada : les garde-fous d'une saine gouvernance .....	15
Critères quantitatifs de sélection additionnels .....	18
Maintien du rendement supérieur à long terme .....	22
Pondérations et répartitions .....	23
<b>3. Entretiens avec des dirigeants d'entreprises familiales canadiennes .....</b>	<b>27</b>
ATCO / Canadian Utilities : Nancy C. Southern .....	27
Saputo : Lino A. Saputo .....	39
Power Sustainable : Olivier Desmarais .....	53
<b>4. Perspectives : sur le chemin de la carboneutralité avec     le ministre de l'Environnement et du Changement climatique du Canada .....</b>	<b>63</b>
<b>Annexe - Recherche sur les titres membres de l'Indice BNC des entreprises familiales .....</b>	<b>69</b>



(Photo : Unsplash)

# Avant-propos



**Vincent Joli-Coeur**  
Vice-président du conseil,  
Marchés financiers  
Banque Nationale du Canada

Les 43 sociétés canadiennes faisant actuellement partie de l'Indice BNC des entreprises familiales (symbole boursier : NBCFAMTR), calculé par S&P Dow Jones Indices, représentent environ le quart de la capitalisation boursière de l'indice composé S&P/TSX, l'indice phare du marché boursier canadien. Ensemble, elles représentent près de 700 milliards de dollars en capitalisation boursière et emploient plus d'un million de personnes. Les entreprises familiales sont une pierre angulaire de l'économie canadienne.

Notre rapport *L'Avantage familial BNC* précédent a mis en lumière des exemples de réussite internationale d'entreprises familiales canadiennes comme Canada Goose, Alimentation Couche-Tard et Lallemant. Notre rapport de 2023 souligne l'orientation à long terme des entreprises canadiennes contrôlées par des familles dans leur cheminement vers un monde carboneutre.

Au cours des 12 derniers mois, nous avons observé des changements importants dans le paysage des entreprises familiales au Canada, y compris une consolidation accrue dans le marché canadien et une évolution de la gouvernance.

## Consolidation accrue dans le marché canadien

La prise de contrôle de Shaw Communications Inc. par Rogers Communications Inc., deux entreprises familiales multigénérationnelles, d'une valeur de 20 milliards de dollars, a de toute évidence été le plus important fait saillant de la dernière année. Le ministre de l'Innovation, des Sciences et de l'Industrie du gouvernement du Canada, François-Philippe Champagne, a confirmé l'approbation de l'entente le 31 mars 2023. Cette approbation a mis fin à une saga de deux ans visant à fusionner deux des plus grandes entreprises de câblodistribution et de télécommunications du Canada. Dans le cadre de la

transaction, Shaw a vendu son entreprise de téléphonie cellulaire Freedom Mobile à Quebecor Inc. pour 2,85 milliards de dollars, une mesure qui a aidé à obtenir l'approbation du gouvernement fédéral puisqu'elle créait une quatrième entreprise nationale de téléphonie cellulaire. Jusqu'à ce que la transaction Rogers-Shaw soit conclue et que les actions de Shaw soient radiées de la Bourse de Toronto le 3 avril 2023, Rogers, Shaw et Quebecor étaient toutes les trois membres de l'Indice BNC des entreprises familiales.

## Évolution de la gouvernance dans les sociétés contrôlées par des familles

Lors des derniers mois, deux des plus grandes sociétés canadiennes contrôlées par des familles au moyen d'une structure d'actions à droit de vote multiple ont volontairement proposé des changements aux clauses crépusculaires affectant cette même structure. Ce modèle évolutif de gouvernance familiale revêtira manifestement une importance stratégique, puisque 25 des 43 membres de l'Indice BNC des entreprises familiales ont des structures d'actions à droit de vote multiple. En mai dernier, Onex Corporation, fondée en 1984 par Gerry Schwartz, pionnier canadien du marché des placements privés en investissement, a confié ses responsabilités de chef de la direction à Bobby Le Blanc, alors Président. Selon le plan approuvé par les actionnaires d'Onex, M. Schwartz, qui est maintenant âgé de 81 ans, abandonnera son contrôle du droit de vote après trois ans. M. Schwartz est le seul détenteur des actions à droit de vote multiple de la société. De même, le conseil d'administration de Teck Resources, l'une des plus grandes sociétés minières diversifiées du Canada, dont la capitalisation boursière s'élève à environ 28 milliards de dollars, a volontairement introduit, sous le contrôle de la famille Keevil, une clause crépusculaire. D'une durée de six ans, cette clause crépusculaire entraînera la dissolution des actions à droit de vote multiple de la société. Précédemment, en décembre 2020, la société de point de vente et de paiement Lightspeed, établie à Montréal, avait converti automatiquement ses actions à droit de vote multiple en actions à droit de vote subalterne.

## Avant-propos (suite)

---

Cette conversion est attribuable à l'application d'une clause crépusculaire fondée sur les événements. Par ailleurs, une clause crépusculaire a également été déclenchée automatiquement chez Alimentation Couche-Tard en décembre 2021 lorsque le plus jeune des quatre fondateurs de l'entreprise, Jacques D'Amours, a atteint l'âge de 65 ans. Depuis, l'entreprise n'a qu'une seule catégorie d'actions.

### Les entreprises familiales sur le chemin de la carboneutralité

À la lumière de ces tendances du marché, toute entreprise contemporaine fait face à un grand défi : créer plus de valeur à long terme avec une moindre empreinte carbone. Une entreprise contrôlée par une famille est particulièrement capable d'adopter une vision à long terme, de penser à l'avenir et de proposer, de concert avec les gouvernements, les organismes de réglementation et la collectivité en général, des solutions créatives pour que le Canada passe d'une économie axée sur les ressources à une superpuissance de l'énergie renouvelable. La Norvège, un pays riche en ressources naturelles qui a une longueur d'avance lorsqu'il est question de passer à une économie verte, pourrait représenter une étude de cas intéressante. Par exemple, 80 % de ses ventes de véhicules neufs sont des véhicules électriques. Alimentation Couche-Tard, membre de l'Indice BNC des entreprises familiales, considère la Norvège comme un laboratoire. Sous sa bannière Circle K, elle exploite un réseau de plus de 1 000 chargeurs de véhicules électriques à travers ses 230 magasins dans la région.

Le chemin vers un monde décarboné exigera des investissements massifs ainsi que cette vision à long terme si importante. De nombreux dirigeants de sociétés familiales phares du Canada sont certainement motivés à faire partie de la solution pour faire passer le Canada à la carboneutralité. Dans le présent rapport, nous nous entretenons avec trois d'entre eux : Nancy C. Southern (ATCO / Canadian Utilities), Lino A. Saputo (Saputo) et Olivier Desmarais (Power Sustainable).



## Avant-propos (suite)



### Dominic Barton

Président du conseil d'administration de Rio Tinto, Ancien membre du Comité consultatif sur la fonction publique et du Conseil consultatif en matière de croissance économique du Canada, Ancien associé directeur mondial de McKinsey & Company, Ancien ambassadeur du Canada en Chine, et Président honoraire émérite du Conseil consultatif des chefs d'entreprise sur l'Asie (ABLAC)

**N**ous vivons dans une des périodes les plus volatiles et certainement dans un moment charnière de l'histoire. Les changements climatiques sont au cœur des nombreuses réorientations en cours. La transition énergétique nécessaire pour atteindre la carboneutralité d'ici 2050, induite par l'impératif des changements climatiques, conduira certainement à la plus importante réaffectation du capital de l'histoire, soit de l'ordre de 3 000 à 4 000 milliards de dollars américains par an pour les 25 prochaines années. Les entreprises existantes devront se transformer et de nombreuses nouvelles entreprises verront le jour.

Mes 35 années d'expérience chez McKinsey, où j'ai conseillé des entreprises du monde entier en matière de stratégie et de rendement, et mon expérience à la tête de conseils consultatifs pour deux gouvernements au Canada et trois en Asie, m'ont permis de constater que les entreprises qui adoptent une mentalité et une perspective à long terme sont les plus prospères. Elles tiennent compte du rendement des actionnaires et des parties prenantes, notamment les employés, l'environnement et la collectivité. Les rendements des actionnaires et des parties prenantes vont de pair et se renforcent mutuellement à long terme. Adam Smith a écrit au sujet de l'importance pour l'entrepreneur de « prendre soin de la société dans laquelle il exerce ses activités » comme élément central d'une entreprise prospère.

Malheureusement, au cours des 50 dernières années, le capitalisme s'est de plus en plus axé sur le court terme et a adopté une vision plus étroite (reposant principalement sur le rendement des actionnaires), s'éloignant de la « mentalité du propriétaire ». J'ai beaucoup écrit à ce sujet dans le *Harvard Business Review*\* et dans plusieurs livres (p. ex., *Reimagining Capitalism*\*\*). À l'inverse, la plupart des entreprises familiales sont au cœur du capitalisme et des activités à long terme, adoptant une vision plus large et une « mentalité de propriétaire ». Heureusement, les entreprises familiales représentent

un pilier de l'économie canadienne, aujourd'hui et historiquement. Par définition, celles-ci pensent en fonction de « générations multiples ». Elles exercent souvent une influence considérable dans l'élaboration de leur vision et de leurs objectifs à long terme et sont le plus souvent efficaces pour protéger leurs gestionnaires contre les pressions à court terme.

Relever les défis liés aux changements climatiques par la réduction du carbone et la protection de la biodiversité est un défi mondial commun qui devrait transcender la géopolitique, bien que ce soit parfois difficile. C'est un domaine où nous devons coopérer à l'échelle mondiale.

Mon expérience en Chine à titre d'Ambassadeur du Canada m'a permis de voir les énormes investissements effectués dans la transition énergétique. Ces investissements se font au niveau des entreprises, où la décarbonation est souvent devenue un élément central des objectifs de rendement à long terme, et du gouvernement, autant national que local (véhicules électriques, développement de l'énergie renouvelable, décarbonation, plus grande biodiversité, etc.).

Chez Rio Tinto, qui est la plus grande société minière au Canada et qui est présente dans 35 pays du monde, nous veillons à respecter un échéancier de 20 à 30 ans relativement à notre stratégie, à nos objectifs et à nos cibles de rendement. Les mesures liées au climat visant à décarboner et à améliorer notre biodiversité dans l'ensemble de notre réseau sont au cœur de nos objectifs de rendement, à court et à long terme, et renforcent les objectifs de nos actionnaires. Nous investissons des milliards de dollars pour réduire notre empreinte carbone en passant à l'énergie renouvelable dans nos activités de base. Nous travaillons avec les fournisseurs et les clients pour décarboner notre chaîne d'approvisionnement et notre chaîne de valeur. Nous investissons des milliards de dollars au Canada, en Australie et aux États-Unis dans ce domaine. De plus, nous essayons d'apprendre de ce que font les entreprises en Chine.

Je pense que nous avons beaucoup à apprendre des entreprises familiales, comme celles en vedette dans le rapport L'avantage familial 2023 de BNC.

Je tiens à remercier l'équipe de la Banque Nationale du Canada d'avoir parrainé cet important travail.

\*<https://hbr.org/2017/05/the-data-where-long-termism-pays-off>  
<https://hbr.org/2017/02/finally-proof-that-managing-for-the-long-term-pays-off>  
<https://hbr.org/2011/03/capitalism-for-the-long-term>

\*\*BARTON, HORVATH, KIPPING, *Re-Imagining Capitalism*, Oxford, 2016.

## Avant-propos (suite)



**Professeur Karl Moore, Ph.D.**  
Professeur agrégé, Faculté de gestion  
Desautels, Université McGill,  
et Chercheur associé, Green Templeton  
College, Université d'Oxford

**M**es étudiants de premier cycle à l'université McGill croient à la quasi-unanimité que le changement climatique est la plus grande préoccupation à laquelle leur génération et le monde sont confrontés. Mais cette préoccupation ne concerne pas uniquement la génération Z. D'autres générations, des baby-boomers comme moi aux milléniaux en passant par la génération X, expriment elles aussi de vives inquiétudes, qui sont aujourd'hui beaucoup plus largement partagées.

Depuis plus de 12 ans, je donne à l'Université McGill un cours intitulé *CEO Insights* à l'intention des étudiants du MBA. Chaque mercredi soir, pendant le semestre d'automne, trois PDG viennent en classe. Parallèlement à l'enseignement de ce cours, j'anime une émission radio hebdomadaire, *CEO Insights*, diffusée à l'échelle nationale sur une chaîne radio du réseau de Bell Media. J'ai donc le privilège de passer une heure avec environ 80 PDG chaque année.

Au cours des dernières années, mes étudiants en MBA ont posé une question récurrente aux PDG : « Que faites-vous pour contribuer aux questions environnementales? » L'environnement est au cœur des préoccupations des PDG de pratiquement toutes les entreprises : les grandes sociétés, mais aussi les entreprises de taille moyenne et même les entreprises en démarrage. Presque toutes les organisations réfléchissent très sérieusement à cette question. Ce phénomène s'explique en partie par le désir de la génération Z et des jeunes milléniaux de donner un sens à leur travail. Il ne s'agit pas seulement de gagner de l'argent, mais aussi de participer à quelque chose de plus grand et de plus significatif.

Il y a quelques semaines, j'ai pris la parole lors d'une conférence sur les entreprises familiales, une rencontre pancanadienne qui attire chaque année plus de 200 membres de différentes familles. Le rôle des G2, G3 et G4 (c'est-à-dire des générations 2, 3 et 4) au fil des décennies, a notamment été abordé. La particularité de ce public est qu'il est composé de personnes issues de six générations différentes : les aînés, les baby-

boomers, la génération X, les milléniaux, la génération Z et la génération Alpha. De jeunes enfants, les Alphas, s'assoient avec leurs grands-parents aînés, qui sont habituellement les fondateurs des entreprises. Comme mentionné dans ce rapport, les entreprises familiales sont plus susceptibles d'adopter une vision à long terme. Lorsque vous voyez des représentants d'entreprises multigénérationnelles dans une salle, vous constatez rapidement cette réalité.

L'une des principales conclusions de la conférence de cette année est que, par le passé, l'environnement était abordé comme un problème critique auquel le monde était confronté. Or, cette année, nous avons remarqué que c'était maintenant également considéré comme une occasion d'affaires majeure. De nombreux intervenants ont fait remarquer que les entreprises ont également un rôle très important à jouer pour aider le monde à développer des solutions visant à réduire notre empreinte carbone et à minimiser l'impact de l'humanité sur la biodiversité.

Les gouvernements ont également un rôle énorme à jouer, tout comme les organisations non gouvernementales (ONG), mais nous considérons que les stratégies à long terme des entreprises seront essentielles pour atteindre l'objectif de carboneutralité fixé par l'ONU pour 2050. J'ai le sentiment que les entreprises familiales, avec leur vision à long terme transmise d'une génération à l'autre, seront des acteurs essentiels à la contribution décisive des entreprises pour l'environnement.

Les conversations que nous avons eues dans le cadre de la préparation de ce rapport ont renforcé ce point de vue. Force est d'admettre, qu'après avoir modéré les entrevues présentées dans ce rapport, j'ai eu un regain d'optimisme par rapport à l'avenir.

# 1. Introduction



(Photo : Power Sustainable)

Le Canada s'est joint à plus de 120 pays, y compris tous les autres pays du G7, pour s'engager à atteindre la carboneutralité d'ici 2050. Pour atteindre la carboneutralité, l'économie canadienne devra n'émettre aucun gaz à effet de serre ou compenser ses émissions, notamment en plantant des arbres ou en utilisant des technologies qui peuvent capter le carbone avant qu'il ne soit rejeté dans l'air. La *Loi canadienne sur la responsabilité en matière de carboneutralité*, entrée en vigueur en juin 2021, consacre dans la *Loi l'engagement du Canada à atteindre la carboneutralité d'ici 2050*. De plus, en s'appuyant sur les mesures du *Plan climatique renforcé du Canada (2020)* et du *Cadre pan-canadien sur la croissance propre et les changements climatiques (2016)*, le *Plan de réduction des émissions pour 2030 (2022)* fournit une feuille de route sur la façon dont le Canada atteindra sa cible améliorée de réduction des émissions de 40 à 45 % par rapport aux niveaux de 2005 d'ici 2030, conformément à l'Accord de Paris. Pour atteindre les cibles de 2030 et de 2050, les entreprises devront faire partie de la solution et prendre des décisions de transformation à long terme qui contribueront au succès du Canada sur le chemin de la carboneutralité.\*

Dans les éditions précédentes de l'Avantage familial de BNC, nous avons mis en évidence, au moyen d'études, de preuves empiriques et d'entrevues avec des dirigeants clés de sociétés familiales canadiennes, que les entreprises familiales bénéficient d'une plus grande capacité de définir des objectifs commerciaux à long terme et d'agir en conséquence. Les entreprises se trouvent à un moment charnière. Elles évoluent à une époque où la croissance des profits à court terme demeure une exigence clé des parties prenantes, tout en faisant face à des défis environnementaux sans précédent qui exigent des solutions à long terme. Pour bon nombre d'entre elles, une prise de conscience grandissante de la nécessité d'adopter des pratiques durables a émergé en raison de l'impératif de s'attaquer aux changements climatiques, de réduire l'empreinte carbone et d'adopter des pratiques écologiques. Pour s'y retrouver dans ce contexte en pleine évolution, les entreprises doivent transcender les stratégies axées sur le profit à court terme et adopter une approche visionnaire. L'établissement d'objectifs à long terme pour atteindre les objectifs environnementaux n'est pas seulement un choix, c'est une étape essentielle vers la prospérité à long terme dans un monde où la durabilité environnementale est devenue un moteur clé de compétitivité économique et de responsabilité des entreprises. Ce rapport tente de faire la lumière sur ces défis structurels contemporains grâce à l'expérience de trois chefs d'entreprises familiales canadiennes clés, Nancy C. Southern, Lino A. Saputo et Olivier Desmarais

\*Veuillez vous référer à la page Web du Gouvernement du Canada « La carboneutralité d'ici 2050 » pour plus de détails : <https://www.canada.ca/fr/services/environnement/meteo/changementsclimatiques/plan-climatique/carboneutralite-2050.html>.

## Répartition géographique des 43 sociétés incluses dans l'Indice BNC des entreprises familiales (Réexamen annuel de juin 2023)<sup>1</sup>

### COLOMBIE-BRITANNIQUE

- Aritzia Inc.
- Canfor Corporation
- Filo Mining Corp.
- International Petroleum Corp.
- Ivanhoe Mines Ltd.
- Lundin Gold Inc.
- Ressources Teck Limitée
- Westshore Terminals Investment Corporation

### ALBERTA

- ATCO Ltd.
- Canadian Utilities Limited
- Paramount Resources Ltd.

### ONTARIO

- Canada Goose Holdings Inc.
- La Société Canadian Tire Limitée
- CCL Industries Inc.
- Celestica Inc.
- Colliers International Group Inc.
- Fairfax Financial Holdings Limited
- George Weston Limitée
- GFL Environmental Inc.
- Linamar Corporation
- Les Compagnies Loblaw Limitée
- Lundin Mining Corporation
- Les Aliments Maple Leaf Inc.
- Onex Corporation
- Rogers Communications Inc.
- Shopify Inc.
- Spin Master Corp.
- Thomson Reuters Corporation

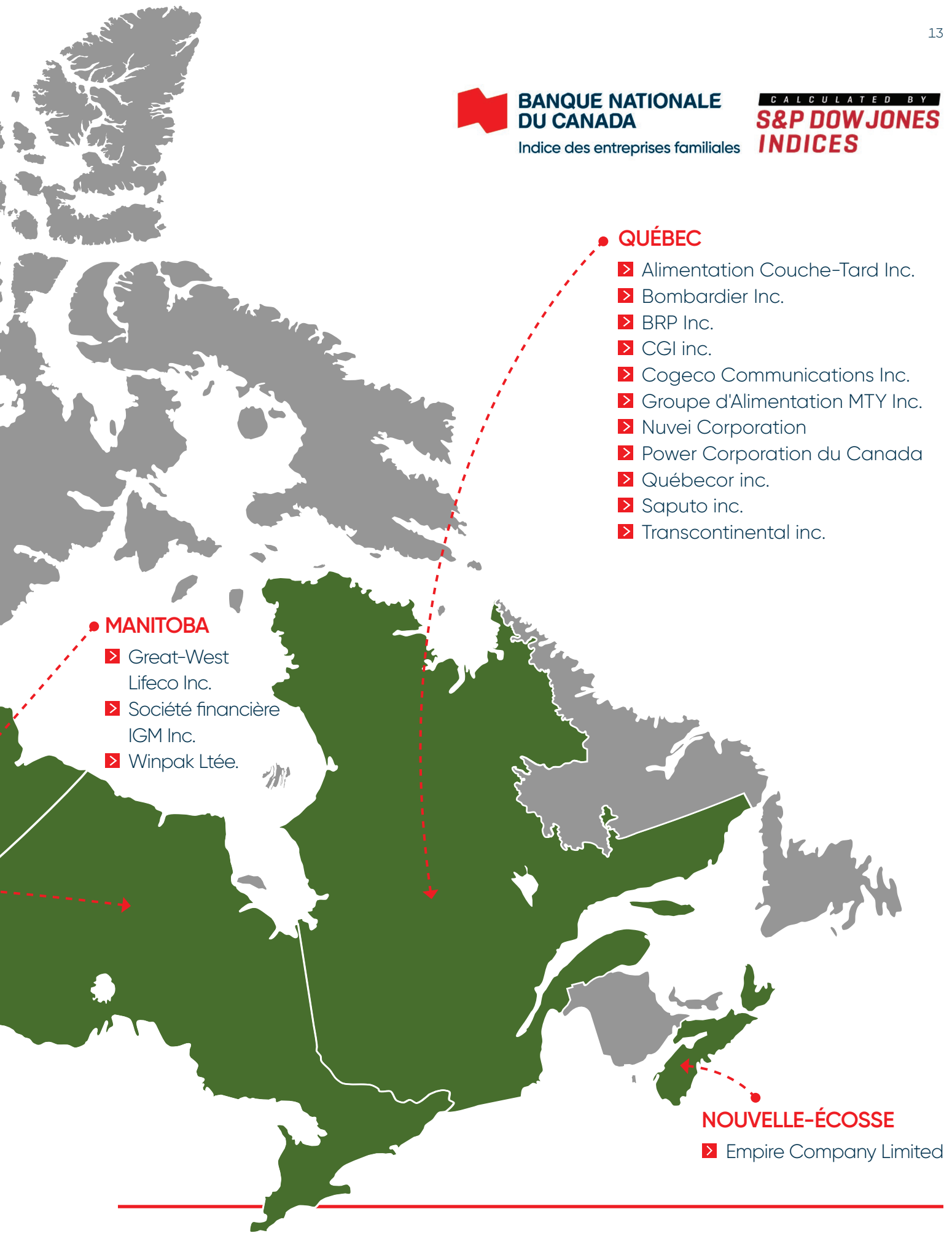
<sup>1</sup> D'après le réexamen annuel de juin 2023.



**BANQUE NATIONALE  
DU CANADA**

Indice des entreprises familiales

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





(Photo : Unsplash)

## 2. Le rendement supérieur de l'Indice BNC des entreprises familiales

### Règles de sélection de l'Indice

L'Indice BNC des entreprises familiales, dont les calculs et les mises à jour sont assurés par S&P Dow Jones Indices (symbole boursier : NBCFAMTR), suit et mesure le rendement de sociétés canadiennes cotées en bourse et contrôlées par des familles par rapport à celui de l'indice composé S&P/TSX, l'indice boursier canadien de référence. Il comprend actuellement des sociétés canadiennes contrôlées par des familles dans différents secteurs et régions du pays, qui répondent à nos critères de sélection. Les résultats de l'Indice démontrent la supériorité du rendement des sociétés canadiennes contrôlées par des familles comparativement aux sociétés canadiennes ouvertes à actionariat étendu.



### Définition d'une entreprise contrôlée par une famille

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<sup>2</sup>**

Famille fondatrice ou fondateur(s)	OU	Personne(s) et / ou entités reliées
Détiennent directement ou indirectement au moins 10 % des droits de vote de la société		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 exerçant 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 43 entreprises sous contrôle familial qui font actuellement partie de l'Indice BNC des entreprises familiales, 30 sont contrôlées par une « famille fondatrice ou fondateur(s) » contre 13 par des « personnes et/ou entités reliées » selon nos critères de sélection. Fait intéressant, parmi les 30 entreprises contrôlées par « une famille fondatrice ou des fondateur(s) », toutes ont vu au moins deux générations de propriétaires familiaux et la moitié (15) ont atteint la troisième génération.

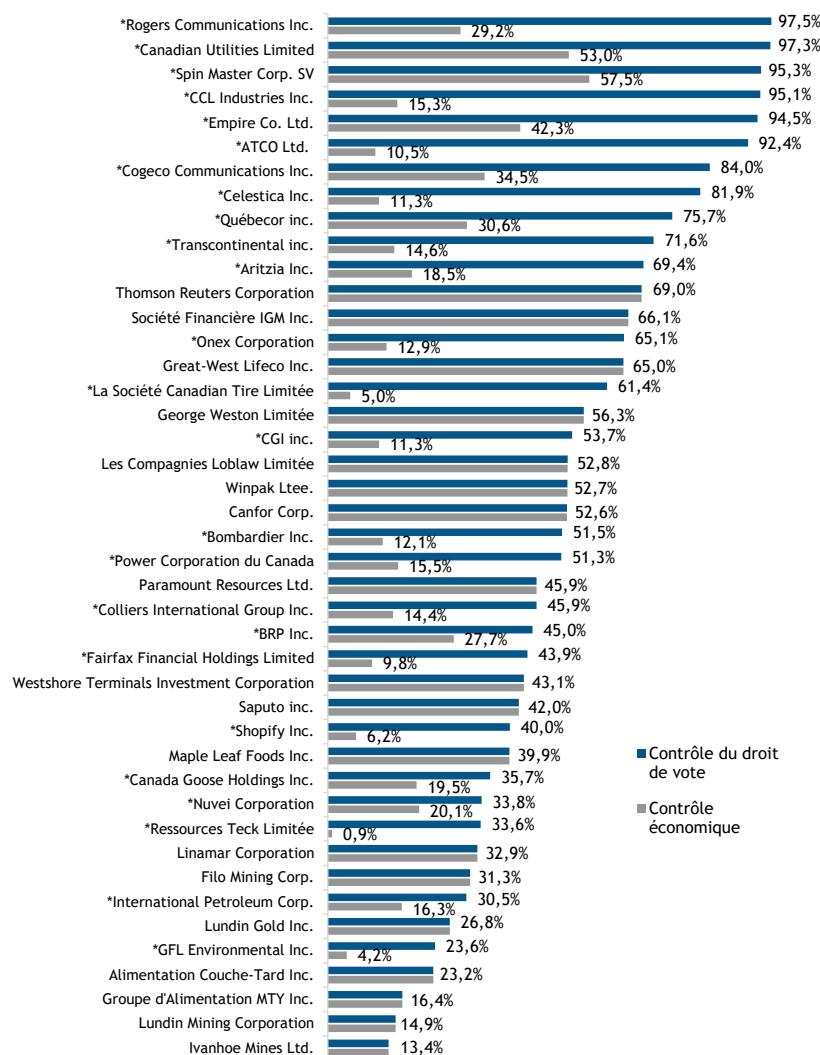
### Sociétés contrôlées au Canada : les garde-fous d'une saine gouvernance

Les entreprises familiales 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

<sup>2</sup> Veuillez consulter la page Web de l'Avantage familial BNC sous « Indice BNC des entreprises familiales – Méthodologie » pour plus d'informations sur la méthodologie de l'Indice et les lignes directrices du comité de l'Indice : <https://www.bnmf.ca/avantage-familial-bnc>.

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 subalterne se négocient librement<sup>3</sup> 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. À titre indicatif, le Graphique 2 segmente le contrôle du droit de vote et le contrôle économique des membres de l'Indice BNC des entreprises familiales :

**Graphique 2 – Indice BNC des entreprises familiales (30 juin 2023) – Contrôle familial des sociétés<sup>4</sup>**



<sup>3</sup>On dit « le flottant » ou le « capital flottant » dans le jargon financier.

<sup>4</sup>Source : base de données FBN, déclarations officielles des sociétés.

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



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]<sup>5</sup>. 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<sup>er</sup> août 1987 soient exemptées de la nouvelle règle, en vertu d'une clause « grand-père » de 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. Suite 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 (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. Les organismes de réglementation exigent également que les émetteurs divulguent l'identité des administrateurs indépendants et non indépendants, ainsi que la justification 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 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. Par ailleurs, au Canada, si le président du conseil d'administration n'est pas considéré indépendant, le conseil doit se doter d'un administrateur principal indépendant. Les entreprises publiques doivent également avoir un minimum de trois administrateurs sur leur comité d'audit, lesquels doivent tous être considérés indépendants.

<sup>5</sup>Stephanie Ben-Ishai, Poonam Puri, *Dalhousie Law Journal*, "Dual Class Shares in Canada: An Historical Analysis", 29.1, 2006.

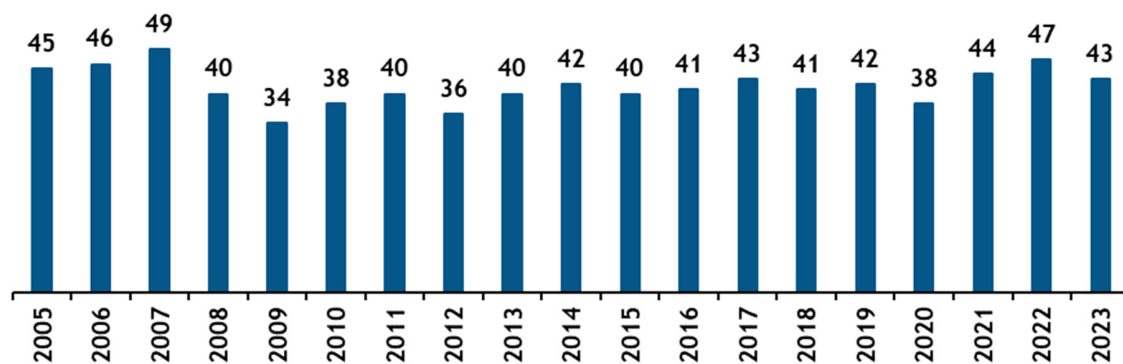
Au Canada, le respect des droits des actionnaires minoritaires a été l'un des principaux objectifs des organismes de réglementation du marché. Au cours des deux dernières décennies, les organismes de réglementation des marchés financiers des provinces canadiennes ont convenu, sous la direction des Autorités 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 »<sup>6</sup>. Ces règles prévoient, entre autres, que la majorité des administrateurs d'un émetteur assujetti doivent être « indépendants », que le président ou un membre principal du conseil d'administration doit être indépendant et que le comité d'audit doit être indépendant<sup>7</sup>. 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, 58 % (25/43) des membres ont opté pour une structure d'actions à droit de vote multiple parmi lesquelles 76 % (19/25) ont une clause d'égalité de traitement et 40 % (10/25) 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 BNC<sup>8</sup>. Le nombre de sociétés membres, résultant de l'application systématique des critères de sélection quantitatifs, est relativement stable dans le temps.

**Graphique 3 – Indice BNC des entreprises familiales – un nombre stable de sociétés admissibles au fil du temps<sup>9</sup>**



<sup>6</sup>Instruments nationaux 58-201 (lignes directrices sur la gouvernance d'entreprise), 58-101 (divulgation des pratiques de gouvernance d'entreprise) et 52-102 (obligations d'information continue), entre autres.

<sup>7</sup>Autorité des marchés financiers, « Projet d'Instruction générale 58-201 relative à la gouvernance », 30 juin 2005.

<sup>8</sup>Page Web de l'Indice BNC des entreprises familiales : <https://www.bnmf.ca/avantage-familial-bnc>.

<sup>9</sup>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 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.

*Graphique 4 – Processus de sélection de l'Indice BNC des entreprises familiales (réexamen annuel de juin 2023)*

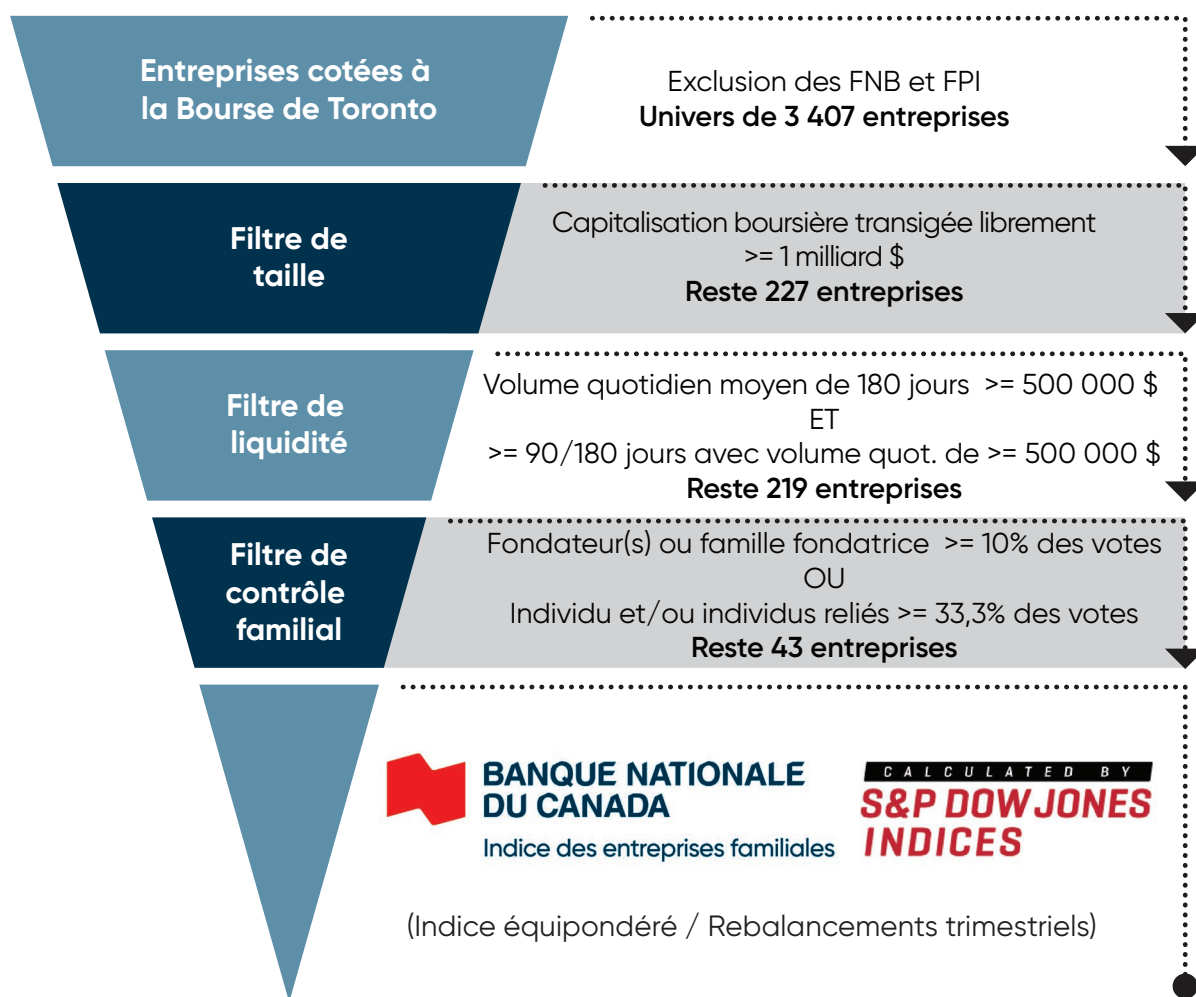


Tableau 3 – Les membres de l'Indice BNC des entreprises familiales (réexamen annuel de juin 2023)

Symbole boursier	Nom de l'entreprise	Actionnaire(s) de contrôle*	Province
ATD	Alimentation Couche-Tard Inc.	Bouchard, D'Amours, Fortin, Plourde	Québec
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
GOOS	Canada Goose Holdings Inc.	Reiss	Ontario
CTC/A	La Société Canadian Tire Limitée	Billes	Ontario
CU	Canadian Utilities Limited	Southern	Alberta
CFP	Canfor Corp.	Pattison	Colombie-Britannique
CCL/B	CCL Industries Inc.	Lang	Ontario
CLS	Celestica Inc.	Schwartz	Ontario
GIB/A	CGI inc.	Godin, Imbeau	Québec
CCA	Cogeco Communications inc.	Audet	Québec
CIGI	Colliers International Group Inc.	Hennick	Ontario
EMP/A	Empire Co. Ltd.	Sobey	Nouvelle-Écosse
FFH	Fairfax Financial Holdings Limited	Watsa	Ontario
FIL	Filo Mining Corp.	Lundin	Colombie-Britannique
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
MTY	Groupe d'Alimentation MTY Inc.	Ma	Québec
NVEI	Nuvei Corporation	Fayer	Québec
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
SHOP	Shopify Inc.	Lütke	Ontario
TOY	Spin Master Corp. SV	Harary, Rabie	Québec
TECK/B	Ressources Teck Limitée	Keevil	Colombie-Britannique
TRI	Thomson Reuters Corporation	Thomson	Ontario
TCL/A	Transcontinental inc.	Marcoux	Québec
WTE	Westshore Terminals Investment Corporation	Pattison	Colombie-Britannique
WPK	Wipak Ltee.	Wihuri	Manitoba

\*Exclut les fonds d'investissements

À la suite du rééquilibrage annuel de juin 2023, l'Indice BNC des entreprises familiales a accueilli un nouveau membre : la société minière Lundin Gold Inc., contrôlée par le Lundin Family Trust.

Du même coup, le processus de sélection quantitative a conduit au retrait de cinq sociétés de l'Indice, dont trois, Canopy Growth Corporation, dentalcorp Holdings et Kelt Corporation, parce que leur capitalisation boursière libre est passée sous le seuil quantitatif de sélection de l'Indice de 1 milliard de dollars. L'une d'entre elles, Shaw Communications, fut radiée de la Bourse de Toronto à la suite de son acquisition par Rogers Communications, un autre membre de l'Indice BNC des entreprises familiales. Enfin, Lightspeed Commerce fut retirée de l'Indice, car la participation dans l'entreprise du fondateur, Dax DaSilva, a chuté en dessous de 10 %.

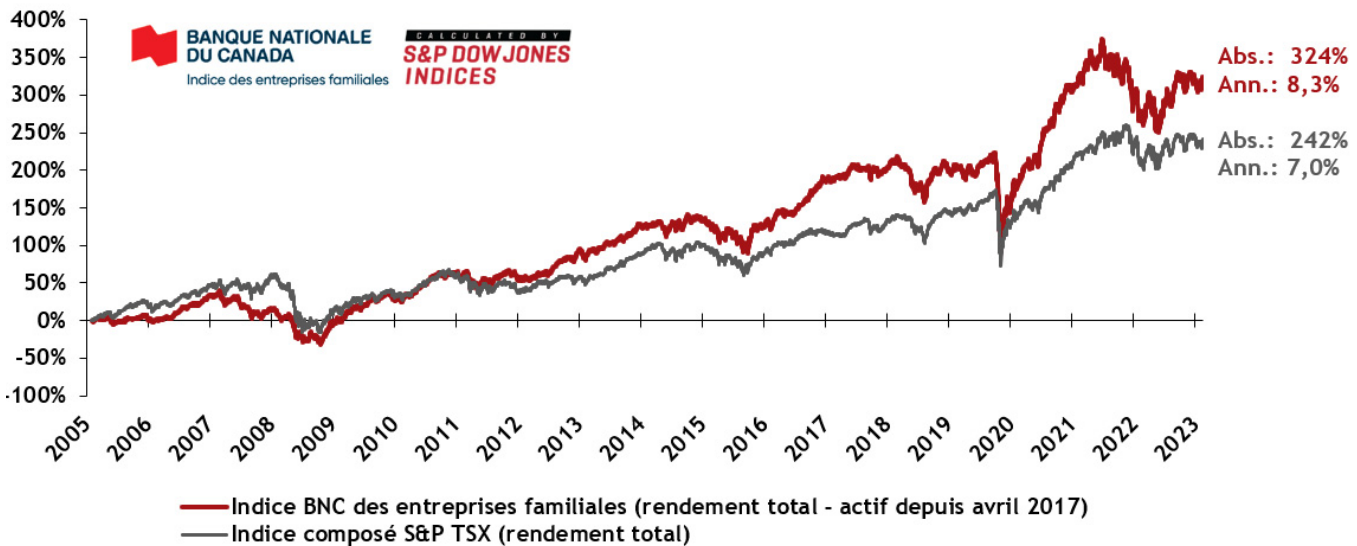
**Tableau 4 – Indice BNC des entreprises familiales – Inclusions et exclusions récentes**

	Inclusions (+)	Exclusions (-)
2018	<ul style="list-style-type: none"> <li>› Canada Goose</li> <li>› Kinder Morgan Canada</li> <li>› Spin Master Corp.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>› Cascades</li> <li>› Corus Entertainment</li> <li>› Le groupe Jean Coutu</li> <li>› Molson Coors Canada</li> <li>› Knight Therapeutics</li> </ul>
2019	<ul style="list-style-type: none"> <li>› Aritzia</li> <li>› Canopy Growth Corp.</li> <li>› Corus Entertainment</li> <li>› Groupe d'alimentation MTY</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>› Canfor Corp.</li> <li>› Kinder Morgan Canada</li> <li>› Paramount Resources</li> </ul>
2020	<ul style="list-style-type: none"> <li>› Cascades</li> <li>› Lightspeed Commerce</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>› Bombardier</li> <li>› Corus Entertainment</li> <li>› Groupe d'alimentation MTY</li> <li>› La Corporation Financière Power</li> <li>› Spin Master Corp.</li> <li>› Transcontinental</li> </ul>
2021	<ul style="list-style-type: none"> <li>› Bombardier</li> <li>› Groupe d'alimentation MTY</li> <li>› Canfor Corp.</li> <li>› Corus Entertainment</li> <li>› Galaxy Digital Holdings</li> <li>› GFL Environmental</li> <li>› Paramount Resources</li> <li>› Spin Master Corp.</li> <li>› Transcontinental</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>› Cascades</li> <li>› Northland Power</li> <li>› West Fraser</li> </ul>
2022	<ul style="list-style-type: none"> <li>› dentalcorp Holdings Ltd.</li> <li>› Filo Mining Corp.</li> <li>› International Petroleum Corp.</li> <li>› Kelt Exploration Ltd.</li> <li>› Nuvei Corporation</li> <li>› Westshore Terminals Investment Corp.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>› Corus Entertainment Inc.</li> <li>› FirstService Corporation</li> <li>› Galaxy Digital Holdings Ltd.</li> </ul>
2023	<ul style="list-style-type: none"> <li>› Lundin Gold Inc.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>› Canopy Growth Corporation</li> <li>› dentalcorp Holdings Ltd.</li> <li>› Kelt Exploration Ltd.</li> <li>› Lightspeed POS, Inc.</li> <li>› Shaw Communications Inc.</li> </ul>

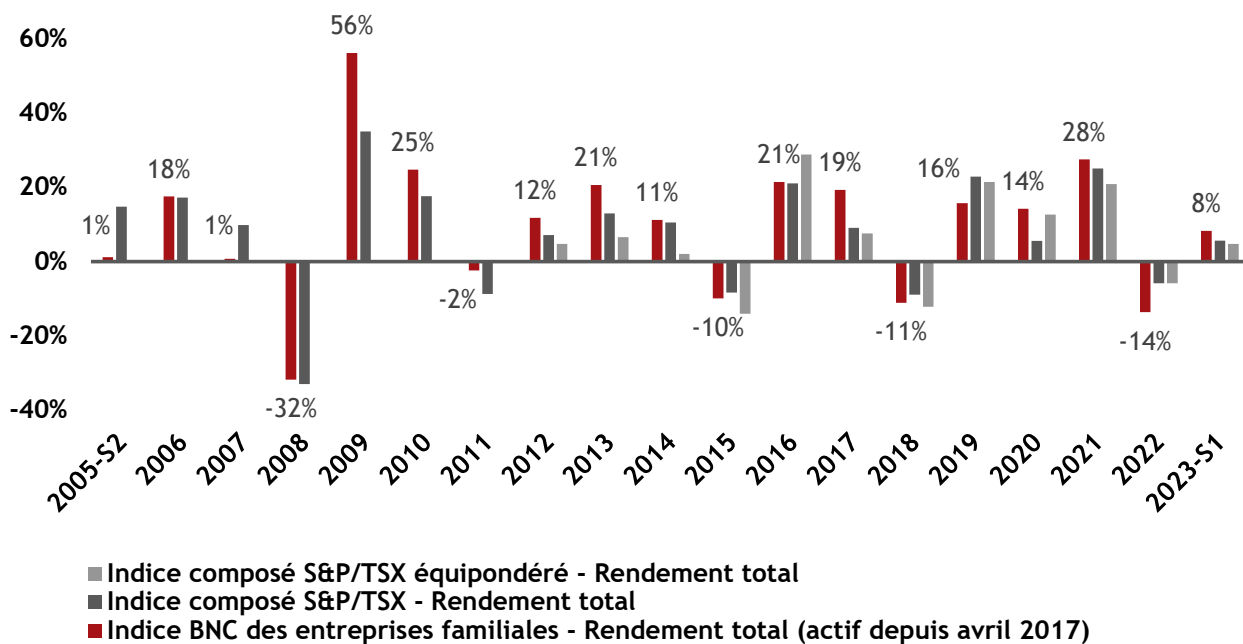
## Maintien du rendement supérieur à long terme

De juin 2005<sup>10</sup> à juin 2023, l'Indice BNC des entreprises familiales a généré un rendement total cumulatif<sup>11</sup> de 324 % comparativement à 242 % pour l'indice composé S&P/TSX. Le rendement annuel moyen de la période s'est établi à 8,43 % pour l'Indice familial contre 7,0% pour l'indice S&P/TSX.

Graphique 5 – Rendement cumulatif de l'Indice BNC des entreprises familiales<sup>12</sup>



Graphique 6 – Rendement total annuel de l'Indice BNC des entreprises familiales<sup>13</sup>



<sup>10</sup>L'année de référence du calcul de l'Indice BNC des entreprises familiales est 2005.

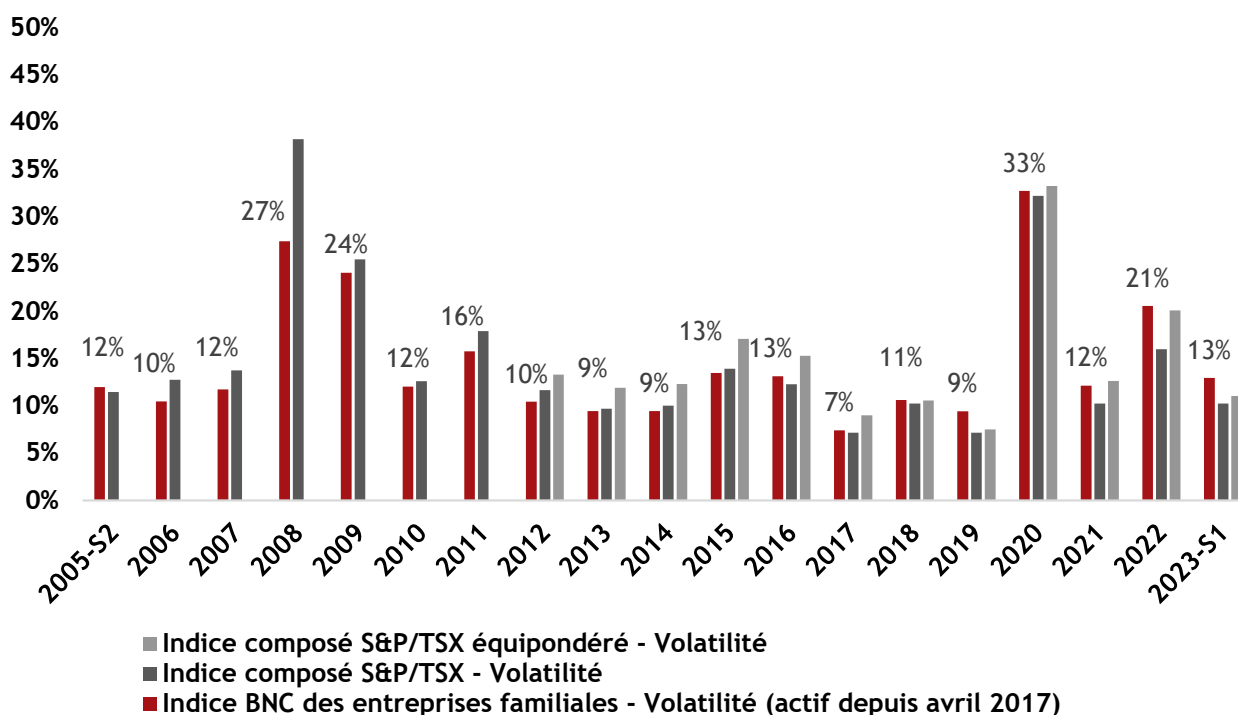
<sup>11</sup>Le rendement total comprend les dividendes réinvestis en plus des rendements des cours.

<sup>12</sup>Source : FBN, SPDJI, Bloomberg; données au 30 juin 2023.

<sup>13</sup>Source : base de données FBN, SPDJI, Bloomberg (Remarque : Les données de l'Indice composé S&P/TSX équipondéré n'étaient pas disponibles avant 2012).

La volatilité à long terme de l'Indice familial fut similaire à celle de l'indice composé S&P/TSX. Il est intéressant de noter, tel qu'illustré au Graphique 7, que, vu l'exposition moins importante de l'Indice familial au secteur financier, sa volatilité fut moindre que celle de l'indice S&P/TSX durant la crise financière de 2008. Cependant, pendant la pandémie de COVID-19, l'augmentation de sa volatilité fut similaire à celle de l'indice de référence.

### Graphique 7 – Volatilité annuelle<sup>14</sup>



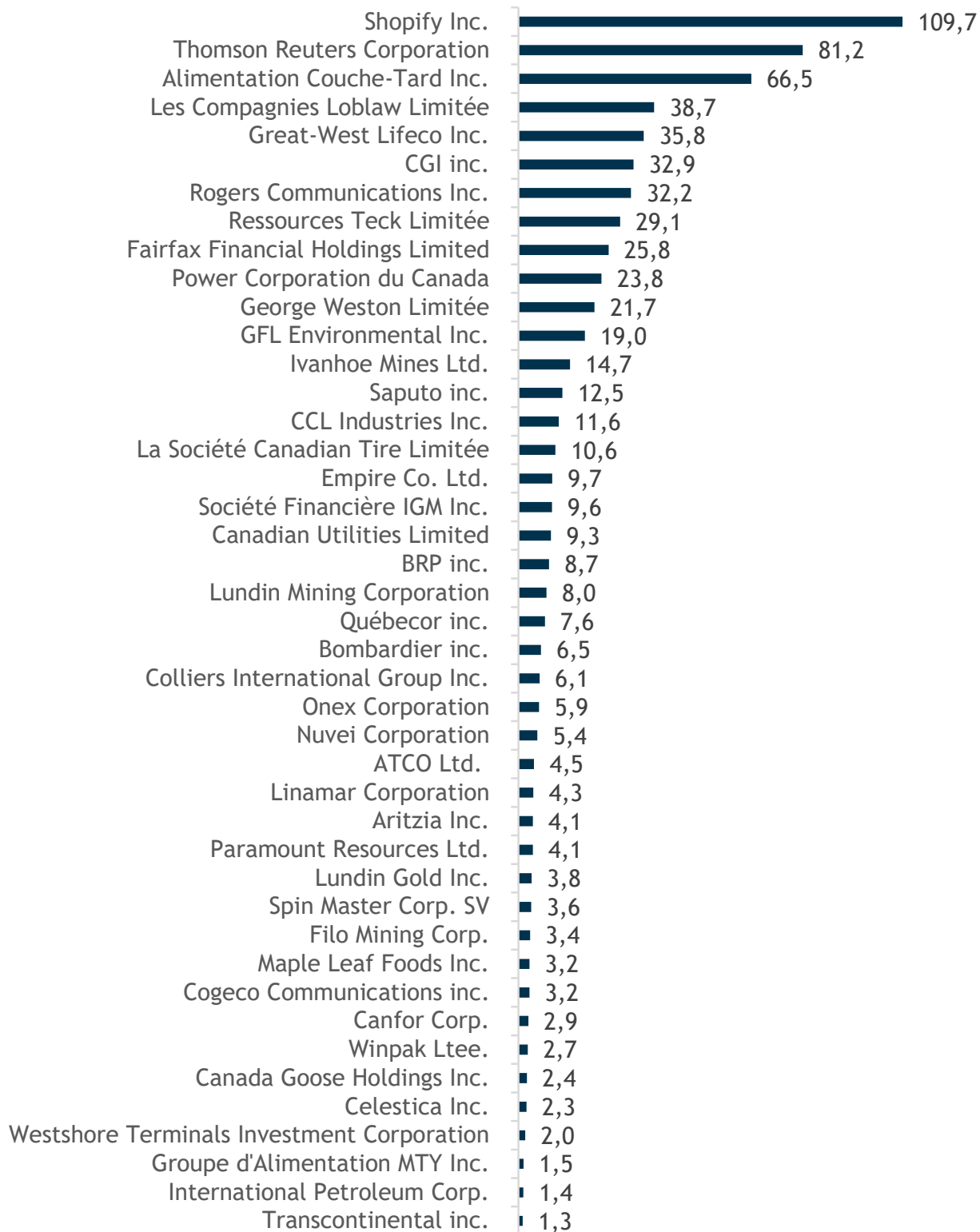
## Pondérations et répartitions

L'Indice BNC des entreprises familiales suit une méthodologie équipondérée. Chaque société de l'Indice a donc le même poids (1/43), peu importe sa capitalisation boursière par opposition à une pondération selon la capitalisation boursière qui donnerait une influence disproportionnée aux plus grandes sociétés comme Shopify, Thomson Reuters et Alimentation Couche-Tard. La capitalisation boursière des sociétés de l'Indice BNC des entreprises familiales varie de 1 264 milliards de dollars<sup>15</sup> (Transcontinental) à 109,7 milliards de dollars (Shopify). La capitalisation boursière médiane des sociétés faisant partie de l'indice est de 7,6 milliards de dollars. 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 notre publication précédente.

<sup>14</sup>Source : base de données FBN, SPDJI, Bloomberg; données au 30 juin 2023.

<sup>15</sup>Pour faire partie de l'Indice, les sociétés doivent avoir un flottant libre de leur capitalisation boursière d'au moins 1 milliard \$.

Graphique 8 - Les sociétés de l'Indice BNC des entreprises familiales par capitalisation boursière (en milliards \$ CA)<sup>16</sup>



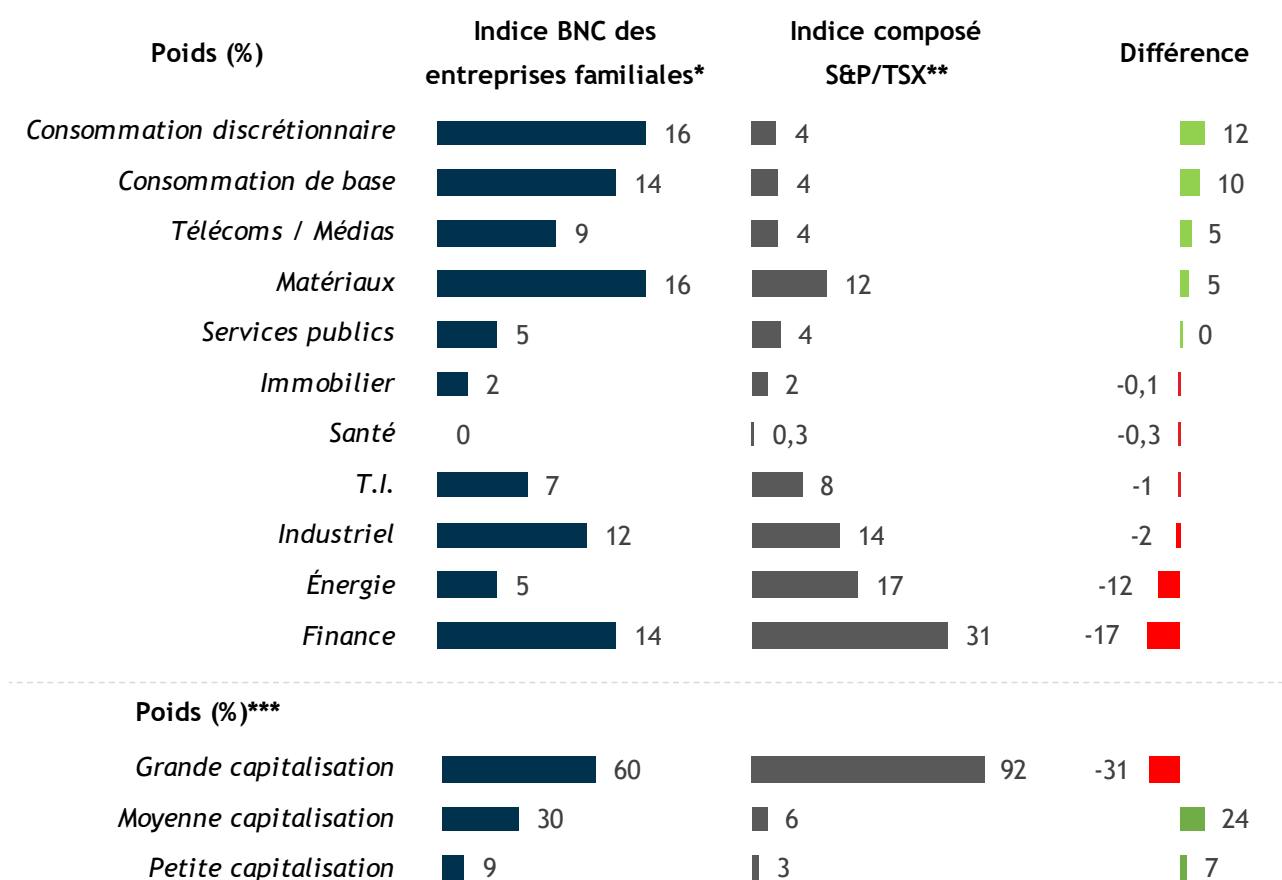
<sup>16</sup>Source : Bloomberg; données au 30 juin 2023.



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 plateformes de tierces parties telles que Bloomberg, S&P Dow Jones Indices rééquilibre les pondérations sur une base trimestrielle. L'Indice BNC des entreprises familiales surpondère actuellement les secteurs consommation de base, consommation discrétionnaire et télécommunications, mais sous-pondère les secteurs énergie et services financiers. Les secteurs les plus représentés sont ceux de la consommation de base et discrétionnaire (30 %), des matériaux (16 %) et des services financiers (14 %). Ses expositions sectorielles sont stables depuis 10 ans.

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 banque<sup>17</sup>, 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.

### Graphique 9 - Répartition des pondérations par secteurs/capitalisations<sup>18</sup>



La plus grande diversification entre les sociétés à grande, moyenne et petite capitalisation que présente l'Indice BNC des entreprises familiales est attribuable à sa méthodologie équi pondérée. Les grandes capitalisations constituent 60 % de l'Indice BNC des entreprises familiales comparativement à 92 % dans l'indice composé S&P/TSX.

<sup>17</sup>Charles Freedman (site Web de la Banque du Canada), « The Canadian Banking System », mars 1998.

<sup>18</sup>Source: base de données NBF, SPDJI, Bloomberg; données au 30 juin 2023 (sur la base d'une pondération égale).

\*Indice à pondération égale.

\*\*Indice pondéré en fonction de la capitalisation boursière.

\*\*\*Grande capitalisation > 5 G\$, moyenne capitalisation entre 2 G\$ et 5 G\$, petite capitalisation < 2 G\$.



(Photo : Unsplash)

### 3. Entretiens avec des dirigeants d'entreprises familiales canadiennes



Propriété conjointe d'ATCO et de la Première Nation Aamjiwnaang, le projet éolien Adelaide est situé près de Strathroy, dans la municipalité d'Adelaide Metcalfe, en Ontario (photo fournie par ATCO)



Photo : roth&ramberg

#### Entretien avec Nancy C. Southern

Présidente du conseil et cheffe de la direction d'ATCO Ltd. et Canadian Utilities Limited

9 juin 2023 à Calgary

Nancy Southern est Présidente du conseil et cheffe de la direction d'ATCO Ltd. et Canadian Utilities Limited. Relevant du conseil d'administration, elle est responsable du leadership, de l'orientation stratégique et des activités de l'entreprise. Elle est également Première vice-présidente de Spruce Meadows Ltd., fondatrice et administratrice d'AKITA Drilling Ltd., administratrice de Sentgraf Entreprises Limited et administratrice émérite de la Fondation Rideau Hall. Au cours de sa carrière, elle a travaillé au sein de nombreux organismes universitaires et d'entreprises

respectés. Membre canadienne de la Commission trilatérale, elle est aussi membre du Conseil canadien des affaires, du Business Council des États-Unis et de l'American Society of Corporate Executives. Elle est également membre du Conseil consultatif de l'École de politiques publiques de l'Université de Calgary. En 2023, Mme Southern a reçu un prix pour l'ensemble de ses réalisations commerciales en Amérique du Conseil canadien pour les Amériques. En 2022, la Chambre de commerce du Canada lui a rendu hommage en lui décernant le Prix d'excellence pour l'ensemble des réalisations d'un chef d'entreprise canadien, en reconnaissance de son leadership communautaire et en direction des entreprises. Toujours en 2022, elle a reçu, entre autres distinctions, la Médaille du jubilé de platine de la reine Elizabeth II. Elle a été intronisée au Temple de la renommée de l'entreprise canadienne à titre de compagnon en 2017. Elle a figuré au palmarès des 50 femmes les plus influentes à l'extérieur des États-Unis du magazine Fortune ainsi que dans sa liste des 50 femmes d'affaires les plus influentes dans le monde. Elle fait partie du palmarès des 50 personnes les plus importantes au Canada du magazine Maclean's. Mme Southern est née et a grandi à Calgary, en Alberta, et a étudié l'économie et le commerce à l'Université de Calgary.

## ATCO

ATCO Ltd. et ses filiales comptent environ 19 000 employés et possèdent des actifs de 25 milliards de dollars. ATCO est une société mondiale diversifiée qui investit dans les services essentiels des secteurs des structures et de la logistique (hébergement de main-d'œuvre et logements résidentiels, installations modulaires novatrices, construction, services de soutien sur place, services d'hébergement de la main-d'œuvre, exploitation et entretien des installations, services des opérations de défense et services de gestion des catastrophes et des urgences); des services publics (transport et distribution d'électricité et de gaz naturel, et activités internationales); des infrastructures énergétiques (stockage de l'énergie, production d'énergie, solutions pour les eaux industrielles et carburants propres); de la vente d'énergie au détail (vente au détail d'électricité et de gaz naturel et solutions résidentielles); du transport (ports et logistique du transport); et de l'immobilier commercial.



Canadian Utilities Limited et ses filiales et sociétés affiliées comptent environ 8 000 employés et possèdent des actifs de 23 milliards de dollars. Canadian Utilities, une entreprise d'ATCO, est une société d'infrastructure énergétique mondiale diversifiée qui offre des services essentiels et des solutions d'affaires novatrices dans les services publics (transport et distribution d'électricité et de gaz naturel, et activités internationales); dans les infrastructures énergétiques (stockage d'énergie, production d'énergie, solutions pour les eaux industrielles et combustibles propres); et la vente au détail d'énergie (vente au détail d'électricité et de gaz naturel, et solutions résidentielles).

**Professeur Karl Moore :** Vous avez grandi près de la première usine d'ATCO. Tous les soirs, pendant le souper, vous entendiez vos parents parler d'affaires. Vous avez travaillé au sein d'ATCO pendant plus de 45 ans, dont 20 à titre de Cheffe de la direction, soit environ quatre fois le mandat moyen d'un chef de la direction nord-américain. ATCO et Canadian Utilities font indéniablement partie de votre ADN. Selon vous, quel a été le plus grand défi d'affaires

auquel votre père a été confronté ou la plus grande occasion d'affaires qu'il a saisie lorsqu'il était à la barre d'ATCO? Et quels sont les vôtres?

**Nancy Southern:** Le plus grand défi auquel mon père a dû faire face a été de contracter trop de dettes pour acquérir Canadian Utilities. C'était après avoir reconnu que notre entreprise initiale était trop cyclique pour sortir des cycles économiques. À l'époque, nos activités liées aux logements temporaires de main-d'œuvre minière ou de forage gazier et pétrolier étaient soumises au caractère cyclique du prix des commodités. Mon père voulait trouver quelque chose qui nous donnerait des revenus stables. Il s'est d'abord tourné vers l'industrie du transport aérien. Il a presque acheté Pacific Western Airlines! Il s'est aussi intéressé à la production et à la prospection, à l'industrie du ciment et à plusieurs autres entreprises. Il a opté pour ce qu'il croyait être globalement un service essentiel, c'est-à-dire Canadian Utilities. Incidemment, à l'époque, Canadian Utilities appartenait à une société américaine. L'Alberta était alors la seule province où les services publics appartenaient au secteur privé plutôt qu'au gouvernement. Mon père a procédé à l'acquisition de Canadian Utilities. Dans les années 1980, le gaz et l'électricité étaient des services publics entièrement intégrés. Il y avait la production d'électricité et de gaz naturel, le stockage intermédiaire, puis la vente au détail, de la molécule et de l'électron jusqu'à la distribution aux maisons. Pour mon père, acquérir Canadian Utilities, c'était comme si un mené engloutissait une baleine!

---

**« Pour mon père, acquérir Canadian Utilities, c'était comme si un mené engloutissait une baleine! Le plus grand défi consistait à contracter trop de dettes pour acquérir Canadian Utilities. Ce fut définitivement le défi le plus difficile que notre famille ait dû relever d'un point de vue managérial. C'était une période angoissante. »**

---

Jusqu'alors, à ATCO, il fournissait des logements modulaires partout dans le monde pour des projets de construction et d'exploitation minière ainsi que pour les militaires. Mon père et ses cadres étaient formidables et intrépides, ils n'avaient jamais vraiment participé au monde complexe et sophistiqué de la finance. Ils ont fait de la planification selon différents scénarios, mais ces derniers misaient sur tous les flux de trésorerie jusqu'alors



Les projets solaires de Deerfoot et de Barlow, apparentant conjointement aux Premières Nations Chiniki et Goodstone et d'ATCO, génèrent suffisamment d'électricité renouvelable pour alimenter 16 500 foyers (photo fournie par ATCO)

stables provenant des secteurs du forage et des maisons modulaires et supposaient des taux d'intérêt de l'ordre de 9 %. Bien entendu, beaucoup de choses sont arrivées dans les années 1980 : le *Programme énergétique national* du Canada, l'effondrement mondial des prix des produits de base et l'inflation généralisée à l'échelle mondiale. Tout d'abord, les liquidités se sont épuisées. Ensuite, l'inflation a dépassé leur pire scénario. Leur dette de 500 millions de dollars se voyait maintenant porter un taux d'intérêt de 22 %. Ce fut définitivement le défi le plus difficile que notre famille ait dû relever d'un point de vue managérial. C'était une période angoissante. Mais mon père était un homme acharné, qui n'allait pas rompre une promesse. Il n'était pas question qu'il manque un seul paiement aux banques. Nous avons commencé à devoir vendre de très bons actifs pour effectuer les paiements. Nous avons dû vendre toutes nos activités australiennes, particulièrement rentables, et une grande usine à Montréal qui desservait des projets miniers à la baie Frobisher [maintenant Iqaluit] au Nunavut, des projets hydroélectriques de la Baie-James au Québec et des projets en Afrique du Nord. Nous avons vendu ces actifs contre notre gré, mais les ventes nous ont néanmoins aidés à réduire

graduellement notre dette. Nous en sommes finalement arrivés à un point où le flux de trésorerie des services publics était suffisant pour soutenir l'entreprise. Le groupe ATCO est donc devenu plus petit et principalement axée sur le Canada. Bien que nous avons toujours une forte division « Structures », notre objectif principal était de chercher à comprendre et diriger les services publics énergétiques du pays, et nous nous en sommes très bien tirés. C'était la période la plus difficile dont je me souviens. En 1988, lorsque les Jeux olympiques d'hiver ont eu lieu à Calgary, nous avons tourné la page.

---

**« La période la plus difficile pour moi en tant que Cheffe de la direction est en ce moment même.**

**Je fais face à deux grands défis. Le premier défi consiste à continuer de renouveler et de maintenir notre esprit d'entrepreneuriat même si nous sommes une entreprise qui œuvre dans un cadre réglementaire balisant étroitement nos activités. Il ne faut pas se laisser rabattre par le cadre strict régissant nos activités mais plutôt remettre en question le statu quo et en tirer parti. Ce qui m'amène à mon deuxième grand défi : la transition énergétique. »**

---

**Professeur Karl Moore :** Et qu'en est-il de votre principal défi en tant que Cheffe de la direction?

**Nancy Southern:** La période la plus difficile pour moi en tant que Cheffe de la direction est en ce moment même. Je fais face à deux grands défis. Le premier défi consiste à continuer de renouveler et de maintenir notre esprit d'entrepreneuriat même si nous sommes une entreprise qui œuvre dans un cadre réglementaire balisant étroitement nos activités. Il ne faut pas se laisser rabattre par le cadre strict régissant nos activités mais plutôt remettre en question le statu quo et en tirer parti. Ce qui m'amène à mon deuxième grand défi : la transition énergétique. C'est quelque chose que nous devons faire, car les changements climatiques sont une réalité. Nous devons le faire d'une manière réfléchie et qui protège l'abordabilité et la fiabilité alors que nous nous dirigeons vers un avenir carboneutre. Et c'est vraiment difficile à tout conjuguer. Tout d'abord, nous avons des décideurs politiques et des organismes de réglementation qui ne se parlent pas toujours. Nous avons des consommateurs qui veulent avoir le choix, mais qui ne veulent pas payer plus pour faire le bon choix pour l'environnement. Le secteur privé, soit des entreprises comme la nôtre, est coincée au milieu.

---

**« La transition énergétique est une chose que nous devons faire, car les changements climatiques sont une réalité. Nous devons le faire d'une manière réfléchie et qui protège l'abordabilité et la fiabilité alors que nous nous dirigeons vers un avenir carboneutre. »**

---

Lorsque nous examinons les technologies dont nous disposons aujourd'hui, nous devons penser à la fiabilité. Pour certaines entreprises, l'électricité est l'un des principaux coûts. Une énergie abordable et fiable est un avantage concurrentiel clé pour tout pays qui souhaite offrir un environnement stable pour le développement économique. Par exemple, ici au Canada, nous devons composer avec une politique qui sera publiée cet été, le *Règlement sur l'électricité propre*. Ce règlement exige que le réseau électrique atteigne la carboneutralité d'ici 2035, soit dans 12 ans seulement. Une deuxième proposition du gouvernement est la *Stratégie canadienne pour les bâtiments verts*. Cette stratégie préconise une transition dynamique vers l'abandon des systèmes de chauffage au gaz naturel dans les bâtiments, ce qui s'inscrit dans le plan du gouvernement fédéral visant à réduire de près de 40 % les émissions du secteur

de la construction en 2030 par rapport à 2005. Cette réduction nécessiterait des centaines de milliers de rénovations domiciliaires coûteuses chaque année partout au pays.

Il est également malheureux que les Canadiens ne parlent pas souvent de la *Stratégie canadienne pour les bâtiments verts*. Les entreprises et les collectivités auront de la difficulté à atteindre les objectifs de la politique, surtout en Alberta, où le réseau électrique produit 12 GW à la période de pointe saisonnière de pointe, alors que l'énergie produite par le gaz naturel pour le chauffage des maisons et des entreprises représente plus de 50 GW. Remplacer l'équivalent de 50 GW issus du gaz naturel pour chauffer les bâtiments par des sources renouvelables intermittentes afin d'atteindre les objectifs de réduction des GES de 2030 et de 2050 représentera une dépense énorme, sans parler des répercussions sur la fiabilité du réseau énergétique. L'industrie, le gouvernement et les consommateurs devront rapidement s'entendre sur la meilleure solution, pragmatique et rentable, pour rencontrer ses objectifs. Ceci ne peut pas se faire en un clin d'œil. Nous subissons d'énormes pressions, car certaines politiques fédérales, comme le *Règlement sur l'électricité propre*, seront assujetties à la *Loi canadienne sur la protection de l'environnement*, qui prévoit une responsabilité criminelle. Pour notre entreprise, nous ne craignons pas rater les objectifs cités par ces nouvelles réglementations, car nous avons déjà pris des mesures concrètes majeures en adoptant différentes sources d'énergie renouvelables dans notre offre de service. Mais il est difficile de voir comment nous allons pouvoir remplacer l'équivalent de 50 GW provenant du gaz naturel en aussi peu de temps. D'autant plus que la quantité totale d'énergie totale consommée au pays continuera d'augmenter alors que la population du Canada devrait croître rapidement au cours des prochaines décennies selon les prédictions.

---

**« Nous aurons besoin du nucléaire, de l'hydroélectricité, de l'hydrogène, du stockage par batterie, probablement du gaz naturel d'appoint, du gaz naturel synthétique, de combustibles propres, de biodigesteurs... Bref, de toute la gamme d'énergies! Il nous faudra explorer des solutions à partir d'un large éventail de sources d'énergie et trouver une réponse en tant que nation, aligner nos efforts et ne pas nous quereller entre les provinces. »**

---



*En Australie-Occidentale, ATCO mélange jusqu'à 5 % d'hydrogène renouvelable fabriqué à son centre d'innovation en énergie propre à son gaz naturel afin d'alimenter 2 700 foyers (photo fournie par ATCO)*

Un des principaux enjeux est, qu'en ce moment, nous n'avons pas assez d'électricité en tant que nation, même en considérant la production combinée des provinces canadiennes, pour être en mesure d'atteindre nos objectifs en matière de transition énergétique et de réduction des GES. D'ici à ce que la réglementation soit plus claire, nous devons, en tant qu'industrie, travailler fort avec les décideurs politiques. Ensemble, nous devons mettre au point une façon de reconnaître que les régions sont différentes et que nous aurons besoin de toutes les technologies actuellement disponibles pour réussir la transition énergétique et atteindre les objectifs de carboneutralité de notre pays. Nous aurons besoin du nucléaire, de l'hydroélectricité, de l'hydrogène, du stockage par batterie, probablement du gaz naturel d'appoint, du gaz naturel synthétique, de combustibles propres, de biodigesteurs... Bref, de toute la gamme d'énergies! Il nous faudra explorer des solutions à partir d'un large éventail de sources d'énergie et trouver une réponse en

tant que nation, aligner nos efforts et ne pas nous quereller entre les provinces.

**Professeur Karl Moore :** ATCO Group est également présente en Australie. Votre expérience est-elle semblable ou différente au Canada en ce qui concerne la politique de réduction des GES du pays?

**Nancy Southern:** L'Australie a une feuille de route plus claire pour atteindre la carboneutralité. Au Canada, les organismes de réglementation, les décideurs et l'industrie dans son ensemble doivent s'ouvrir à de nouvelles solutions pour être à la hauteur de l'Australie. Le mandat d'un organisme de réglementation est de protéger les clients contre l'augmentation des coûts, mais malheureusement, la seule façon d'atteindre la carboneutralité est d'augmenter les coûts de l'énergie pour financer la transition et respecter les politiques de réduction des GES. Nous devons construire de nouvelles infrastructures de transition, ce qui se reflétera dans le coût de l'énergie.

---

**« À ATCO, nous misons gros sur l'hydrogène. Vous pouvez stocker de l'hydrogène comme une batterie, vous pouvez l'utiliser pour la production. Presque toutes les turbines d'aujourd'hui et de demain seront capables de prendre en charge le changement de combustibles pour produire de l'hydrogène. (...) Il y a l'équivalent de centaines de milliards de dollars en pipelines dans le sol au Canada. Allons-nous simplement les abandonner? Utilisons-les pour produire de l'hydrogène. »**

---

Au Canada, nous devons encourager et appuyer nos propres entreprises, y compris celles du secteur de l'énergie, pour atteindre nos cibles nationales. Nous avons suffisamment d'entreprises canadiennes prêtes à prendre les devants dans la transition énergétique mondiale. Parfois, nous avons l'impression que nous ne sommes pas assez bons, mais la réponse aux problèmes réside dans les entreprises canadiennes. Par exemple, nous devons chercher à nous entendre sur la base d'un marché du carbone. La taxe sur le carbone et les crédits d'impôt représentent des mesures incitatives majeures pour modifier les comportements. Cependant, le problème, ce sont les conflits de compétences entre les lois provinciales et fédérales. Chaque province a une approche différente en matière de réglementation du carbone et, en Alberta, il est difficile de voir clairement la voie à suivre pour atteindre les objectifs de notre province.

**Professeur Karl Moore :** Pouvez-vous expliquer en quoi les changements climatiques représentent un défi de gestion quotidien?

**Nancy Southern:** Concernant les changements climatiques, voici le défi que je dois relever : où devons-nous déployer les capitaux pour respecter nos objectifs en matière de transition énergétique et de facteurs ESG et veiller à ce que nos actionnaires et notre entreprise maintiennent la prospérité, les possibilités et la croissance de l'entreprise pour les décennies à venir? Sans une feuille de route claire au Canada, il est plus facile pour des entreprises comme la nôtre de se tourner davantage vers les États-Unis et d'autres pays pour investir plutôt que d'investir au Canada. Cette situation est déchirante, car ATCO est une fière société canadienne. Et je pense que

beaucoup de membres du gouvernement du Canada comprennent que nous avons besoin d'un dialogue constructif. Par exemple, en plus de promouvoir les projets d'électrification visant la décarbonation, notre gouvernement devrait tirer parti des sources d'énergie existantes, comme le gaz naturel qui peut servir à produire de l'hydrogène et être mélangé à celui-ci. Nous considérons le gaz naturel comme une entreprise complémentaire à l'hydrogène. Nous pouvons utiliser l'infrastructure gazière existante pour produire et transporter de l'hydrogène, et l'hydrogène peut être intégré aux réseaux de gaz naturel existants. Nous mélangeons de l'hydrogène dans notre réseau de gaz à Jandakot, près de Perth, en Australie-Occidentale, où nous avons un centre d'innovation en énergie propre. Nous y produisons de l'hydrogène par électrolyse solaire et utilisons un mélange d'hydrogène dans les réseaux locaux de distribution de gaz naturel. Nous tirerons parti de ces compétences ici à Fort Saskatchewan, en Alberta, pour éventuellement produire plus de 300 000 tonnes d'hydrogène par année. L'hydrogène peut être produit soit par le captage et la séquestration du carbone provenant du gaz naturel, ce qui empêche les GES d'être rejetés dans l'atmosphère, soit par l'électrolyse de l'eau. De plus, nous utilisons déjà un mélange contenant jusqu'à 5 % d'hydrogène dans nos réseaux de gaz naturel en Australie et à Fort Saskatchewan, offrant ainsi à nos clients une énergie plus propre. Notre projet à Fort Saskatchewan est notre tremplin vers le marché canadien de l'hydrogène.

---

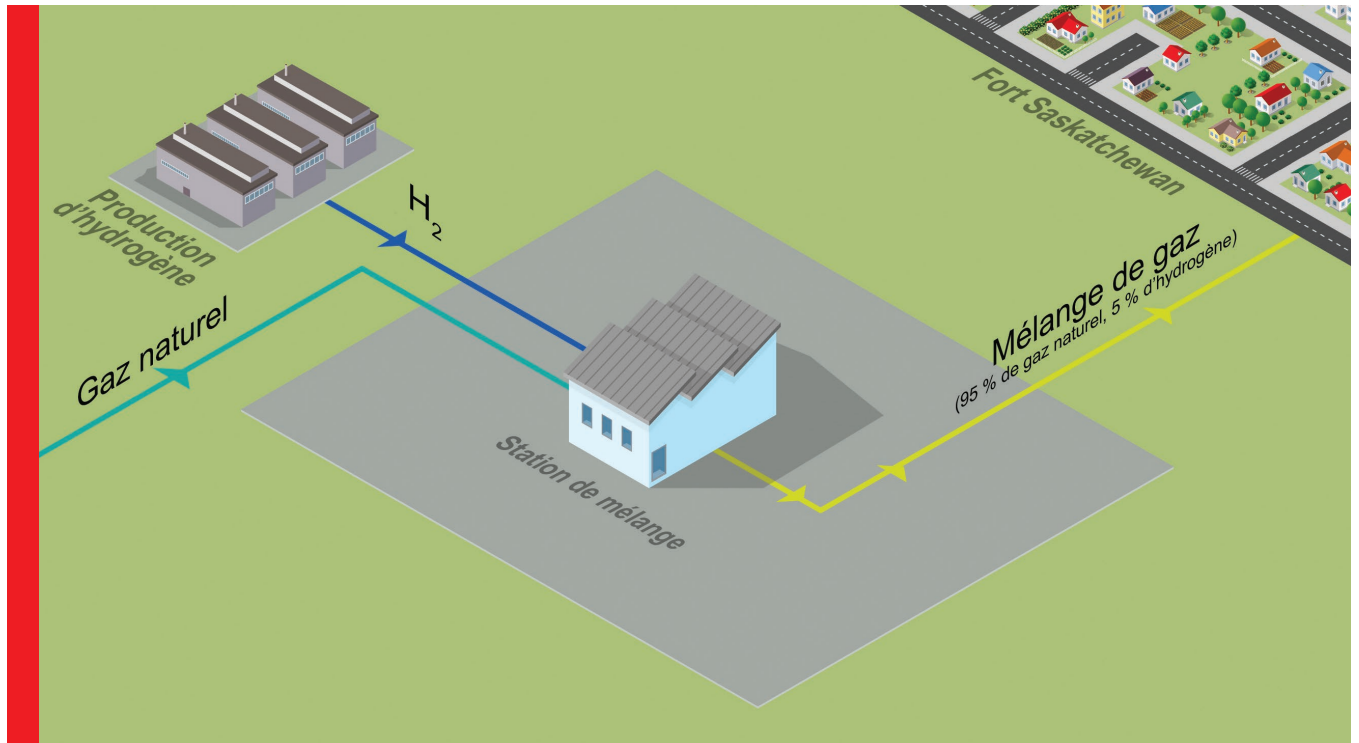
**« Nous devons encourager et appuyer nos propres entreprises, y compris celles du secteur de l'énergie, afin de réussir à atteindre nos cibles nationales. Nous avons suffisamment d'entreprises canadiennes prêtes à prendre les devants dans la transition énergétique mondiale. Parfois, nous avons l'impression que nous ne sommes pas assez bons, mais la réponse aux problèmes réside dans les entreprises canadiennes. »**

---

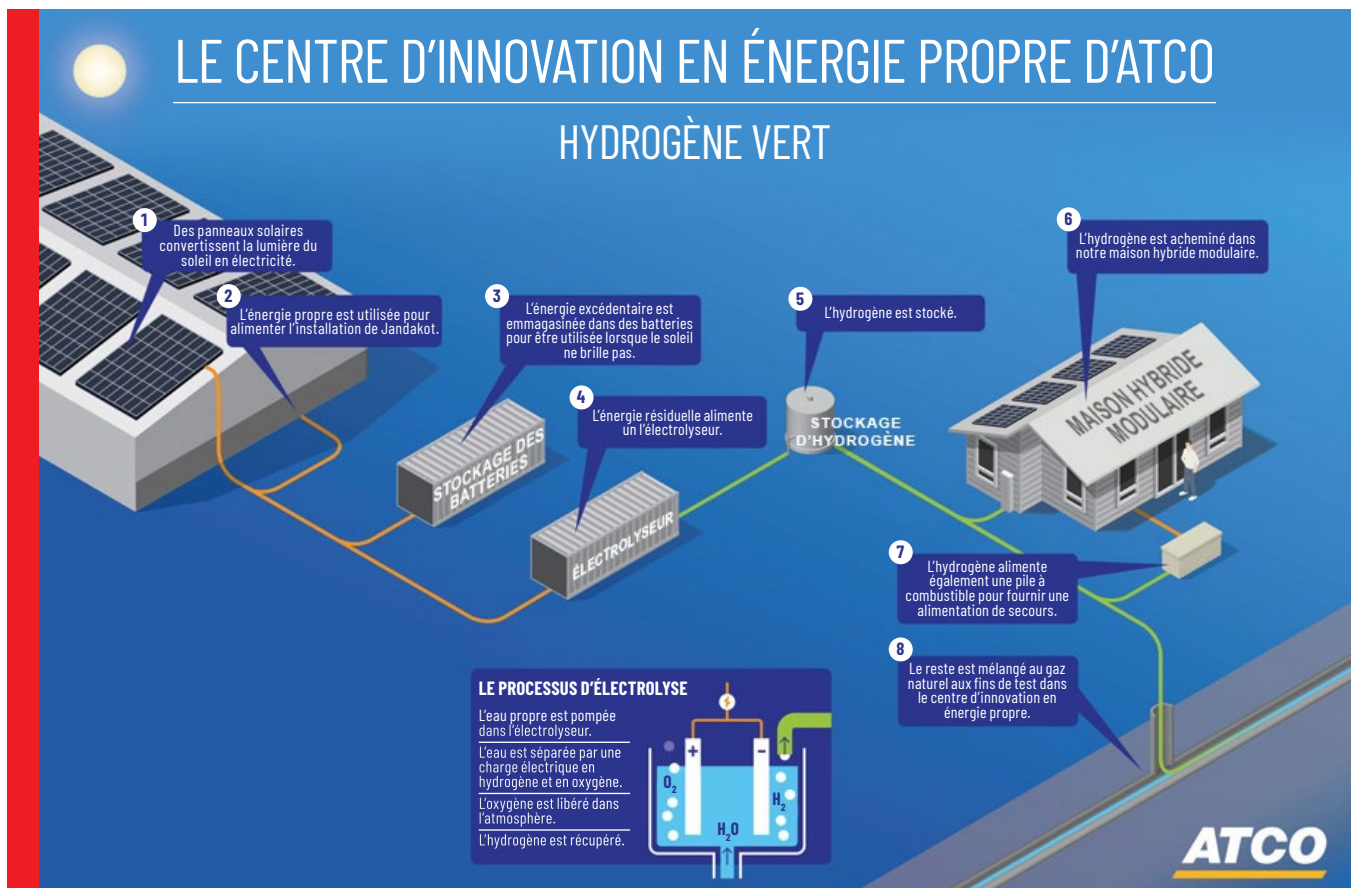
À ATCO, nous misons gros sur l'hydrogène. Vous pouvez garder l'hydrogène dans un stockage de secours, que ce soit dans des silos ou dans des cavernes, et l'utiliser pour la production tout

---





Processus de mélange d'hydrogène d'ATCO à Fort Saskatchewan en Alberta au Canada



Le principal centre de recherche et de développement d'ATCO à Jandakot, en Australie, s'appelle le Clean Energy Innovation Hub (centre d'innovation pour l'énergie propre) (illustrations fournies par ATCO)

comme vous le feriez pour une batterie. Vous pouvez compléter par intermittence d'autres sources d'énergie lorsque vous n'avez pas de vent ou de soleil. Tout carbone émis au cours du processus serait capté. Je crois que le captage du carbone nous permettra de réduire de près de 80 % les émissions provenant du gaz naturel. Presque toutes les turbines d'aujourd'hui et de demain seront capables de prendre en charge le changement de combustibles pour produire de l'hydrogène. En fait, pour notre grand projet d'hydrogène, nous avons acheté quatre turbines à hydrogène qui produiraient 240 MW d'électricité tout en répondant à la demande en matière de mélange et de raffinage. Il y a l'équivalent de centaines de milliards de dollars en pipelines dans le sol au Canada. Allons-nous simplement les abandonner? Utilisons-les pour l'hydrogène. Ce sont toutes des idées pragmatiques à long terme pour atteindre la carboneutralité. Je n'ai aucun doute que nous y arriverons.

**Professeur Karl Moore :** ATCO a été à l'avant-garde de la transition. En 2019, l'entreprise a vendu sa production d'énergie à partir du charbon. Cette décision a dû être difficile, mais importante pour vous. Qu'est-ce qui a mené à ce changement de stratégie?

---

*« Les facteurs ESG sont étroitement liés aux valeurs de ma famille. Cela fait partie de notre ADN. (...) Notre position au sein d'ATCO est de créer de la prospérité et des possibilités pour les générations futures. Nous devons donc être stratégiques dans nos investissements. »*

---

**Nancy Southern:** Les facteurs ESG font partie de notre ADN. Les changements climatiques sont aussi importants pour ma famille que pour n'importe quelle famille. Nous voulons tous un meilleur avenir pour nos enfants. Notre position à ATCO est d'assurer la prospérité et de créer des possibilités pour les générations futures. Nous devons donc être stratégiques dans nos investissements. La prospérité n'est pas seulement pour les gens qui travaillent à ATCO. C'est aussi pour nos clients, les collectivités que nous servons et notre pays. Par exemple, dans les collectivités éloignées de l'Arctique, que ce soit dans les Territoires du Nord-Ouest, au Yukon ou au Nunavut, nous fournissons un service essentiel. Nous faisons

en sorte que les collectivités cessent d'utiliser du charbon et du pétrole polluants et peu fiables au profit d'une énergie renouvelable plus propre et plus abordable provenant de sources comme le gaz naturel, le vent ou le soleil. Pour ces collectivités, nous offrons un service essentiel encore plus important. Nous permettons aux collectivités de s'éclairer avec fiabilité afin que les enfants puissent étudier même dans l'obscurité de l'hiver. Les gens peuvent laver leurs vêtements dans une machine à laver et chauffer leur maison et l'eau de façon fiable et abordable. Et même si nous parlons surtout du Canada urbanisé, soit au sud du 49<sup>e</sup> parallèle, nous perdons souvent de vue ce qu'il faut pour transformer une collectivité comme Tuck, Rainbow Lake ou Iqaluit en un centre prospère qui peut se développer économiquement. Je crois que ces collectivités méritent autant de possibilités de prospérité que nous ici. Nous venons de faire une annonce novatrice dans une communauté autochtone éloignée du Nord de l'Alberta où il n'y avait pas de réseau de gaz naturel ou d'électricité. Nous avons relié leur communauté à notre réseau de gaz naturel. Ils en sont ravis. Ils se sont débarrassés de leurs génératrices diesel et ont réduit leurs émissions de 65 %. Cette histoire est reproduite à plus grande échelle dans le reste de notre province.

---

*« Pour les collectivités éloignées que nous desservons dans l'Arctique, (...) nous fournissons un service essentiel. Nous faisons en sorte que les collectivités cessent d'utiliser du charbon et du pétrole polluants et peu fiables au profit d'une énergie renouvelable plus propre et plus abordable (...) »*

---

**Professeur Karl Moore :** L'acquisition par ATCO des actifs d'énergie renouvelable de Suncor en janvier 2023 a été une étape clé de sa transition vers des sources d'énergie renouvelables. Cette transition entraînera probablement un coût élevé relativement au développement ou à l'acquisition d'actifs pour produire de l'énergie propre et atteindre les cibles de carboneutralité. Comment voyez-vous la part du gaz naturel dans votre mix énergétique à court terme?

**Nancy Southern:** Heureusement, je pense que nous avons la confiance de nos actionnaires pour faire ce qui s'impose, c'est-à-dire faire

---



Les auteurs du rapport L'Avantage familial BNC avec M<sup>me</sup> Nancy Southern

d'ATCO un chef de file dans la transition vers des combustibles et de l'électricité plus propres. Je crois qu'à moyen terme, le gaz naturel continuera de jouer un rôle essentiel. Comme je l'ai dit, nous misons beaucoup sur l'hydrogène. C'est notre stratégie offensive et défensive.

**Professeur Karl Moore :** L'Alberta est-elle prête, contre toute attente, à devenir le chef de file canadien de la production et de la distribution d'énergie renouvelable?

---

*« Heureusement, je pense que nous avons la confiance de nos actionnaires pour faire ce qui s'impose, c'est-à-dire faire d'ATCO un chef de file dans la transition vers des carburants et de l'électricité plus propres. »*

---

**Nancy Southern:** L'Alberta a réalisé des économies de 45 % sur les émissions de GES dans les secteurs de l'électricité et du chauffage entre 2015 et 2021, comparativement à des économies de 31 % sur les émissions de GES dans les mêmes secteurs

dans l'ensemble du Canada. Elle y est parvenue grâce, entre autres, à une réduction de l'utilisation du charbon pour la production d'électricité. Même si nous ne sommes pas carboneutres, il y a certainement de bonnes choses qui se passent en Alberta. Notre pays regorge de ressources naturelles. Pourquoi ne pas essayer d'exporter davantage et de prospérer en tant que pays pour investir davantage dans notre transition énergétique? À l'heure actuelle, nous importons beaucoup de pétrole et de gaz de régimes dans le monde qui ne sont pas aussi favorables aux facteurs ESG ou qui n'en sont pas aussi conscients que les sociétés canadiennes. Nous avons les règles les plus strictes qui soient pour permettre l'exploitation de nos ressources naturelles.

**Professeur Karl Moore :** Selon vous, quel est le plus grand mythe que les Canadiens véhiculent quant aux efforts que déploient l'Ouest canadien dans sa transition vers une économie verte?

**Nancy Southern:** Je crois beaucoup à la communication et que le fossé perçu entre l'Est, le

Centre et l'Ouest du Canada devrait être comblé en favorisant les occasions de mieux se comprendre, soit par un plus grand dialogue ou un débat constructif.

*« L'un des avantages d'une entreprise familiale est que nos rendements sont fondés sur l'opinion de nos clients à notre égard et pas uniquement sur notre marge bénéficiaire. Il s'agit des relations à long terme avec toutes nos parties prenantes et de notre réputation. La confiance de nos parties prenantes à notre égard est au moins aussi importante pour nous que nos résultats financiers. »*

**Professeur Karl Moore :** Les sociétés familiales auront-elles une plus grande capacité que leurs pairs à actionnariat diffus de mettre en œuvre des stratégies de transformation à long terme? La route vers la carboneutralité pourrait être impopulaire parmi les investisseurs à court terme.

Les sociétés à actionnariat diffus peuvent-elles atteindre leurs objectifs de réduction des émissions de GES aussi efficacement que les entreprises familiales?

*« Pour moi, diriger une entreprise ne repose pas sur le contrôle, mais plutôt sur une saine gestion afin d'offrir prospérité et possibilités à toutes les collectivités et personnes que nous servons. Nous sommes maintenant au service d'ATCO depuis quatre générations. C'est intergénérationnel. Et il n'y a pas que ma famille qui est concernée : beaucoup d'employés ont des parents qui ont travaillé dans l'entreprise aussi. »*

**Nancy Southern:** Je crois que les entreprises familiales peuvent avoir une vision à plus long terme. Je ne dirais pas que les sociétés à actionnariat diffus ne croient pas aux facteurs ESG. Certaines y croient et d'autres pas, et probablement que certaines entreprises familiales croient



Les auteurs du rapport L'Avantage familial BNC avec M<sup>me</sup> Nancy Southern

davantage aux facteurs ESG que d'autres. L'un des avantages d'une entreprise familiale est que nos rendements sont fondés sur l'opinion de nos clients à notre égard et pas uniquement sur notre marge bénéficiaire. Il s'agit des relations à long terme avec toutes nos parties prenantes et de notre réputation. La confiance de nos parties prenantes à notre égard est au moins aussi importante pour nous que nos résultats financiers. Je suis très fier de ce que mon grand-père et mon père ont accompli. Je suis aussi fier de ce que nous nous accomplissons pendant mon mandat actuellement. Pour moi, diriger une entreprise ne repose pas sur le contrôle, mais plutôt sur une saine gestion afin d'offrir prospérité et possibilités à toutes les collectivités et personnes que nous servons. Nous sommes maintenant au service d'ATCO depuis quatre générations. C'est intergénérationnel. Et il n'y a pas que ma famille : beaucoup d'employés ont des parents qui ont travaillé dans l'entreprise aussi. Ma mère et mon père ont été d'excellents modèles qui ont tout redonné à la collectivité. Et même ici, à notre siège social, nous voulions que ce soit un endroit pour la collectivité. Les personnes âgées qui vivent dans cette région participent à des tournois de bridge, organisent des réunions de clubs de lecture et des déjeuners-causeries. Le lien intangible entre notre entreprise et la collectivité est vraiment spécial, et je ne veux pas que nous perdions ça. Il pourrait être difficile pour les administrateurs de comprendre cela au début, mais ils ne veulent pas non tout risquer pour mettre en péril ce lien particulier. C'est pourquoi nous devons donc faire preuve d'une grande créativité et être très sûrs de nos partenariats et de la façon dont nous pouvons évoluer dans le nouveau monde et croître.

**Professeur Karl Moore :** Quel serait un exemple de défi de gestion dans le cadre d'une entreprise familiale?

**Nancy Southern:** Les entreprises familiales sont souvent confrontées à des restrictions en matière d'accès au capital-actions. Cela fait 40 ans que nous n'avons pas émis de capital-actions. Lorsque j'ai commencé, notre actif était d'environ 7 milliards de dollars et il est maintenant de 22 milliards de dollars. Notre croissance a été financée principalement par de la dette et des bénéfices réinvestis. Il vient un moment où, dans toutes les entreprises, qu'elles soient cotées en bourse, à actionnariat diffus ou contrôlées, si vous ne voulez pas stagner, le prochain seuil est d'augmenter

les capitaux propres. C'est une décision très difficile pour une famille. Les sociétés à actionnariat diffus n'ont pas les mêmes restrictions ou les mêmes préoccupations. Toutes les entreprises veulent s'assurer d'être rentables lorsqu'elles émettent des titres, mais si vous émettez des titres d'une entreprise familiale cotée en bourse, vos paris doivent être bien réfléchis. Vous ne voulez pas jouer le tout pour le tout si vous misez les avoirs de l'ensemble de votre famille. Par exemple, à ATCO, nous misons beaucoup sur la production et la distribution d'hydrogène, et nous ne voulons pas que ce soit la seule corde à notre arc.

**Professeur Karl Moore :** Dans quelle mesure la prochaine génération vous motive-t-elle ou vous inspire-t-elle à définir la stratégie de la société?

**Nancy Southern:** Ma fille Kelly [Koss-Brix], l'aînée de la 4<sup>e</sup> génération, s'est jointe au conseil d'administration de Canadian Utilities à l'assemblée générale annuelle de mai 2023. Ma sœur Linda et moi avons fait participer nos cinq enfants. Avec la grâce et la bénédiction de notre directeur principal et de nos administrateurs, ils ont été invités à diverses réunions du conseil d'administration à titre d'observateurs et ont visité nos installations. La direction a aussi gracieusement donné le temps aux membres de la famille de bien comprendre chacune des activités d'ATCO Group. Nous organisons une sortie familiale annuelle où chaque membre de la famille présente une idée d'entreprise ou un projet précis dont nous pouvons tirer des leçons à partir de la base.

**Professeur Karl Moore :** Comme vous l'avez dit, votre fille Kelly s'est récemment jointe au conseil d'administration de Canadian Utilities. Vous attendez-vous à ce qu'un membre de la quatrième génération prenne les rênes d'ATCO en temps et lieu?

---

*« Ce qui me motive, c'est le sentiment d'avoir une raison d'être et d'atteindre cet objectif en faisant de bonnes affaires. C'est ce qui m'apporte de la satisfaction : stimuler le développement économique et aider les gens à comprendre ce que c'est que de travailler fort pour gagner un dollar et créer plus de possibilités. Pouvoir offrir des opportunités à la communauté est extrêmement gratifiant. Voilà les valeurs que Linda et moi espérons transmettre à la prochaine génération. »*

---

**Nancy Southern:** Jusqu'à maintenant, personne n'a exprimé le désir de prendre mon emploi; ils sont tous relativement jeunes. Trois d'entre eux ont encore moins de 30 ans. Ils vont devoir rivaliser avec des gens très talentueux pour obtenir mon emploi, mais je n'exclus pas la possibilité qu'ils se lancent dans cette direction. L'occasion serait là s'ils le voulaient. Dans tous les cas, Linda et moi voulons nous assurer qu'ils comprennent leur rôle en matière de gouvernance. Posséder une entreprise comme ATCO entraîne une plus grande responsabilité. Vous pourriez dépenser 100 millions de dollars pour construire un système de gaz naturel dans le Grand Nord ou construire une centrale solaire et penser simplement sur le plan de rendement incrémentaux. Mais pour moi, il s'agit aussi de faire participer la collectivité à l'élaboration de tels projets. Ce sont les possibilités d'emploi, la capacité de travailler fort, d'être propriétaire et de donner une meilleure vie à sa famille. C'est plus que des dépenses en capital. Ce qui me motive, c'est le sentiment d'avoir une raison d'être et d'atteindre cet objectif en faisant de bonnes affaires. C'est ce qui m'apporte de la satisfaction : stimuler le développement économique et aider les gens à comprendre ce que c'est que de travailler fort pour gagner un dollar et créer plus de possibilités. Pouvoir offrir des opportunités à la communauté est extrêmement gratifiant. Voilà les valeurs que Linda et moi espérons transmettre à la prochaine génération. Ce sont certainement les valeurs que nos parents nous ont données. Ce n'est pas le sentiment que tout nous est dû. Si vous travaillez fort, vous obtiendrez un rendement et vous serez très satisfait d'avoir réussi à obtenir un rendement pour quelqu'un d'autre. Une chose est claire pour ma sœur et moi : nous ne voulons pas que cette entreprise soit mise en vente. Nous voulons être à la hauteur de nos responsabilités envers toutes les personnes qui ont consacré leur carrière à cette entreprise. Nous voulons être en mesure d'offrir des possibilités à d'autres collectivités et à d'autres concitoyens que nous-mêmes. La responsabilité sociale est aussi importante que de faire des bonnes affaires. Linda et moi avons travaillé très fort pour transmettre ces valeurs.

**Professeur Karl Moore :** Quelle devrait être la raison d'être d'une société contemporaine comme ATCO?

**Nancy Southern:** Il est essentiel que les sociétés remettent constamment en question le statu quo et changent le cours des choses. Faire des affaires sur le pilote automatique ne fonctionne pas. Lorsque vous êtes une organisation de 75 ans comme ATCO, vous vous retrouvez parfois dans une situation difficile. Il est facile de suivre une trajectoire prévisible et de penser à ce que sera votre plan d'affaires dans un an ou deux, mais comment vous sortez-vous de cette situation? Comment créer quelque chose d'extraordinaire? Vous devez travailler à changer le cours des choses. Nous ne pouvons pas nous contenter de rester entre les quatre murs de nos bureaux. Par exemple, je ne peux pas me plaindre du fait que les organismes de réglementation n'ont pas un mandat clair en matière de changements climatiques, je dois en assumer la responsabilité. Je dois passer du temps à Ottawa et à l'Assemblée législative de l'Alberta. Je dois passer du temps en Australie. Vous devez prendre en charge ce que vous voulez faire. Je veux que tous ceux qui travaillent pour ATCO commencent à se demander si ce qu'ils font aujourd'hui contribue à nous diriger vers là où nous voulons être en 2030 ou en 2035. Je me sens comme lorsque mon grand-père a lancé l'Alberta Trailer Hire Company en 1947 et qu'il n'y avait aucune limite. Vous ne saviez pas ce que vous ne pouviez pas faire. L'art du possible est là pour nous.



(Photo fournie par Saputo)



## Entrevue avec Lino A. Saputo

Président du conseil d'administration,  
Président et chef de la direction, Saputo inc.

Le 4 juillet 2023 à Montréal

Lino A. Saputo détient un baccalauréat en science politique de l'Université Concordia. En 1988, il s'est joint à Saputo en tant qu'adjoint administratif. Au cours des années suivantes, il a commencé à gravir les échelons, gérant une usine en Ontario et occupant divers postes d'administration et de marketing. En 1993, il est devenu vice-président, Opérations et, en 1998, vice-président exécutif, opérations. De juillet 2001 à janvier 2004, il a été président et chef de

l'exploitation de la Division Produits laitiers (USA) de la Société. Depuis mars 2004, il agit à titre de chef de la direction de la Société et, en janvier 2022, il a également assumé le rôle de président. De plus, il est président du conseil d'administration depuis août 2017, après avoir été nommé vice-président en 2011. En 2019, il s'est vu décerner le titre de P.-D. G. de l'année du Canada.



(Photo fournie par Saputo)

## Saputo

*Saputo, l'un des dix plus grands transformateurs laitiers au monde, produit, met en marché et distribue une vaste gamme de produits laitiers de la meilleure qualité, notamment du fromage, du lait nature, des produits laitiers et de la crème ayant une durée de conservation prolongée, des produits de culture bactérienne et des ingrédients laitiers. Saputo est un important fabricant de fromage et transformateur de lait nature et de crème au Canada, un important transformateur laitier en Australie et le plus grand transformateur laitier en Argentine. Aux États-Unis, la Société est l'un des trois plus grands fabricants de fromage et l'un des plus importants fabricants de produits laitiers ayant une durée de conservation prolongée et de produits de culture bactérienne. Au Royaume-Uni, Saputo est le plus grand fabricant de fromages de marque et de tartines lactées. Outre sa gamme de produits laitiers, Saputo produit, met en marché et distribue une gamme de fromages et de breuvages à base de plantes. Les produits de Saputo sont vendus dans plusieurs pays sous des marques phares ainsi que sous des marques privées. Saputo inc. est une société ouverte et ses actions sont cotées à la Bourse de Toronto sous le symbole « SAP ».*

**Professeur Karl Moore :** Pouvez-vous nous parler de vos débuts chez Saputo, avant d'avoir rejoint l'entreprise officiellement en 1988, et de votre ascension jusqu'au poste de Directeur général en 2004?

**Lino A. Saputo :** J'avais 13 ans, je travaillais chez Saputo durant l'été. J'ai eu le plaisir et le privilège de pouvoir suivre mon père au travail. Lorsque je me rendais à l'usine, je donnais un coup de main. Je me revois en train d'emballer le fromage ricotta à la main dans de la cellophane ou du papier ciré. En rentrant du travail, mon père me demandait : « Est-ce qu'ils t'ont payé? » Je répondais : « Non, ils ne m'ont pas payé. » Il sortait de sa poche une enveloppe avec 10 \$. Il disait : « Voici ta paie. » Ce fut ma première interaction avec l'entreprise. Le droit du travail était bien différent de ce qu'il est aujourd'hui! L'année suivante, à 14 ans, j'ai obtenu mon numéro d'assurance sociale parce que je voulais vraiment travailler. Je voulais « puncher ma carte », être en immersion totale dans l'usine. J'ai com-

mencé par balayer les planchers et laver les cuves à lait. Puis, un peu plus vieux, ils m'ont confié la fabrication de certains fromages. C'est à ce moment que j'ai su que cet environnement me convenait parfaitement, et ce pour deux raisons. D'abord, parce que j'aime le travail manuel et l'activité physique, et deuxièmement, parce que j'aimais les gens avec qui je travaillais, ainsi que la culture et l'environnement. Quand mon père descendait du bureau, tout le monde s'enthousiasmait : « Oh, M. Saputo est dans l'usine. » Ils étaient ravis de le voir s'intéresser aux opérations. Je me suis dit que c'était vraiment l'environnement dans lequel je voulais évoluer. Donc, de 14 à 22 ans, alors que j'étais encore à l'école, j'ai passé la plupart de mes fins de semaine et de mes congés scolaires à travailler pour la compagnie. J'ai commencé par la fabrication, puis j'ai obtenu un poste dans l'entrepôt. Une fois à l'université, en 1988, j'ai commencé à travailler à temps plein dans les bureaux de Saputo. Je connaissais l'entreprise de fond en comble. Après tout, je faisais déjà partie de l'entreprise depuis une dizaine d'années. À l'époque, nous n'avions que deux usines dans notre système. Aujourd'hui, nous en détenons 66 dans cinq pays différents.

---

*« J'avais 13 ans, je travaillais chez Saputo durant l'été. (...) Une fois à l'université, en 1988, j'ai commencé à travailler à temps plein dans les bureaux de Saputo. Je connaissais l'entreprise de fond en comble. Après tout, je faisais déjà partie de l'entreprise depuis une dizaine d'années. À l'époque, nous n'avions que deux usines dans notre système. Aujourd'hui, nous en détenons 66 dans cinq pays différents. »*

---

**Professeur Karl Moore :** Les employés savaient tous qui vous étiez. Est-ce que cela changeait votre dynamique au travail?

**Lino A. Saputo :** Ils savaient tous qui j'étais, mais je ne m'attendais pas à recevoir de traitement de faveur. J'ai toujours voulu travailler plus fort que les autres, j'adorais ça. Si mon patron, le directeur de l'usine, me disait : « Occupe-toi de ça, » je m'assurerais d'apprendre les rouages du métier et de bien faire mon travail. Je n'ai jamais eu de privilèges particuliers. En fait, mon père venait dans l'usine et disait à mon superviseur : « Assurez-vous





*L'usine Saputo de Davidstow, au Royaume-Uni (photo fournie par Saputo)*

que mon fils travaille plus que les autres. » Dans notre famille, ce n'est pas parce que votre nom figure sur la porte de l'entreprise que vous bénéficiez de privilèges. J'ai adoré cet environnement, et je me sentais parfaitement à l'aise au sein de l'équipe. Mon premier patron, M. Borelli, était directeur d'usine. Je dirais que c'est lui qui a contribué le plus à ma formation de gestionnaire aujourd'hui : il m'a appris à gérer une usine. Un jour, il m'a donné un chronomètre et un bloc-notes, et il m'a dit : « Je veux que tu ailles au service d'emballage et que pendant une heure, à chaque minute, tu notes le nombre de cycles de la machine. » Je suis descendu avec mon bloc-notes et j'ai commencé à compter : « Cette fois-ci, c'est neuf cycles, dix cycles, huit cycles, neuf cycles. » J'ai tout noté, pendant une heure. Lorsque je lui ai présenté mon travail, il m'a dit : « Non, tu n'as pas terminé, viens me voir. Combien d'employés se trouvaient sur la ligne? Trois. Voici ce qu'ils gagnent à l'heure. Calcule le profit moyen de tes cycles. Pour chaque cycle, il y avait trois blocs de fromage, et chaque bloc pesait 5 livres. Ça fait 15 livres au total. Calcule notre coût par livre. » C'est ainsi que j'ai

appris à faire un budget. Lorsque j'ai géré ma première usine en 1990 à Cookstown, en Ontario, notre plus petite usine de mozzarella, j'ai compris comment établir mon budget. Je suis entré dans l'usine avec un chronomètre et un bloc-notes. Il y avait des gens comme M. Borelli qui m'ont pris sous leur aile. Je me souviens qu'il m'a dit : « Tu sais, un jour tu seras là-haut. Tu dois savoir ce qui se passe ici. » Néanmoins, je n'ai jamais eu la prétention de penser qu'un jour je serais « là-haut ». Je me voyais bien rester avec les gars de l'usine. C'est ce que je voulais faire. Il m'a beaucoup appris.

---

***« (...) je ne m'attendais pas à recevoir de traitement de faveur. J'ai toujours voulu travailler plus fort que les autres, j'adorais ça. (...) Mon père venait dans l'usine et disait à mon superviseur : 'Assurez-vous que mon fils travaille plus fort que les autres'. Dans notre famille, ce n'est pas parce que votre nom figure sur la porte de l'entreprise que vous bénéficiez de privilèges. »***

---

**Professeur Karl Moore :** Vous êtes aujourd'hui le seul membre de la famille Saputo à siéger au conseil d'administration et à faire partie de la direction. Vous auriez pu avoir à peu près n'importe quelle autre carrière avec beaucoup moins de pression, mais vous avez choisi de relever le défi d'amener Saputo vers de nouveaux sommets. Aujourd'hui, Saputo est l'un des 10 meilleurs transformateurs laitiers au monde, et vous exécutez un plan stratégique mondial dans un contexte macroéconomique difficile. Vous avez étendu vos activités à l'Australie, à l'Argentine et au Royaume-Uni. Qu'est-ce qui vous incite à demeurer Président et chef de la direction et Président du conseil d'administration?

**Lino A. Saputo :** J'adore le fromage! J'adore l'industrie laitière et sa chaîne de valeur, et je la comprends bien. Je respecte le travail acharné des producteurs laitiers qui nous fournissent. Je rappelle souvent à nos parties-prenantes, que sans les producteurs laitiers, il n'y aurait tout simplement pas d'industrie. Il est essentiel de savoir ce qui se passe d'abord au niveau de la ferme. Ensuite, nous pouvons récupérer les matières premières et les transformer. Lors de mes premiers voyages en Australie, en prévision de notre expansion dans le pays, j'ai insisté pour que nous organisions des assemblées publiques avec les producteurs laitiers. En effet, j'étais convaincu

qu'ils devaient d'abord apprendre à nous connaître et qu'ensuite nous pourrions acheter l'entreprise. Tout comme la connaissance du fonctionnement d'une usine, il est également important d'être sur le terrain. Pour moi, faire des affaires, c'est une question d'authenticité, de personnes, de passion et d'excellence opérationnelle. J'ai été invité à visiter de nombreuses fermes pour présenter ce que nous faisons chez Saputo. Vous n'avez pas idée du nombre de scones que j'ai mangés aux tables des fermes australiennes. C'est ce qui vous relie à l'industrie.

**Professeur Karl Moore :** Pouvez-vous nous parler brièvement des origines de Saputo?

**Lino A. Saputo :** Dans les années 1940, mon grand-père travaillait comme fromager qualifié en Sicile. Après la Seconde Guerre mondiale, l'Italie a connu une période assez difficile. Mon grand-père avait huit enfants, quatre garçons et quatre filles. Il pensait que la Sicile n'était pas l'endroit idéal pour ses enfants. Il avait un frère qui avait émigré à New York qui ne cessait de lui dire : « Tu sais, si vous êtes une famille de travailleurs, il faut venir au pays des possibilités. » Mon grand-père a donc demandé un visa d'immigration pour les États-Unis, mais il n'a pas pu l'obtenir. Au bout de quelques années, il a appris que le meilleur moyen de se rendre aux États-Unis était de passer par le Canada. Il a décidé de quitter la



*Des employés de Saputo lors de la Grande Corvée Alimentaire Saputo (photo : Benoit Rousseau, 2019)*

Sicile pour Montréal en 1950 avec mon oncle Frank, qui était l'aîné des garçons. Dans un premier temps, ils sont allés travailler dans une ferme en Ontario. Plus tard, ils se sont retrouvés à Montréal, où ils ont présenté une nouvelle demande de visa pour les États-Unis. On leur a encore refusé l'entrée. Deux ans s'étaient écoulés et mon père, désormais âgé de 15 ans, était toujours en Sicile. Il a demandé à sa mère : « Écoute, ça fait deux ans qu'on est séparés. Allons au Canada et réunissons notre famille. Ce qui doit arriver arrivera. » Mon père était persuadé que son père était parti en Amérique du Nord pour rester entrepreneur. Cependant, la plupart des immigrants n'étaient pas des entrepreneurs, mais des ouvriers. Il n'y a pas de honte à ça, mais mon père s'était imaginé autre chose.

---

**« Ce lundi matin de 1954, mon grand-père, ma grand-mère et mon père ont joint leurs efforts et ont commencé à produire du fromage. Saputo a commencé avec 500 \$ et une bicyclette. La bicyclette servait pour les livraisons! »**

---

Lorsque mon père est arrivé le 8 décembre 1952, il s'attendait à ce que son père soit bien habillé. Mon grand-père, qui était devenu ouvrier, les a récupérés au port. C'était un homme brisé. Il était dans la quarantaine et, pendant deux ans, il avait effectué un travail physique qu'il n'avait jamais fait auparavant. Mon père, alors adolescent, pensait pouvoir ouvrir une entreprise pour son père. Il disait aux gens : « Il doit redevenir entrepreneur. » Pour atteindre cet objectif, il a accepté trois emplois. Il travaillait pour une entreprise de viandes froides fines : trois jours par semaine à l'usine et deux jours sur la route avec le propriétaire de l'entreprise, qui vendait ses produits à des commerces de quartier de Montréal. En effectuant les livraisons, il s'est rendu compte que personne n'offrait de fromages italiens fins à la communauté italienne de plus en plus importante dans la ville. Il a accepté deux autres emplois : le vendredi soir, il livrait des courses à vélo pour une épicerie et le samedi et le dimanche, il jouait dans un groupe de musique. Il gardait pour lui l'argent qu'il gagnait les fins de semaine. C'était son capital de risque! L'argent qu'il gagnait pendant la semaine, il devait le donner à son père, le patriarche, pour subvenir à tous les besoins de la famille. Au bout de deux ans, il avait économisé 500 \$ et voulait ouvrir un commerce de fromages italiens fins pour

son père. Il voulait acheter du matériel pour produire du fromage, mais il avait besoin d'un permis du gouvernement pour se lancer dans la production. Il a alors rencontré un inspecteur qui lui a expliqué qu'il ne lui délivrerait pas de permis parce qu'il y avait trop de fabricants de fromage, mais il a dit : « Écoutez, il y a un gars que je connais qui a une fromagerie. S'il accepte de vous louer une partie de son usine, vous pouvez fabriquer du fromage sous son permis. » Mon père, alors âgé de 17 ans, négocie un contrat de location d'un espace de 10 pieds par 10 pieds. Il s'est procuré du matériel à l'insu de mon grand-père. Il est rentré chez lui, et il s'est empressé d'annoncer : « Papa, à partir de lundi matin, nous travaillons à notre compte. » Mon grand-père était en colère. Dans la culture italienne, ce n'est pas le fils qui dit au patriarche ce qu'il va faire pour vivre et, surtout, il craignait que son fils prenne un engagement qu'il ne pourrait pas honorer. Il avait un loyer à payer en vertu de son contrat nouvellement signé et n'avait pas encore de clients. Mon grand-père a senti qu'il n'avait pas d'autre choix que d'aider son fils à honorer cet engagement. Ce lundi matin de 1954, mon grand-père, ma grand-mère et mon père ont joint leurs efforts et ont commencé à produire du fromage. Saputo a commencé avec 500 \$ et une bicyclette. La bicyclette servait pour les livraisons!



*Les auteurs du rapport L'Avantage familial BNC avec M. Lino A. Saputo*

**Professeur Karl Moore :** En janvier 2022, le titre de « Président » est venu s'ajouter à vos fonctions de PDG et de Président du conseil d'administration. En quoi cet ajout a-t-il changé vos responsabilités quotidiennes?

**Lino A. Saputo :** Depuis que j'ai accepté le poste de Président, je travaille directement avec Leanne

Cutts, Présidente et chef de l'exploitation, International et Europe, et Carl Colizza, Président et chef de l'exploitation, Amérique du Nord, à la mise en œuvre de notre plan stratégique. Je suis plus enthousiaste que jamais à l'idée d'être au plus près de nos opérations.

**Professeur Karl Moore :** Pendant la pandémie Covid-19, vous n'avez pas interrompu vos activités. Pouvez-vous nous parler de cette période difficile?

**Lino A. Saputo :** Pendant la pandémie Covid-19, nous n'avons pas fermé. Nous avons eu beaucoup de chance d'être considérés comme un service essentiel par le gouvernement. Je me souviens c'était le jour de l'anniversaire de mon fils, le 12 mars 2020. Le monde entier s'est arrêté. C'était un jeudi soir, et nous n'avions aucune idée de ce que cela signifiait pour nos clients ou pour le monde. Et nous n'avions aucune idée combien de temps cela durerait. Il y avait tellement d'incertitude. J'ai commencé à anticiper les réactions de nos employés. Ils appelaient le service des Ressources humaines et des Communications pour savoir quelles seraient les conséquences de la pandémie sur leur emploi. Je me rappelle avoir convoqué une réunion du conseil d'administration un dimanche et avoir annoncé : « Écoutez, voici ce que j'aimerais faire lundi matin. Je tiens à dire

clairement à nos employés que, quoi qu'il arrive, ils toucheront leur salaire, qu'ils viennent au bureau ou non, qu'ils travaillent à l'usine ou non. Notre bilan est assez solide. Nous pouvons le faire parce que dans un monde d'incertitude, je veux au moins leur donner l'assurance qu'ils auront un revenu. » Le lendemain, nous avons publié le communiqué suivant : « Tant qu'il n'y aura pas de vaccin, tant que nous ne saurons pas où va le monde, il n'y aura pas de mises à pied liées à la crise de la Covid-19 dans l'ensemble de l'entreprise. » J'avais l'appui du conseil d'administration. Cela correspond à notre culture d'entreprise. Nous prenons soin de notre personnel. Je me souviens d'avoir entendu un membre de notre conseil d'administration dire : « Lino, vous faites passer le sentiment d'appartenance avant le profit, et j'adore ça. C'est pour ça que je suis membre du conseil d'administration. » C'est exactement ce que nous avons fait, nous avons fait passer le bien des employés au-delà de nos profits pendant la pandémie. Nous avons eu la chance que notre industrie soit un service essentiel et que nous ayons pu maintenir nos activités. Or, nous n'avions aucune idée de la durée ou de l'ampleur de la crise. Comme les clients de notre secteur des services alimentaires ont fermé leurs portes, nous avons dû adapter notre offre pour servir le



*Panneaux solaires installés à l'usine Saputo de Davidstow au Royaume-Uni (photo fournie par Saputo)*

commerce de détail plutôt que les distributeurs du secteur de la restauration. Les gens n'auraient pas acheté un bloc de mozzarella de cinq livres autrement destiné aux restaurants!

**Professeur Karl Moore :** Comment votre modèle d'affaires aujourd'hui se compare-t-il à celui d'avant la pandémie?

**Lino A. Saputo :** Le monde est différent. Lorsque les marchés ont rouvert, nous avons été confrontés à une série de défis : pénuries de main-d'œuvre, enjeux logistiques et inflation galopante, entre autres. Vous pensez peut-être que vous allez continuer à fonctionner comme au cours des 60 dernières années en essayant de garder la tête hors de l'eau, mais ce n'est pas le cas. Nous avons dû faire les choses différemment tout en ne perdant pas de vue notre plan stratégique.

---

*« Un des membres de notre conseil d'administration a dit : 'Lino, vous faites passer le sentiment d'appartenance avant le profit, et j'adore ça. C'est pour ça que je suis membre du Conseil.' »*

---

**Professeur Karl Moore :** Nous savons que l'Australie bénéficie d'un marché laitier déréglementé et qu'elle est particulièrement bien placée pour répondre aux besoins des marchés asiatiques,<sup>19</sup> où la demande de produits laitiers est encore peu exploitée et connaît une croissance rapide. On estime que la consommation de lait par habitant en Chine représente environ un dixième de celle des pays développés et un tiers de la moyenne mondiale. La présence de Saputo en Australie s'inscrit-elle dans une stratégie visant à se tourner vers l'Asie?

**Lino A. Saputo :** Permettez-moi de vous expliquer comment nous percevons l'industrie laitière mondiale. Il n'y a que cinq régions clés dans le monde qui sont des régions productrices de lait de qualité et qui peuvent à la fois produire, transformer et exporter internationalement. Toutes les autres régions sont des importateurs nets. Si nous voulons nourrir les consommateurs du monde entier, nous devons être présents dans les régions riches en lait, à savoir le Canada, les États-Unis, certaines parties de l'Amérique latine, l'Europe et l'Océanie. Nous occupons une position dominante au Canada, aux États-Unis, en Amérique

latine, grâce à l'Argentine, et en Océanie par le biais de l'Australie. Sur le vieux continent, nous sommes chefs de file au Royaume-Uni. Je ne dirais pas que nous dominons le marché, mais nous détenons par exemple la principale marque de cheddar au détail au Royaume-Uni, soit *Cathedral City*. Depuis ces cinq pôles de productions clés, nous pouvons répondre aux besoins des marchés domestiques tout en ayant des surplus de lait et de biens solides [NDLR : fromages entre autres] que nous pouvons exporter sur les marchés mondiaux. Nous exportons de l'Australie vers les pays du Pacifique, pas seulement en Chine, mais aussi au Japon et en Corée du Sud. Bien que la Chine, le Japon et la Corée du Sud comptent une très bonne communauté laitière, leurs producteurs laitiers ne disposent pas de suffisamment de solides et d'expertise pour pouvoir développer leur base laitière actuellement. Tous les solides excédentaires doivent provenir d'autres pays. Les pays asiatiques ont davantage confiance dans les produits importés, en particulier ceux provenant de pays comme l'Australie, qui ont l'habitude de fabriquer des produits de haute qualité. C'est l'une des raisons pour lesquelles nous sommes allés en Australie, pour produire des solides laitiers de grande qualité. Les pays asiatiques achètent dans des pays comme l'Australie, et parmi les producteurs en Australie, ils veulent acheter à des entreprises qui bénéficient d'une excellente réputation, comme Saputo. Saputo exporte également au Moyen-Orient par l'entremise de différentes plateformes. Nous vendions auparavant à la Russie, mais nous y avons interrompu nos exportations après le début de la guerre en Ukraine. La stratégie d'expansion de Saputo est très simple. Nous faisons des acquisitions stratégiques dans les régions productrices de lait qui correspondent à nos besoins et qui complètent nos activités existantes.

Et pour répondre à votre question sur l'augmentation de la demande mondiale de produits laitiers, elle repose sur le fait que, comme de plus en plus de gens font partie de la classe moyenne mondiale, ils ont maintenant les moyens de se payer un réfrigérateur pour entreposer des produits laitiers chez eux. Les pays en développement reconnaissent que, dans le monde occidental, les sources de protéines animales, y compris les produits laitiers, ont permis aux populations d'être en meilleure santé.

---

<sup>19</sup>L'Australie a supprimé les prix de soutien et les quotas en 2000 et bénéficie d'accords de libre-échange bien établis avec des pays asiatiques comme la Chine, le Japon et la Corée du Sud.

**Professeur Karl Moore :** Les valeurs de votre famille et votre vision à long terme ont-elles joué un rôle dans l'intégration des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) dans la stratégie à long terme de l'entreprise? Qu'est-ce qui a motivé Saputo à devenir un chef de file en matière de facteurs ESG?

**Lino A. Saputo :** Les facteurs ESG ne se limitent pas seulement à l'aspect environnemental. Les aspects sociaux et de gouvernance sont également très importants pour nous et remontent aux débuts de Saputo. Mes parents ont toujours été engagés dans la dimension sociale. Ils ont toujours redonné à la communauté. En matière de gouvernance, nous nous sommes toujours appuyés sur des principes très simples : « Faire ce qui est juste parce que c'est la bonne chose à faire. » En ce qui concerne notre intérêt envers le volet environnemental, les influences externes existent. Sachez toutefois qu'il ne s'agit pas seulement des investisseurs, mais aussi de nos clients et de nos employés. Nos employés veulent être fiers de travailler pour une entreprise qui ne nuit pas à l'environnement. Nous avons adhéré à *Pathways to Dairy Net Zero*, une initiative visant à accélérer les efforts de lutte aux changements climatiques dans l'industrie laitière. Nous nous sommes engagés à accélérer nos objectifs de rendement en matière de climat, d'eau et de déchets à l'échelle mondiale d'ici 2025. Nous fixons ces objectifs en écoutant toutes nos parties prenantes, et pas seulement nos actionnaires.

Parmi les premières mesures notables, nous avons publié notre rapport *La promesse Saputo* en 2018. Nous suivons de près et divulguons nos émissions des champs d'application [NDLR : connus comme « Scope » en anglais] 1 et 2 depuis plus de 10 ans ainsi que nos émissions de CO<sub>2</sub> des champs d'application 3 depuis les cinq dernières années. En 2021, nous avons introduit une structure de prêt liée au développement durable dans notre facilité de crédit, laquelle comporte une tarification liée aux objectifs ESG. Nous alimentons de plus en plus nos usines avec des sources d'énergie renouvelable. Nous avons récemment installé près de 10 000 panneaux solaires dans notre usine britannique de Davidstow afin de réduire de plus de 1 000 tonnes par an nos émissions de CO<sub>2</sub>. Nous avons également conclu un accord d'achat d'électricité renouvelable à grande échelle qui permettra de compenser notre consommation

d'électricité en Australie par de l'énergie renouvelable. Ainsi, nous réduirons nos émissions de 61 000 tonnes de CO<sub>2</sub> et soutiendrons notre objectif de 2025 visant à réduire l'intensité des émissions de CO<sub>2</sub> de 20 % par rapport aux niveaux de 2020.

**Professeur Karl Moore :** Vous semblez être en avance quant à l'atteinte de vos cibles environnementales. Est-ce que ceci vous aide dans vos affaires?

**Lino A. Saputo :** Au Canada, je pense que nous sommes en avance, mais nous avons encore beaucoup de travail à faire pour convaincre les consommateurs et les investisseurs que les produits laitiers sont bons pour la durabilité.

**Professeur Karl Moore :** En ce qui concerne l'équité, la diversité et l'inclusion, tout en reconnaissant qu'il reste encore une marge de progression importante et que la diversité n'est pas seulement une question d'égalité entre les sexes, le conseil d'administration de Saputo compte 60 % de femmes, comparativement à une moyenne de 28 % pour les sociétés de l'Indice BNC des entreprises familiales et de 18 % pour le TSX. La diversité et l'inclusion ont-elles toujours été importantes pour Saputo?

**Lino A. Saputo :** Oui. Nous nous efforçons en permanence de promouvoir la diversité. Qu'il s'agisse de promotions internes ou de candidats externes au conseil d'administration, nous entendons élargir le profil de la diversité et de l'inclusion. Si nous faisons passer des entretiens, nous devons faire appel à des personnes d'origines diverses et être totalement inclusifs, à l'interne comme à l'externe. Pour nous, la diversité ne se limite pas aux différences culturelles et aux groupes minoritaires. Il s'agit également de personnes issues d'environnements différents, si bien que les influences et les échanges au niveau du conseil d'administration et de la direction peuvent être très différents et enrichissants.

**Professeur Karl Moore :** Saputo fait souvent référence à son « engagement à créer de la valeur pour les parties prenantes » de l'entreprise. Pouvez-vous nous en dire plus sur la relation unique que vous entretenez avec les parties prenantes de votre entreprise?

---

*« Nous nous efforçons de créer de la valeur pour nos actionnaires, nos employés, nos fournisseurs et nos clients. Nous devons constamment nous assurer que nous faisons ce qu'il faut. En même temps, il faut être conscient qu'il faut faire croître l'entreprise. L'équilibre est parfois difficile à trouver, surtout dans le monde actuel. »*

---

**Lino A. Saputo :** Quand je parle de parties prenantes, je parle de tous les intervenants. Nous nous efforçons de créer de la valeur pour nos actionnaires, nos employés, nos fournisseurs et nos clients. Nous devons constamment nous assurer que nous faisons ce qu'il faut. En même temps, il faut être conscient qu'il faut faire croître l'entreprise. L'équilibre est parfois difficile à trouver, surtout dans le monde actuel. Il y a tellement d'exigences différentes. Lorsque mon père dirigeait l'entreprise, ses principales préoccupations portaient sur la collecte du lait, la fabrication du meilleur fromage, la vente aux clients et les bénéfices. Aujourd'hui, ces questions sont toujours au centre de mes préoccupations, mais je dois aussi me soucier d'un tas d'autres choses. Par exemple, nous devons aussi veiller à ce que nos fournisseurs tiers et nos producteurs laitiers respectent un code de conduite strict et à ce que nous nous approvisionnions en ingrédients clés, tels que l'huile de palme, auprès de producteurs qui respectent des normes de durabilité reconnues.

---

*« Je dois non seulement penser à l'excellence opérationnelle et au rendement financier, mais aussi à la façon dont nos fournisseurs traitent les vaches à 4 heures du matin. »*

---

Un soir de 2014, j'étais allongé dans mon lit et je regardais le journal télévisé de CBC The National avec Peter Mansbridge. On y présentait un rapport sur la cruauté envers les animaux dans une ferme de Chilliwack, en Colombie-Britannique. Ils ont diffusé des images de travailleurs agricoles qui maltraitaient les vaches... c'était épouvantable. Je me souviens m'être dit que cela allait être terrible pour l'industrie laitière. J'espérais que les Producteurs laitiers du Canada feraient quelque chose à ce sujet. Quand je suis arrivé au bureau le lendemain matin, notre cheffe des communications est venue à mon bureau et m'a

dit : « Nous sommes en crise. Le lait de cette ferme de Chilliwack, en Colombie-Britannique, est expédié à Saputo et l'organisation de lutte contre la cruauté envers les animaux s'en prend à nous. Ils demandent de boycotter nos produits. » Nous avons essayé de communiquer avec la Commission canadienne du lait à ce sujet. Nous avons appelé Ottawa, le B.C. Milk Marketing Board. Personne n'intervenait et j'étais en colère. Au Canada, les acheteurs de lait doivent passer par les offices provinciaux de mise en marché. On ne peut pas savoir de quelle ferme provient le lait. Nous n'avions donc aucune idée de la provenance de notre lait, ce qui pouvait avoir de graves répercussions sur notre réputation. Nous avons décidé de défendre nos valeurs et avons refusé le lait qui, selon nous, provenait de la ferme de Chilliwack au quai de réception de l'usine Saputo. Tout à coup, suite à notre refus de ce lait, tout le monde nous a rappelés : l'office de mise en marché, le gouvernement, les Producteurs laitiers du Canada. Ils m'ont dit : « Vous savez, vous ne pouvez pas refuser le lait à cause de la cruauté envers les animaux, vous ne pouvez le refuser que sur la base de la mauvaise qualité. Vous êtes obligés d'accepter la livraison. » J'ai répondu : « Vous voulez me poursuivre, poursuivez-moi, mais ce lait n'entrera pas dans notre usine. » Nous avons alors décidé d'élaborer une politique sur le bien-être animal qui nous donnerait le droit de refuser du lait sur la base de la cruauté envers les animaux. Cette politique figure désormais dans l'un des piliers de la promesse Saputo.<sup>20</sup> Ce n'est qu'un exemple. Comme je disais, je dois non seulement penser à l'excellence opérationnelle et au rendement financier, mais aussi à la façon dont nos fournisseurs traitent les vaches à 4 heures du matin.

**Professeur Karl Moore :** Les entreprises familiales sont-elles intrinsèquement créatrices de valeur pour tous les parties-prenantes d'une entreprise? En d'autres termes, dans le contexte des entreprises familiales, devrions-nous parler de rendement pour les intervenants plutôt que pour les actionnaires?

**Lino A. Saputo :** En tant qu'entreprise familiale, nous avons le luxe, et ce n'est pas toujours facile, d'envisager le long terme. Je sais que notre entreprise est plus forte aujourd'hui qu'il y a un an, deux ans, trois ans. Or, Bay Street ne nous

---

<sup>20</sup>Pour en savoir plus sur les rapports et les objectifs de la promesse Saputo : <https://saputo.com/fr-ca/notre-promesse>.

reconnaît pas toujours ce mérite, car ils se concentrent plutôt sur la capacité de Saputo à dépasser ses prévisions trimestrielles à court terme que sur le long terme. Nous avons fait face à des vents de face lors des deux dernières années. Dans notre plan stratégique, nous consacrons des capitaux à l'optimisation de notre réseau de transformation des produits laitiers et investissons dans l'efficacité et la qualité de la production. Cela prend du temps à mettre en œuvre, et nous savons que c'est la bonne chose à faire pour l'entreprise. Aujourd'hui, nous sommes une entreprise plus forte et plus performante, avec des talents plus engagés, grâce aux décisions que nous avons prises au début de la pandémie. Lorsque le monde retrouvera une certaine normalité, et nous n'en sommes pas encore là, nous pourrions récolter les fruits de nos décisions à long terme.



(Photo fournie par Saputo)

Si notre entreprise était détenue par un grand nombre d'actionnaires versus être détenue par une famille bien soudée, je ne suis pas sûr que, par exemple, la protection des salaires de nos employés aurait été une priorité pendant la pandémie. Les employés sont nos atouts les plus importants. Plus de 70 ans d'expérience familiale vous permettent d'en prendre conscience. Les sept piliers de la Promesse Saputo ne sont pas de simples éléments de communication, ils sont le fruit de notre histoire. Ces piliers sont importants pour nous. Notre actionnariat familial fort nous permet de prendre des décisions importantes pour atteindre ces objectifs.

---

*« Si notre entreprise était détenue par un grand nombre d'actionnaires versus être détenue par une famille bien soudée, je ne suis pas sûr que, par exemple, la protection des salaires de nos employés aurait été une priorité pendant la pandémie. Les employés sont nos atouts les plus importants. Plus de 70 ans d'expérience familiale vous permettent d'en prendre conscience. »*

---

**Professeur Karl Moore :** Comme dans la plupart des sociétés ouvertes, le conseil d'administration de Saputo doit avoir établi un plan de relève à long terme pour les jours suivant votre mandat à titre de Président et chef de la direction. Compte tenu de leur jeune âge, nous comprenons qu'il peut être difficile à ce stade de savoir si les membres de la quatrième génération de Saputo pourraient suivre vos pas. Quelles seraient les conditions préalables pour qu'un ou une jeune Saputo puisse accéder à un poste de direction ou de C.A.?

---

*« Je vois plutôt la quatrième génération d'actionnaires représenter la continuité de notre famille au niveau du Conseil d'administration. Continuité n'est pas forcément synonyme de participation à la gestion quotidienne. »*

---

**Lino A. Saputo :** Mon père a neuf petits-enfants. Ce sont tous des actionnaires. Les fils de mon frère Joey sont tous dans la gestion sportive. Mon frère est propriétaire d'une équipe de soccer italienne, le Bologna FC, et du CF Montréal dans la MLS. Ma sœur Nadia a une fille et deux fils. Un fils qui a un penchant artistique, il vit en Californie, et l'autre est encore jeune. Sa fille est mère à son tour. Avec ma femme Amelia, nous avons deux fils : Emanuele, qui est musicien à Nashville, et Gio, qui dirige notre agence de gestion sportive. Je n'envisage pas qu'un Saputo me remplace en tant que Président et chef de la direction à l'avenir. Je vois plutôt la quatrième génération d'actionnaires représenter la continuité de notre famille au niveau du Conseil d'administration. Continuité n'est pas forcément synonyme de participation à la gestion quotidienne. Ils ont tous fait des stages au sein de l'organisation, et comprennent donc le problème, mais à un niveau

---





Lino A. Saputo et son épouse Amelia (à droite) avec les auteurs de L'Avantage familial BNC (à gauche)  
(photo fournie par Saputo)

différent. J'ai commencé à travailler dans nos usines et, à l'époque, la fabrication du fromage était un travail très manuel. Aujourd'hui, fabriquer du fromage consiste à appuyer sur des boutons sur des machines et à opérer des ordinateurs. Ils ont plutôt besoin de comprendre les valeurs de l'entreprise, sa culture, son histoire et ses origines. Pour nous, il s'agit avant tout de traiter nos collaborateurs avec soin et humilité. Mes fils appliquent ces principes dans leurs projets respectifs, et c'est important pour mon épouse et moi.

**Professeur Karl Moore :** Peut-on dire qu'à long terme, le conseil d'administration comptera encore des membres de la famille Saputo?

**Lino A. Saputo :** Notre participation importante au capital de la Société permet à notre famille de faire entendre sa voix au niveau du Conseil d'administration. Mon père est toujours le patriarche, il a toujours une influence sur la propriété de la famille, mais le sort de la propriété familiale est déjà défini pour mon frère, ma sœur, moi et les neuf petits-enfants. Nous sommes tous liés à l'entreprise.

---

*« Mon père était prêt à ce que je devienne PDG, mais certains membres du Conseil d'administration lui ont rappelé de me laisser un peu d'espace. Il m'a donné la liberté de prendre mes propres décisions. J'avais 37 ans lorsque j'ai accepté le poste de PDG. »*

---

**Professeur Karl Moore :** Votre père dirigeait l'entreprise avant vous. Parlez-vous de temps en temps de vos affaires avec lui? Dans quel contexte avez-vous repris ses responsabilités? Ce moment a-t-il été difficile pour vous deux?

**Lino A. Saputo :** Bien que mon père ne soit plus impliqué dans les affaires quotidiennes de Saputo, son point de vue m'est très précieux et j'aime lui parler. C'est important pour moi de prendre un café avec lui lorsque nous sommes dans la même ville. Nous nous parlons au moins une fois par semaine, habituellement le samedi après-midi. Nous ne parlons pas seulement d'affaires, mais de bien d'autres choses. Je vous dirais que l'épreuve la plus difficile que mon père ait eu à surmonter n'a pas été son départ en

tant que Président, mais lorsqu'il m'a laissé le poste de Président et chef de la direction en 2004. Comme d'autres membres du Conseil, André Bérard, un conseiller de mon père,<sup>21</sup> lui a dit : « Tu dois donner une chance à ton fils et le laisser faire ses erreurs. » Mon père était prêt à ce que je devienne PDG, mais certains membres du Conseil d'administration lui ont rappelé de me laisser un peu d'espace. Il m'a donné la liberté de prendre mes propres décisions. J'avais 37 ans lorsque j'ai accepté le poste de PDG.

**Professeur Karl Moore :** Quelle est votre priorité actuelle en tant que Président et chef de la direction? Est-ce que Saputo a un plan de relève à long terme?

**Lino A. Saputo :** Ma priorité actuelle est de m'assurer que notre équipe respecte notre plan stratégique global. Pour que je puisse même l'envisager, je dois encore franchir quelques étapes. Mis à part la santé, je pourrais être percuté par une voiture ou même une rondelle!<sup>22</sup> Comme dans toute entreprise, des plans de succession solides exigent que le Conseil d'administration ait régulièrement ce type de discussion.

---

*« Bien que nous ayons pris de l'ampleur depuis l'appel public à l'épargne, nous ne sommes pas devenus une société ouverte parce que nous avons besoin d'argent. Nous avons besoin d'une structure de gouvernance pour passer d'un Conseil d'administration familial à un Conseil d'administration professionnel plus indépendant. »*

---

**Professeur Karl Moore :** Pouvez-vous nous parler de la décision qu'a prise votre famille de rendre Saputo une société ouverte inscrite en bourse?

**Lino A. Saputo :** Nous sommes dans l'industrie laitière depuis plus de 70 ans. Lorsque nous avons effectué notre premier appel public à l'épargne en octobre 1997, nos ventes s'élevaient à 450 millions \$ et notre bénéfice net à 40 millions \$, comparativement à 17,9 milliards \$ en ventes et 622 millions \$ en bénéfices nets l'an dernier (exercice 2023). Bien que nous ayons pris de l'ampleur depuis l'appel public à l'épargne, nous ne sommes pas devenus une société ouverte parce que nous avons besoin d'argent. Nous avons besoin d'une structure de gouvernance pour passer d'un Conseil d'administration familial à un conseil

d'administration professionnel plus indépendant. Avant de rendre la société publique, nous avons eu de nombreuses discussions sur la planification de la relève, comme « Le fils de qui, la fille de qui ». Certains ont fait leur part, d'autres non. C'est devenu une conversation très émotionnelle qui nous a éloigné des priorités stratégiques de notre entreprise.

**Professeur Karl Moore :** Sans contrôle familial, Saputo aurait-elle connu la même trajectoire de croissance que sous votre gouverne?

---

*« Notre croissance aurait été très différente si notre famille n'avait pas été propriétaire de l'entreprise. Le niveau de risque que nous prenions était toujours calculé, et nos actionnaires, c'est-à-dire notre famille, étaient à l'aise avec cela. (...) Saputo était une entreprise publique seulement depuis trois mois et on voulait acheter une compagnie aux États-Unis qui était deux fois plus grosse que nous. Le marché a dû nous accorder le bénéfice du doute parce que tous les avoirs de notre famille étaient concentrés dans les actions de Saputo. Nous n'allions pas mettre cela en péril sans avoir fait de calculs. »*

---

**Lino A. Saputo :** Notre croissance aurait été très différente si notre famille n'avait pas été propriétaire de l'entreprise. Le niveau de risque que nous prenions était toujours calculé, et nos actionnaires, c'est-à-dire notre famille, étaient à l'aise avec cela. Par exemple, avant notre premier appel public à l'épargne en 1997, nous exploitions déjà depuis une dizaine d'années aux États-Unis deux très petites usines, l'une au Vermont et l'autre au Maryland. Nous avons eu l'occasion d'acheter Stella Foods, une entreprise de deux fois notre taille. Le marché nous disait : « Les gars, qu'est-ce que vous faites? Vous allez vous faire manger tout cru si vous faites l'acquisition de Stella. » Nous connaissions très bien le marché laitier américain et nous étions à l'aise avec le risque que nous prenions. Nous savions que Stella était une entreprise mal gérée et nous avons vu le potentiel qu'elle représentait. Dans notre secteur, tout est une question d'exploitation. Le coût des matières premières représente environ 85 % du coût des produits vendus. Si vous ne gérez pas bien vos matières premières, vous allez faire faillite. Ils étaient en train de faire faillite et mon père et moi

<sup>21</sup>Président et chef de la direction de la Banque Nationale du Canada de 1989 à 2002 et membre du conseil d'administration de Saputo à l'époque.

<sup>22</sup>Lino joue au hockey sur glace en tant que gardien de but. C'est une de ses passions.

avons vu la possibilité d'acquérir l'entreprise. Nous avons procédé ensemble à la diligence raisonnable et avons décidé de conclure l'acquisition. Stella comptait 19 usines et nous les avons toutes visitées. Nous avons fait un emprunt, utilisé le produit de notre appel public à l'épargne et nous avons acheté Stella. C'était une transaction financée à levier. Cette acquisition, qui a transformé Saputo, n'aurait pas eu lieu sans le soutien de notre famille comme actionnaire de contrôle. Saputo était une entreprise publique seulement depuis trois mois et on voulait acheter une compagnie aux États-Unis qui était deux fois plus grosse que nous. Le marché a dû nous accorder le bénéfice du doute parce que tous les avoirs de notre famille étaient concentrés dans les actions de Saputo. Nous n'allions pas mettre cela en péril sans avoir fait de calculs.

**Professeur Karl Moore :** Parmi les entreprises que vous avez acquises au fil du temps, certaines étaient des entreprises familiales. Comment cela s'est-il passé sur le plan culturel?

**Lino A. Saputo :** Depuis que Saputo a été rendue publique, nous avons acquis plus de 36 entreprises totalisant plus de 9 milliards de dollars. Bon nombre d'entre elles étaient des entreprises familiales. Ces personnes savaient que j'étais moi-même issu d'une longue tradition de propriété familiale avec des valeurs commerciales claires comme la plupart d'entre elles. Dans le contexte des fusions-acquisitions, nous ne sommes pas perçus comme des prédateurs. Nous sommes connus pour avoir des conversations d'entrepreneur à entrepreneur. Nous parlons bien sûr de l'évaluation de l'entreprise, mais nous laissons cela aux banquiers. Nous nous concentrons sur les échanges avec les propriétaires de l'entreprise cible, sur ce que nous avons l'intention de faire avec leur entreprise et sur la manière dont nous allons traiter leurs employés. Nous parlons de leur avenir sous la bannière Saputo, et beaucoup d'entrepreneurs adhèrent à notre vision. Et pour nous assurer que notre approche est la bonne, nous cherchons souvent à obtenir les commentaires de certaines des sociétés qui ont été rachetées par Saputo au fil des ans. Comme pour toute acquisition, nous nous attendons à un certain scepticisme quant à la capacité d'un acquéreur à tenir ses promesses et à joindre le geste à la parole. Or, les commentaires

que nous avons reçus sont très positifs quant à la manière dont le personnel a été traité et au bon déroulement du processus de fusion. Cela rassure notre équipe de direction et tout autre entrepreneur qui voudrait se joindre à la famille Saputo en vendant son entreprise à une entreprise comme la nôtre.

**Professeur Karl Moore :** Si on demandait à vos 19 200 employés ce qu'ils pensent de la culture d'entreprise de Saputo, que diraient-ils?

**Lino A. Saputo :** Nos employés me disent souvent que lorsqu'ils ont rejoint Saputo, ils ont eu l'impression de faire partie de la famille. J'en suis toujours très fier, car tous les membres de notre équipe de direction s'engagent à être les meilleurs ambassadeurs de notre culture et à veiller à ce que nos valeurs soient largement diffusées dans l'ensemble de l'organisation. La même approche prévaut dans nos autres entreprises familiales, où ma femme joue un rôle clé dans la promotion d'une culture conforme à nos valeurs et dans la garantie que chacun se sente comme faisant partie du prolongement de notre famille. Nous créons un environnement où les employés sont respectés et où ils se sentent généralement à l'aise pour partager leurs idées. Même si nous avons une conversation avec les employés et que la réponse doit être « non », nos gestionnaires doivent prendre le temps d'écouter leurs préoccupations et de leur expliquer pourquoi nous pouvons faire certaines choses ou pas. Il s'agit davantage d'une relation familiale que d'une discussion de patron à employé. Ce niveau de respect est très important. C'est ce que nous prônons chaque jour.

**Professeur Karl Moore :** Quel est ou devrait être le but d'une société ouverte contemporaine?

---

*« Le but d'une société ouverte est avant tout de créer de la valeur pour ses actionnaires, mais pour moi, ça va plus loin. (...) Une entreprise ne doit pas réaliser de profits à n'importe quel prix. Elle doit tenir compte de l'éthique dans ses relations avec tous les intervenants. Notre nom de famille est directement lié à la réputation de notre entreprise. C'est une motivation encore plus grande pour avoir un impact positif. »*

---

**Lino A. Saputo :** Le but d'une entreprise publique est avant tout de créer de la valeur pour ses actionnaires, mais pour moi, ça va plus loin. Vous devez être faire figure de « bon citoyen » pour les collectivités dans lesquelles votre entreprise est active, pour vos employés, pour vos fournisseurs (nos producteurs laitiers) et pour vos clients. C'est tout un écosystème. Une entreprise ne doit pas réaliser de profits à n'importe quel prix. Elle doit tenir compte de l'éthique dans ses relations avec tous les intervenants. Notre nom de famille est directement lié à la réputation de notre entreprise. C'est une motivation encore plus grande pour avoir un impact positif.

**Professeur Karl Moore :** Les produits non laitiers représentent-ils un segment de croissance prometteur pour Saputo?

**Lino A. Saputo :** Il y a un marché pour les produits non laitiers. Certains consommateurs ont certaines préférences : des intolérances à la caséine ou au lactose, ou simplement une question de goût. Saputo a une équipe qui se concentre sur les substituts du lait de vache à base de plantes. En 2021, nous avons acquis Bute Island Foods en Écosse, qui détient une propriété intellectuelle novatrice pour fabriquer, commercialiser et distribuer une variété de produits fromagers à base de substituts de produits laitiers pour les segments de marché de la vente au détail et des services alimentaires. Ils possédaient la propriété intellectuelle nécessaire pour offrir un produit dont le goût et les performances sont proches de ceux d'un produit naturel. Leur marque phare est la marque végétalienne *Sheese*, ainsi que des marques de marques privées. Cette acquisition était logique pour compléter notre offre actuelle. C'est un très faible pourcentage de notre volume global et de nos ventes, mais il continue de croître.

**Professeur Karl Moore :** Quel est votre fromage préféré?

**Lino A. Saputo :** Mon fromage préféré est la ricotta. Quand j'avais 13 ans et que je travaillais à l'usine, la boulangerie Cantor était de l'autre côté de la rue. Pour le *lunch*, j'allais souvent à la boulangerie et j'achetais une baguette d'un pied pour 10 cents. Je me rendais à la cantine, je l'ouvrais, puis j'allais au service ricotta et je demandais à mes collègues de me donner un contenant de ricotta chaude. Je mettais le fromage chaud dans ma baguette et j'en faisais mon repas. C'est devenu une sorte de plat de réconfort pour moi.



(Photo fournie par Saputo)



(Photo fournie par Power Sustainable)



## Entrevue avec Olivier Desmarais

Président du conseil et chef de la direction, Power Sustainable  
Premier vice-président, Power Corporation du Canada

Le 11 août 2023 à Montréal

M. Desmarais est Président du conseil et chef de la direction de Power Sustainable et Premier vice-président de Power Corporation depuis 2017. Il joue un rôle moteur au sein de Capitaux Durables Power Inc., plus connue sous le nom de Power Sustainable, une société de gestion d'actifs alternatifs misant sur une croissance responsable, à titre de président du conseil et chef de la direction. Fort de son expérience chez Corporation Énergie Power, où il a dirigé la transformation de la société en 2019, l'entreprise, désormais connue sous le nom de Power Sustainable, a connu un essor croissant grâce à une approche axée sur l'action climatique et la création de

valeur à long terme. À preuve, cette philosophie d'investissement génère des rendements égaux ou supérieurs au marché boursier au-delà du secteur de l'énergie. En plus de ces rôles, M. Desmarais préside le Conseil d'affaires Canada-Chine (CCBC) et est membre du conseil consultatif du Canada Institute, du Wilson Center, et du Conseil consultatif des chefs d'entreprise sur l'Asie (ABLAC). Il a siégé aux conseils de la Canada Vie, de IG Gestion de patrimoine, de Mackenzie et de LMPG jusqu'en 2023. Profondément engagé sur le plan communautaire, M. Desmarais s'implique dans de nombreuses initiatives philanthropiques. En tant que membre fondateur de l'Initiative de croissance durable de l'Université McGill par le biais de Power Sustainable, M. Desmarais contribue à rassembler des universitaires, des étudiants, des parties prenantes de l'industrie et des décideurs qui collaborent à l'élaboration de solutions concrètes visant à faciliter la transition durable des entreprises. Il soutient également la Fondation de l'Institut de Cardiologie de Montréal, ainsi que des initiatives du Musée d'art contemporain (MAC) de Montréal. M. Desmarais est titulaire d'un baccalauréat en droit civil de l'Université d'Ottawa et d'un baccalauréat en sociologie et sciences politiques de l'Université McGill. Membre du Barreau du Québec depuis 2009, il siège également au Conseil consultatif de la Section de droit civil de l'Université d'Ottawa.



## POWER CORPORATION DU CANADA

*Power Corporation est une société de portefeuille et de gestion internationale qui offre des services financiers en Amérique du Nord, en Europe et en Asie. Ses principaux portefeuilles d'actions sont des entreprises de premier plan dans les domaines de l'assurance, de la retraite, de la gestion de patrimoine et de l'investissement, y compris un portefeuille de plateformes d'investissement d'actifs alternatifs.*

## POWER SUSTAINABLE

*Power Sustainable est un gestionnaire mondial d'actifs alternatifs qui investit dans des entreprises et des projets axés sur l'action climatique, l'impact sociétal et la création de valeur à long terme. Power Sustainable catalyse des capitaux patients et durables à grande échelle dans l'infrastructure, les capitaux privés et les actions publiques. Power Sustainable est une filiale à part entière de Power Corporation du Canada (TSX : POW).*

**Professeur Karl Moore :** L'héritage de votre famille est impressionnant. Prenons par exemple vos grands-pères. Du côté paternel, Paul Desmarais père a acquis Power Corporation du Canada dans les années 1960 et a porté l'entreprise vers de nouveaux sommets. Du côté maternel, le très honorable Jean Chrétien fut le 20<sup>e</sup> premier ministre du Canada de 1993 à 2003. Avez-vous reçu des leçons de sagesse qui vous sont utiles aujourd'hui en tant que chef d'entreprise?

**Olivier Desmarais :** Je me souviens de nombreuses histoires. Par exemple, mon grand-père Jean Chrétien disait, très simplement, quelque chose que je comprends mieux aujourd'hui : « Être premier ministre est le travail le plus facile au monde. » Il trouverait des ministres ayant un bon jugement et des bonnes compétences, leur confiait un mandat clair et leur donnait la liberté d'agir à leur guise. S'ils faisaient une erreur, il les aidait. S'ils répétaient l'erreur, il les remplaçait ou procédait à un remaniement. Pour lui, les problèmes difficiles étaient du ressort des ministres, tandis que les problèmes impossibles étaient de celui du premier ministre. C'est la même chose en affaires : le chef de la direction doit choisir soi-

gneusement son équipe de direction. Je veille toujours à ce que mes collaborateurs soient plus compétents que moi dans un secteur donné. Ayant une équipe de forces complémentaires est clé. On entend parfois parler de chefs de direction qui ne font pas l'effort de s'entourer de personnes plus compétentes. Je crois que ce phénomène tient avant tout à la nature compétitive de la vie. Mais si vous gardez à l'esprit qu'il y aura toujours quelqu'un de meilleur, de plus riche, de plus rapide, de plus beau ou de plus jeune que vous, vous pourrez facilement vous entourer de bonnes personnes et avoir confiance en vous et en vos objectifs.

Par ailleurs, mes deux grands-pères seraient d'accord pour dire qu'un bon jugement est la seule qualité indispensable à l'embauche, au-delà de l'expertise. Bien qu'un bon nombre de personnes peuvent acquérir une certaine expertise, ce n'est pas tout aussi évident que de pouvoir développer et mettre en pratique son sens du jugement. Quand on y pense, ce qui nous motive chez Power Sustainable, c'est d'investir dans des projets qui permettront à terme d'éviter les émissions, qui sont extrêmement compliquées à mesurer. Il est donc essentiel de faire preuve d'un jugement objectif pour déterminer ce qui constitue une véritable émission évitée.

---

**« Je veille toujours à ce que mes collaborateurs soient plus compétents que moi dans un secteur donné. (...) si vous gardez à l'esprit qu'il y aura toujours quelqu'un de meilleur, de plus riche, de plus rapide, de plus beau ou de plus jeune que vous, vous pourrez facilement vous entourer de bonnes personnes et avoir confiance en vous et en vos objectifs. »**

---

**Professeur Karl Moore :** Pouvez-vous nous donner un exemple d'investissement de Power Sustainable qui met en lumière une opportunité de réduction d'émissions de GES?

**Olivier Desmarais :** Oui, GoodLeaf, une société dans notre portefeuille en lien avec la stratégie agroalimentaire de Power Sustainable est un bon exemple. GoodLeaf produit des salades à feuilles denses et des micropousses riches en nutriments dans des fermes verticales canadiennes. Les cultures verticales présentent un certain nombre d'avantages en termes de durabilité par rapport à la culture traditionnelle en plein air, notamment une utilisation moindre de l'eau, une production sans pesticides, herbicides ou



Ferme verticale intérieure de 4 000 mètres carrés de GoodLeaf Farms à Guelph, en Ontario  
(photos fournies par Power Sustainable)

fongicides, et un rendement beaucoup plus élevé par pied carré. Au Canada, compte tenu de notre climat, l'importation de légumes verts est inévitable, le plus souvent en provenance de Californie et d'Arizona. GoodLeaf produit ces légumes localement, quelles que soient les conditions météorologiques, ce qui devrait permettre de réduire nos émissions de GES. En effet, les produits GoodLeaf parcourent beaucoup moins de kilomètres pour parvenir jusqu'au consommateur final. Non seulement le produit contribue à réduire les émissions liées au transport, mais il est beaucoup plus frais lorsqu'il arrive chez le consommateur. Ainsi, le gaspillage et les déchets alimentaires sont nettement moins importants que dans le cas de produits importés. Bien sûr, le fait que GoodLeaf se trouve au Canada, avec son réseau beaucoup plus écologique, y contribue, mais les avantages à long terme que présente cette entreprise sont prometteurs. Nous sommes extrêmement fiers du travail accompli par GoodLeaf et du fait qu'il s'agisse du seul réseau national de fermes verticales au Canada, avec des sites en Ontario, au Québec et en Alberta.



---

**« À partir de là, mon objectif était de continuer à générer des rendements pour les actionnaires tout en produisant des résultats positifs pour l'environnement et la société. »**

---

**Professeur Karl Moore :** Quels événements ont mené à la création de Power Sustainable?

**Olivier Desmarais :** Commençons par un bref historique de l'entreprise. Mon grand-père Paul Desmarais était un entrepreneur dans l'âme. Il exploitait une ligne d'autobus inter-métropolitaine et avait fait des investissements dans les secteurs des assurances et des journaux. En 1968, il a saisi l'occasion d'acquérir Power Corporation du Canada. Jusqu'alors, Power Corporation possédait et exploitait des actifs de production d'électricité, d'où son nom. Mais dans les années 1960, avant que mon grand-père n'entre en scène, Power a dû vendre ses actifs énergétiques à des exploitants du gouvernement provincial lorsque le Québec a nationalisé l'électricité. Après l'acquisition de Power Corporation, mon père et mon oncle ont continué à rationaliser l'entreprise. Ils en ont fait une société de portefeuille axée sur la finance, spécialisée dans les fonds communs de placement par l'intermédiaire de la Financière IGM et dans l'assurance-vie par l'intermédiaire de la Canada Vie, anciennement Great-West, et de ses sociétés affiliées.

Lorsque j'ai rejoint Power Corporation du Canada, Pierre Larochelle dirigeait une division appelée Power Energy Corporation qui rapportait environ 7 millions de dollars et investissait dans des panneaux solaires posés sur des toits d'immeubles en Ontario. C'était une petite division de Power Corporation. Je me suis donc joint à lui et j'ai pu apprendre les rouages du métier. À ce moment-là, Pierre envisageait conclure un accord sur l'hydroélectricité. Nous avons calculé les risques et les avantages de cette transaction et, par la suite, nous avons fait croître cette entreprise. En travaillant aux côtés de Pierre, je me suis passionné pour le secteur de l'énergie. J'ai beaucoup appris sur le réseau énergétique et, comme nous étions engagés dans des actifs liés aux énergies propres, j'ai inévitablement été sensibilisé à la question de l'environnement. À partir de là, mon objectif était de continuer à générer des rendements pour les actionnaires tout en produisant des résultats positifs pour l'environnement et la société. J'ai appris que générer des résultats positifs

pour l'environnement et la société, dans le contexte de l'investissement, était un véritable défi. Mais je me suis aussi rendu compte de l'impact positif que nous pouvions avoir. Au cours des dernières décennies, Power Corporation est devenue encore plus axée sur la finance. En 2020, nous avons créé Power Sustainable, une division d'investissements alternatifs de Power Corporation du Canada, avec Sagard, le gestionnaire d'actifs alternatifs multistratégies dirigé par mon cousin Paul III. Power Sustainable est passé du statut de société non diversifiée à celui de gestionnaire d'actifs.



*Les auteurs du rapport L'Avantage familial BNC avec M. Olivier Desmarais (deuxième à partir de la droite)*

**Professeur Karl Moore :** Pouvez-vous nous en dire plus sur vos responsabilités chez Power Sustainable?

**Olivier Desmarais :** Aujourd'hui, je suis chef de la direction de Power Sustainable, un gestionnaire d'actifs alternatifs multiplateforme axé sur le développement durable. Power Sustainable investit dans des entreprises et des projets qui contribuent à la décarbonation, au progrès social et à la croissance de la qualité, des priorités partagées par son réseau mondial de clients, de propriétaires d'actifs, de partenaires et d'employés. Nous nous concentrons sur l'infrastructure énergétique nord-américaine – sur le développement, la construction, le financement et l'exploitation d'actifs liés aux énergies renouvelables tels que l'énergie éolienne, l'énergie solaire communautaire et les batteries – et nous avons commencé à nous intéresser à des domaines tels que le gaz naturel renouvelable. Nous avons également une division, Crédit d'infrastructure mondiale à haut rendement, qui se concentre sur les opportunités de prêts structurés, sur mesure et directs dans la classe d'actifs d'infrastructures. Nous investissons également

---





Les autobus électriques Lion Électrique et des solutions d'éclairage DEL de Lumenpulse, deux investissements clés de Power Sustainable (photos fournies par Power Sustainable)

dans le Fonds de placement privés agroalimentaire, où nous considérons l'ensemble de la chaîne d'approvisionnement. Nous nous concentrons sur le marché d'entreprises de taille intermédiaire en croissance. L'agriculture verticale de GoodLeaf en est un bon exemple. Finalement, nous envisageons de lancer une plateforme de décarbonation industrielle, qui deviendrait un véritable guichet unique pour aider les gens à investir de manière intelligente et responsable dans la décarbonation.

**Professeur Karl Moore :** Pouvez-vous citer des exemples d'investissements majeurs de Power Sustainable dans le secteur canadien des technologies propres?

**Olivier Desmarais :** Parmi nos investissements notables, je citerais deux exemples clés. D'abord notre participation dans Lion Électrique, une entreprise basée à Saint-Jérôme, au Québec, qui fabrique des camions et autobus électriques à zéro émission et, un autre exemple, Lumenpulse, un fabricant de premier plan de solutions d'éclairage à DEL de haute performance et de qualité, établi sur la rive sud de Montréal. Les investissements de Power Sustainable dans ces deux entreprises ont servi de catalyseur pour leur permettre de se développer et de faire la différence pour l'environnement. Lion Électrique s'apprête à décarboner l'industrie du transport routier, tandis que Lumenpulse propose de superbes technologies d'éclairage écoénergétiques.

---

*« Du point de vue des affaires, si quelque chose est inévitable comme le changement climatique, il faut pouvoir s'adapter et prendre le taureau par les cornes. C'est ce que mes grands-pères [Desmarais et Chrétien] ont toujours fait. »*

---

**Professeur Karl Moore :** La transition vers une économie durable est-elle pour vous une opportunité commerciale, une vocation morale qui vous anime depuis un certain temps, ou une combinaison des deux?

---

*« Bientôt, le public et les actionnaires s'intéresseront aux mesures adoptées par les entreprises pour faire face au changement climatique et à leur capacité de jugement, et ils voteront en pensant à leur portefeuille. Certaines entreprises vont devoir se réveiller. »*

---

**Olivier Desmarais :** Si l'on remonte à une dizaine d'années seulement, les sceptiques du changement climatique étaient nombreux. Aujourd'hui, je pense que ces mêmes personnes préfèrent se dire : « Le changement climatique est une réalité, mais il ne se produit pas aujourd'hui. Nous avons le temps. » Il est néanmoins important que nous soyons tous d'accord sur le fait que notre économie mondiale doit changer afin d'aborder et de résoudre les questions liées au changement climatique. Le temps presse, et les entreprises doivent faire partie de la solution. Power Sustainable est sans aucun doute un acteur proactif. Nous prenons en compte le changement climatique non pas parce qu'il est imminent, mais parce qu'il est déjà là. Du point de vue des affaires, si quelque chose est inévitable, comme le changement climatique il faut pouvoir s'adapter et prendre le taureau par les cornes. C'est ce que mes grands-pères ont toujours fait. En acceptant le changement, nous devons respecter des normes élevées et faire de notre mieux pour les respecter. Beaucoup de dirigeants

d'entreprises semblent opportunistes dans leurs discours ESG, mais ils vont réaliser que leurs entreprises seront tenues pour responsables si elles n'atteignent pas les objectifs à long terme qu'elles se sont fixés aujourd'hui. Bientôt, le public et les actionnaires s'intéresseront aux mesures adoptées par les entreprises pour faire face au changement climatique et à leur capacité de jugement, et ils voteront en pensant à leur portefeuille. Certaines entreprises vont se réveiller. Elles auront du mal à trouver des capitaux. Nous devons mettre en place des mesures efficaces dès maintenant : nous sommes déjà en retard pour rester en deçà d'un réchauffement de 1,5 degré Celsius.

En 2030, nous examinerons le bilan de chaque pays par rapport à la réalisation de leurs objectifs respectifs. Nous mesurerons les progrès accomplis par chacun dans le cadre de l'Accord de Paris.<sup>23</sup> Si nous ne prenons pas de mesures, les entreprises canadiennes seront confrontées à un réel problème. Notre économie repose largement sur les ressources et se concentre sur les matériaux, l'énergie, certains services publics et les services financiers qui, à leur tour, répondent en grande partie aux besoins des entreprises de ces secteurs. Nous allons devoir redoubler d'efforts pour sortir du paradigme actuel. Pour atteindre nos objectifs nationaux de réduction des GES, le gouvernement du Canada devra travailler avec les provinces pour harmoniser la réglementation climatique et élaborer une feuille de route claire sur la transition énergétique à l'intention des entreprises. Cela dit, les chefs d'entreprise et les entrepreneurs ne devraient pas attendre le gouvernement. Les moyens de passer au vert et d'obtenir de bons résultats sont plus nombreux que vous ne l'imaginez.

**Professeur Karl Moore :** Power Sustainable a comme mission honorable d'agir en tant que catalyseur dans la lutte contre les changements climatiques en effectuant des investissements dans des entreprises et des projets transformateurs. Que pensent les employés de Power Sustainable de sa culture d'entreprise?

<sup>23</sup>L'Accord de Paris a été signé en 2015 par 196 pays dans le but de maintenir l'augmentation de la température moyenne mondiale bien en deçà de 2 °C par rapport aux niveaux préindustriels et de poursuivre les efforts pour limiter l'augmentation de la température à 1,5 °C par rapport aux niveaux préindustriels. À la suite de l'Accord de Paris, la plupart des pays et des entreprises ont commencé à adopter des objectifs pour atteindre la carboneutralité.



Les auteurs du rapport L'Avantage familial BNC avec M. Olivier Desmarais (à droite)

**Olivier Desmarais :** Power Sustainable est en pleine évolution. Notre structure actuelle est en place depuis quelques années, et nous continuons à la développer. Le travail d'équipe, le développement de capacités de jugement et l'humilité sont des aspects essentiels de notre culture. Nous nous remettons mutuellement en question, nous veillons à challenger nos idées et nous assumons pleinement la responsabilité de nos décisions. Mon grand-père, Paul Desmarais, s'adressait typiquement à l'employé le plus jeune de l'entreprise pour lui demander son avis sur celle-ci. Il obtenait ainsi des informations précieuses; ses employés, à tous les niveaux, lui servaient de groupe de rétroaction.

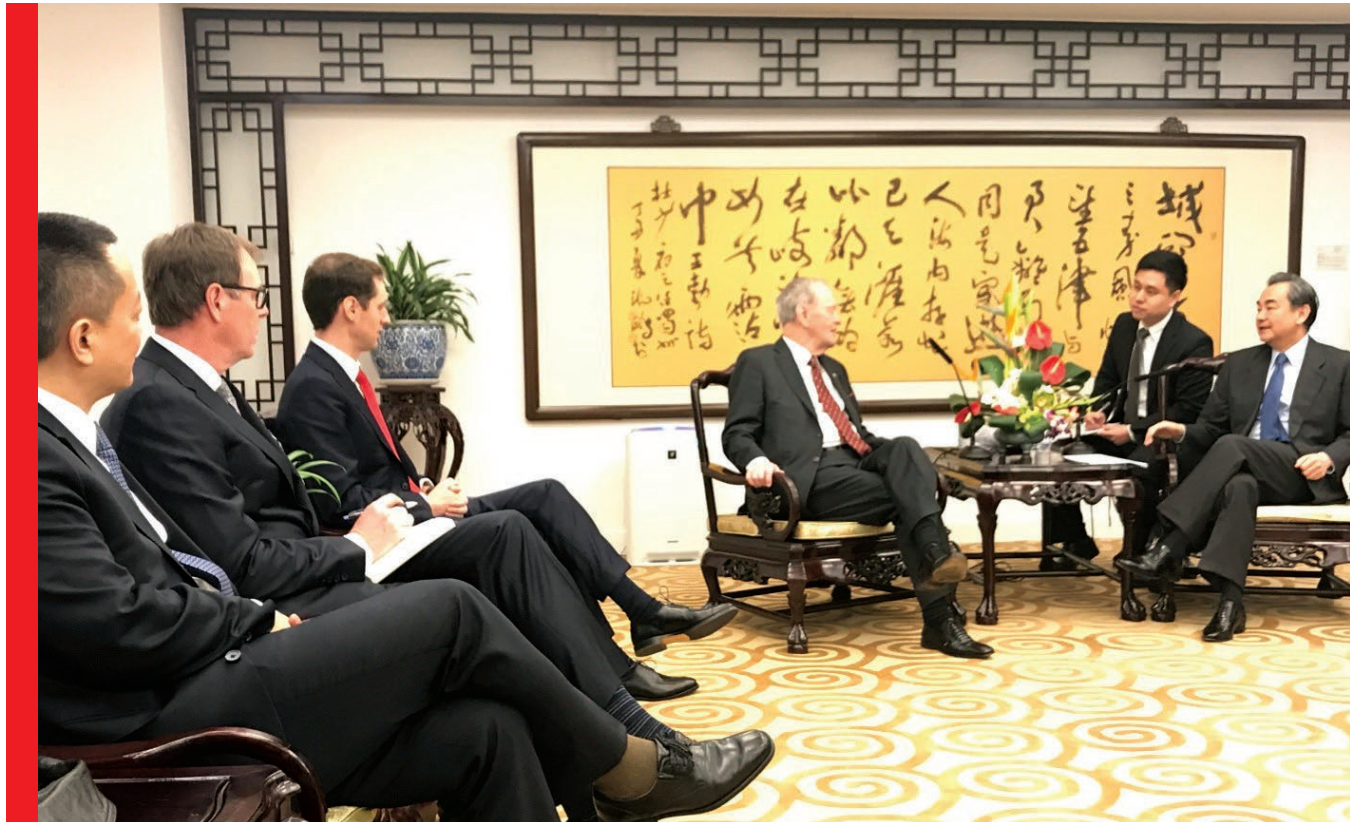
---

*« Ma motivation profonde est de veiller à ce que la phrase de mon grand-père Jean Chrétien, qui disait que le Canada est le "meilleur pays du monde", demeure vraie pour les générations futures. J'aimerais offrir aux générations futures de Canadiens la même expérience que nous avons vécue en grandissant (...) »*

---

**Professeur Karl Moore :** Votre histoire entrepreneuriale s'inscrit-elle également dans la tradition de Desmarais, qui consiste à être au bon endroit au bon moment?

**Olivier Desmarais :** Oui. Je considère que mon histoire entrepreneuriale s'inscrit dans la tradition de Desmarais, en ce sens que nous nous efforçons de comprendre où va l'économie et de déterminer la vision de notre entreprise. Dans une entreprise familiale, le devoir de l'actionnaire familial est, en



*Le ministre des affaires étrangères de Chine Wang Yi (droite) et le très honorable Jean Chrétien (gauche) lors d'un entretien tenu en février 2017. Assis à la gauche de Monsieur Chrétien : Olivier Desmarais, Peter Kruyt et Yuhong (Henry) Liu de Power Corporation du Canada (photo fournie par le très honorable Jean Chrétien)*

quelque sorte, de façonner la vision. La vision constitue la façon d'attirer des gens talentueux dans l'entreprise. Toutefois, le mérite en revient en grande partie à la direction, qui obtient des résultats. Les gens aiment croire que les chefs d'entreprise familiale sont des armées composées d'une seule personne. Laissez-moi vous dire que je ne travaille pas seul. En tant que colonel honoraire des Voltigeurs de Québec, j'ai appris que dans une armée, tout le monde a sa place, tout le monde est important, tout le monde se concentre sur son travail. Si tous les membres d'une organisation poussent dans la même direction, vous atteindrez vos objectifs. L'un des aspects fondamentaux de la façon dont ma famille conduit ses affaires consiste à travailler en étroite collaboration avec nos dirigeants pour concrétiser notre vision. Par exemple, Robert Gratton, Jeffrey Orr, Ray McFeeters, Michel Plessis-Belair, John Rae, Gregory Tretiak, Claude Généreux, Henri-Paul Rousseau et bien d'autres ont tous joué un rôle clé dans la réalisation de notre vision commune chez Power Corporation.



*Olivier Desmarais prononce un discours en tant que colonel honoraire des Voltigeurs de Québec (photo fournie par Olivier Desmarais)*

**Professeur Karl Moore :** Vous êtes Premier vice-président de Power Corporation depuis 2017 et Président du conseil et chef de la direction de Power Sustainable depuis 2020. Vous présidez également le Conseil d'affaires Canada-Chine (CCBC) et êtes membre du Conseil consultatif des chefs d'entreprise sur l'Asie (ABLAC) ainsi que colonel honoraire des Voltigeurs de

Québec. Voilà un emploi du temps bien chargé. Quels objectifs personnels vous motivent à assumer toutes ces responsabilités en parallèle?

**Olivier Desmarais :** On peut avoir plusieurs buts précis dans la vie. Ma vie ne se limite pas à Power Sustainable, mais Power Sustainable en fait partie à 100 %. Ma motivation profonde est de veiller à ce que la phrase de mon grand-père Jean Chrétien, qui disait que le Canada est le « meilleur pays du monde », demeure vraie pour les générations futures. J'aimerais offrir aux générations futures de Canadiens la même expérience que nous avons vécue en grandissant, peu importe notre milieu socioéconomique. Voyagez et vous comprendrez. Le fait de pouvoir marcher dans la rue sans craindre de se faire agresser, d'avoir accès à une bonne éducation, à des soins de santé gratuits, à la liberté d'expression et à la primauté du droit, d'être une nation plus amicale et compatissante, entre autres, sont des éléments que nous tenons souvent pour acquis en tant que Canadiens. Cependant, une série de défis sociaux comme les changements climatiques pourraient modifier radicalement la qualité de vie des générations futures. Je constate déjà la différence des saisons entre ma jeunesse et aujourd'hui. Nous n'avons pas les mêmes chutes de neige en hiver et les étés sont remplis de surprises avec des tempêtes importantes et des feux de forêt. Mon objectif principal est de contribuer à la recherche de solutions pour assurer une bonne qualité de vie aux générations futures. Je me demande souvent comment nous pouvons continuer à développer notre économie et à créer des emplois bien rémunérés tout en réussissant la transition de notre société vers une économie carboneutre.

---

*« Si nous nous abstenons de faire des affaires avec la Chine, nous resterons à la traîne en matière d'innovations clés et de commerce, ce qui créera davantage de problèmes sociaux dans notre pays. La Chine est déjà un leader silencieux en matière de développement durable, dans la mesure où la révolution verte que nous commençons à observer aujourd'hui n'est rendue possible que par les éoliennes, les panneaux solaires et les batteries fabriqués en Chine. »*

---

**Professeur Karl Moore :** Je pense que nous pouvons tous convenir que le Canada est un pays où il fait bon grandir et vivre. Certains disent que

l'équilibre économique mondial se déplace vers l'Est. Power Sustainable est présent en Chine. Pouvez-vous nous parler des liens de votre famille avec la Chine et de la manière dont Power Sustainable cherche à tirer parti de la décarbonation de la Chine en investissant dans les actions publiques du pays?

**Olivier Desmarais :** Comme vous l'avez mentionné, je participe aux activités du Conseil d'affaires Canada-Chine et du Conseil consultatif des chefs d'entreprise sur l'Asie. À l'heure actuelle, du point de vue canadien, la Chine semble éloignée. Mais si le Canada n'établit pas et ne maintient pas de relations d'affaires avec la Chine, je crois que nous serons désavantagés et moins concurrentiels à court terme. Si les nations peuvent être différentes les unes des autres, leurs populations ont toutes les mêmes besoins et les mêmes défis. C'est ce que nous devons comprendre pour rapprocher nos nations et faire des affaires. Si nous nous abstenons de faire des affaires avec la Chine, nous resterons à la traîne en matière d'innovations clés et de commerce, ce qui créera davantage de problèmes sociaux dans notre pays. La Chine est déjà un leader silencieux en matière de développement durable, dans la mesure où la révolution verte que nous commençons à observer aujourd'hui n'est rendue possible que par les éoliennes, les panneaux solaires et les batteries fabriqués en Chine. La Chine est de loin le plus grand producteur mondial de batteries électriques et de panneaux solaires. Le *New York Times* estime que la Chine fabrique environ 75 % de toutes les batteries de véhicules électriques et qu'elle raffine davantage les principaux intrants bruts nécessaires à la fabrication des batteries que tous les autres pays du monde réunis. La Chine est à la pointe de l'investissement dans l'économie verte. Sa capacité installée d'énergie renouvelable a atteint 1,3 milliard de kilowatts cette année. La Chine compte 16,2 millions de voitures électriques, soit la moitié du total mondial. Autre exemple : au début de ce siècle, la Chine n'avait pas un seul kilomètre de train à grande vitesse. Aujourd'hui, elle a construit et exploite un réseau de trains à grande vitesse de 37 900 kilomètres. Les États-Unis essaient de rattraper leur retard avec leur *Inflation Reduction Act*, en accélérant essentiellement les investissements américains dans l'énergie propre, la transition et l'infrastructure.

---



(Photos fournies par Power Sustainable)

Cette concurrence est importante pour le progrès : je suis convaincu que si nous parvenons à un monde où l'Est et l'Ouest font de plus en plus d'affaires ensemble, nous pourrions nous entraider pour atteindre nos objectifs nationaux respectifs en matière de réduction des GES. Le changement climatique est un problème mondial qui doit être résolu par des mesures concertées au niveau international.

**Professeur Karl Moore :** Power Sustainable est une filiale de Power Corporation du Canada, qui figure dans l'Indice BNC des entreprises familiales. Est-ce que le fait que vous êtes une entreprise familiale vous aide à créer de la valeur à long terme?

**Olivier Desmarais :** Les forces du marché ont tendance à pousser les entreprises à prendre des décisions en réponse à des événements à court terme. Les familles s'engagent dans une perspective à long terme. Par conséquent, lorsque vous tentez de conjuguer un idéal de faire ce qu'il y a de mieux à long terme avec la réalité de devoir présenter vos résultats du trimestre précédent, plutôt que de se concentrer uniquement sur la présentation de résultats trimestriels, je pense que vous obtiendrez un certain avantage compétitif au fil des trimestres disons après cinq ans. Je pense que cinq ans est d'ailleurs la durée moyenne du mandat d'un chef de direction d'une société ouverte. Chez Power Corporation, la durée moyenne d'occupation du poste de chef de direction au fil des ans est supérieure à 10 ans. Par conséquent, nous sommes en mesure de traverser les cycles économiques et d'adapter nos activités en conséquence, ce qui nous permet d'établir des bases solides pour réaliser notre vision stratégique.

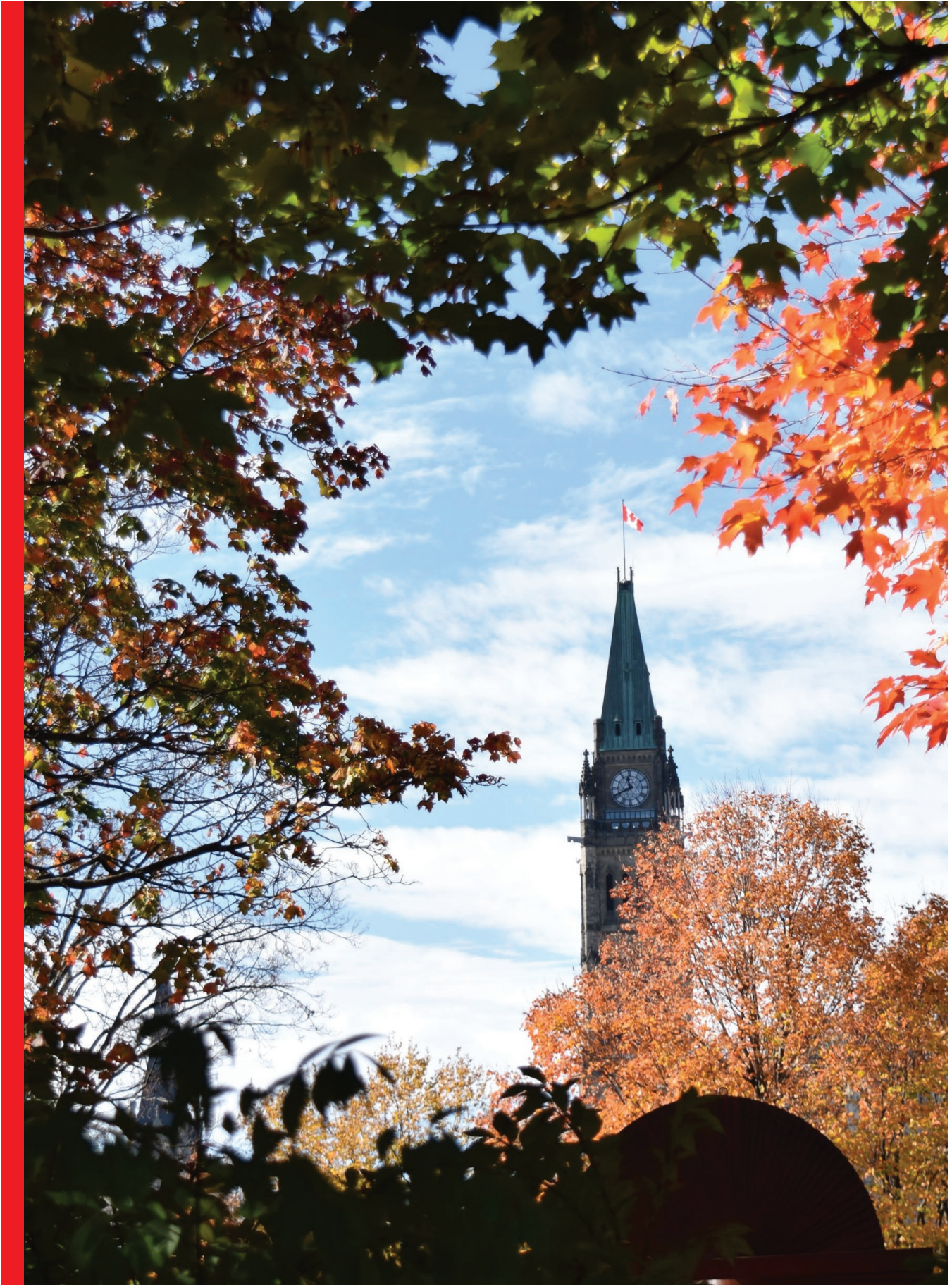
---

*« Les familles s'engagent dans une perspective à long terme. (...) Chez Power Corporation, la durée moyenne d'occupation du poste de chef de direction au fil des ans est supérieure à 10 ans. Par conséquent, nous sommes en mesure de traverser les cycles économiques et d'adapter nos activités en conséquence, ce qui nous permet d'établir des bases solides pour réaliser notre vision stratégique. »*

---



(Photo fournie par Power Sustainable)



Ottawa, Canada (photo : Unsplash)

## 4. Perspectives : sur le chemin de la carboneutralité avec le ministre de l'Environnement et du Changement climatique du Canada

---



Steven Guilbeault (photo fournie par Environnement et Changement climatique Canada)

---

### Entrevue de clôture avec l'honorable Steven Guilbeault

Ministre de l'Environnement et du Changement climatique du Canada

Le 29 novembre 2023 à Ottawa

---

L'honorable Steven Guilbeault a été élu pour la première fois comme député de Laurier–Sainte-Marie en 2019. Il a précédemment exercé les fonctions de ministre du Patrimoine canadien. Le ministre Guilbeault est une figure de proue de la lutte contre la crise climatique, et c'est depuis Laurier–Sainte-Marie qu'il mène cette lutte depuis des années.

Son engagement en matière d'environnement a commencé dès l'âge de cinq ans, alors qu'il a grimpé dans un arbre pour le protéger des promoteurs immobiliers qui s'apprêtaient à raser le boisé derrière sa maison, à La Tuque. Vingt-cinq ans plus tard, il a escaladé la Tour CN à Toronto pour que le Canada ratifie le Protocole de Kyoto. En 1993, le

ministre Guilbeault a cofondé Équiterre, la plus importante organisation environnementale au Québec, et en a été le directeur principal de 2008 à 2018. De plus, il a travaillé comme directeur et responsable de campagne chez Greenpeace. Pendant plus de dix ans, il a occupé le poste de conseiller stratégique chez Cycle Capital Management, un fonds canadien dédié au développement des technologies propres. Le ministre Guilbeault a aussi œuvré au sein de Deloitte & Touche et de Copticom, une société d'experts-conseils spécialisée dans les enjeux d'économie verte et sociale et de transport.

De manifestant à conseiller stratégique auprès de dizaines de gouvernements et d'entreprises au Canada et à l'étranger, le ministre Guilbeault est un pragmatique qui cherche à faire bouger les choses en bâtissant des ponts et en tissant des liens. Véritable amateur de sports et de vélo, il se déplace principalement à vélo douze mois par année depuis les 30 dernières années. Le ministre Guilbeault est père de quatre enfants et beau-père de deux autres.

**Professeur Karl Moore :** Atteindre les objectifs de carboneutralité nécessitera des investissements considérables de la part des secteurs privé et public. Il faudra aussi une stratégie à long terme. Les entreprises familiales pensent à la stratégie sur des générations plutôt que sur des trimestres. Pensez-vous que les entreprises sont suffisamment incitées à faire des investissements stratégiques à long terme pour réorienter leurs modèles d'affaires vers une économie verte?

---

*« Ce qui m'a fasciné en lisant les entrevues de ce rapport, c'est la capacité des entreprises familiales d'adopter une vision et une orientation à long terme et à se concentrer sur les changements structurels auxquels notre économie sera confrontée au cours de la prochaine décennie (...) »*

---

**Ministre Steven Guilbeault :** *L'Inflation Reduction Act*<sup>25</sup> [NDLR : IRA ou Loi américaine sur la réduction de l'inflation], signée par le président Biden en août 2022, a certainement changé la donne et est un bon exemple d'une telle force motrice. Ici, au Canada, vous avez surtout vu notre réponse dans le budget 2022 du gouvernement du Canada et dans l'Énoncé économique de l'automne 2023. Depuis 2021, le gouvernement du Canada a investi environ 130 milliards de sommes engagées dans ce que nous pourrions généralement qualifier de « transition vers une économie verte ». Si l'on considère la taille relative de nos économies, cet investissement est à peu près égal à celui de la loi sur la réduction de l'inflation. Il était clair pour nous que nous ne pouvions pas concurrencer les États-Unis à dollar égal et que nous devions donc faire des choix. Je pense que ces choix sont de plus en plus évidents en ce qui concerne l'électrification, la chaîne d'approvisionnement des batteries et l'hydrogène. Nous nous sommes dit que nous ne serions pas en mesure de soutenir la concurrence dans tous les secteurs, et encore moins de soutenir le développement de tous les secteurs. Nous avons donc choisi d'investir dans nos points forts. C'est également vrai pour les Européens, les Indiens, les Japonais, les Australiens et tous les autres.

---

*« Nous devons trouver une réponse stratégique à l'Inflation Reduction Act (...). Nous nous sommes dit que nous ne serions pas en mesure de soutenir la concurrence dans tous les secteurs (...). Tous les pays doivent trouver leurs créneaux et se concentrer sur les secteurs où ils pensent avoir des avantages concurrentiels dans l'économie verte pour soutenir leurs économies tout en réduisant leur empreinte carbone. »*

---

Tous les pays doivent trouver leurs créneaux et se concentrer sur les secteurs où ils pensent avoir des avantages concurrentiels tout en réduisant leur empreinte carbone. Aurions-nous autant favorisé la transition sans la politique américaine? C'est une bonne question. Au Canada, je dois dire que nous avons dû élaborer une stratégie en réponse à *l'Inflation Reduction Act*, même dans un contexte budgétaire difficile, après une période de relance visant à soutenir les entreprises canadiennes pendant la pandémie. Nous devons trouver une réponse stratégique à *l'Inflation Reduction Act*. Si nous n'avions pas annoncé de mesures de transition vers une économie verte, comme nos crédits d'impôt à l'investissement propre ou certaines subventions à des projets verts, notre pays aurait non seulement eu du mal à respecter ses engagements en matière d'environnement, mais aurait également pris du retard dans l'économie verte de demain. Cela dit, je pense que nous atteignons la limite de ce que nous pouvons faire pour encourager directement la transition au moyen de subventions et de crédits d'impôt. Cependant, les mesures que nous avons présentées seront en place pour les années à venir afin de soutenir l'émergence de nouveaux secteurs économiques au Canada.

**Professeur Karl Moore :** Vous partez aujourd'hui pour assister à la conférence des Nations Unies sur les changements climatiques de 2023 (COP 28) à Dubaï, dans les Émirats arabes unis. Depuis votre nomination à titre de ministre de l'Environnement et du Changement climatique du Canada, vous avez fait preuve de leadership en sensibilisant la population à l'urgence de s'attaquer aux problèmes liés au changement climatique. Pouvez-vous décrire brièvement les efforts du Canada en termes de diplomatie internationale pour atteindre les objectifs internationaux de réduction des émissions de gaz à effet de serre et de protection de la biodiversité?

<sup>25</sup>Pour en savoir plus sur *l'Inflation Reduction Act* : <https://www.whitehouse.gov/cleanenergy/inflation-reduction-act-guidebook/>

---



---

*« Assister à la conférence sur le climat en Chine était important pour moi. J'ai contacté le gouvernement chinois non pas pour lui faire la leçon sur ce que nous faisons pour l'environnement ou pour entendre parler des choses formidables que la Chine fait pour réduire son empreinte carbone, mais pour travailler ensemble sur des défis communs afin de trouver des solutions pour le bien de tous. Pour lutter contre le changement climatique, il faut que tout le monde mette la main à la pâte. »*

---

**Ministre Steven Guilbeault :** Lorsque le Gouvernement du Canada prend position en faveur du climat ou de la protection de la nature, nous restons humbles. Tous les pays ont de la difficulté à atteindre un bilan carboneutre. En ce qui concerne le changement climatique, le Canada est un grand producteur de pétrole et de gaz, et nous avons nos propres défis. Le fait d'être un producteur mondial de pétrole et de gaz nous permet d'avoir des discussions difficiles avec d'autres pays producteurs de pétrole afin de réduire collectivement nos émissions. Nous discutons avec les Norvégiens, les Américains, les Émirats arabes unis et d'autres pays pour trouver ensemble des solutions susceptibles de faire la différence au niveau international pour les prochaines décennies. À la COP 28 à laquelle je participerai bientôt à Dubaï, certains pays et groupes exerceront des pressions pour qu'on cesse complètement de produire du pétrole. Il est facile pour les pays qui n'ont jamais produit de pétrole de faire de telles promesses, mais je pense qu'il s'agit un peu de vertu ostentatoire. Le changement climatique est un défi mondial plutôt qu'un problème propre à chaque pays. Tous les pays doivent collaborer pour mettre en œuvre des solutions visant à lutter contre le changement climatique et à réduire l'empreinte carbone mondiale. Personne ne peut prétendre avoir tout compris. J'étais en Chine cet été pour assister à l'assemblée générale annuelle du Conseil chinois de coopération internationale en environnement et en développement (CCICED). Assister à la conférence sur le climat en Chine était important pour moi. J'ai contacté le gouvernement chinois non pas pour lui faire la leçon sur ce que nous faisons pour l'environnement ou pour entendre parler des choses formidables que la Chine fait pour réduire son empreinte carbone, mais pour travailler ensemble sur des défis communs afin de trouver des

solutions pour le bien de tous. Pour lutter contre le changement climatique, il faut que tout le monde mette la main à la pâte.

**Professeur Karl Moore :** Je suis impressionné par le fait que vous ayez participé au CCICED en Chine contre toute attente, étant le premier ministre du gouvernement du Canada à se rendre dans ce pays depuis environ quatre ans.

**Ministre Steven Guilbeault :** Merci. Cette rencontre fait suite aux entretiens fructueux que j'ai eus lors de la COP 15 qui s'est tenue à Montréal en décembre 2022, sous la présidence de Huang Runqiu, ministre de l'Écologie et de l'Environnement de la Chine. Nos discussions ont mené à l'établissement du Cadre mondial de la biodiversité de Kunming à Montréal. Il s'agit d'une victoire majeure pour notre planète, qui s'éloigne de la destruction incessante des habitats et des espèces.

**Professeur Karl Moore :** Les chefs d'entreprise dont il est question dans ce rapport croient que les secteurs privé et public devraient trouver des moyens de mieux unir leurs forces pour innover et trouver des solutions afin d'atteindre les objectifs climatiques du Canada.

---

*« (...) Il est très important pour moi et pour le gouvernement, lorsque nous allons de l'avant avec un nouveau règlement, d'obtenir le plus de commentaires possible des intervenants, qu'ils proviennent du secteur public ou du secteur privé. Les intervenants peuvent déjà commencer à voir où se situera le champ d'application d'un nouveau cadre réglementaire avant qu'il n'entre en vigueur. »*

---

**Ministre Steven Guilbeault :** Je reconnais que la collaboration et la communication sont essentielles, et nous créons de nombreuses occasions de conversations informelles avec toutes les parties prenantes. Cependant, je pense que l'on croit parfois à tort que le gouvernement fédéral travaille seul et qu'il impose soudainement de nouvelles réglementations pour les entreprises et les provinces. La réalité, c'est qu'avant de présenter un projet de règlement, nous aurons eu des dizaines, voire des centaines de rencontres et de conversations informelles avec des entreprises, des experts, des provinces et des territoires, des chefs autochtones et d'autres parties prenantes afin d'obtenir leur avis et, espérons-le, leur

---

soutien avant de mettre en œuvre un tel règlement. Pour le *Règlement sur l'électricité propre*<sup>26</sup>, nous avons tenu environ 120 réunions et pour le *Plafonnement des émissions du secteur pétrolier et gazier*<sup>27</sup>, nous avons tenu environ 160 réunions avec des entreprises, des experts, des provinces et des territoires, des chefs autochtones et d'autres parties prenantes afin d'obtenir leur avis et, espérons-le, leur soutien avant de mettre en œuvre un tel règlement. Traditionnellement, les entreprises n'aiment pas particulièrement les nouveaux règlements parce qu'ils alourdissent souvent leur fardeau administratif. Lorsque nous introduisons de nouveaux règlements, nous veillons à créer des conditions de concurrence équitables entre les acteurs et à ne pas demander aux entreprises un travail administratif déraisonnable pour nous conformer. Nous ne voulons pas alourdir le fardeau des entreprises ou leur demander de faire des choses qui ne sont pas logiques sur le plan pratique. Pour atteindre notre objectif national de carboneutralité d'ici 2050, nous devons créer les bons cadres réglementaires pour créer les bons incitatifs à la transition pour toutes les entreprises. Par conséquent, il est très important pour moi et pour le gouvernement, lorsque nous allons de l'avant avec un nouveau règlement, d'obtenir le plus de commentaires possible des intervenants, qu'ils proviennent du secteur public ou du secteur privé. Les intervenants peuvent déjà commencer à voir où se situera le champ d'application d'un nouveau cadre réglementaire avant qu'il n'entre en vigueur.

**Professeur Karl Moore :** Depuis 2019, chaque province et territoire au Canada a une tarification sur les émissions de carbone. Les provinces et les territoires ont la capacité de concevoir leurs propres systèmes de tarification, qu'il s'agisse de systèmes fiscaux ou de bourses du carbone, ou d'adopter le système de tarification fédéral qui fixe un « modèle fédéral » minimal à respecter par toutes les provinces qui n'ont pas encore adopté un système de tarification du carbone. Y a-t-il des obstacles qui empêchent l'harmonisation de la législation et de la réglementation sur le climat à l'échelle du pays?

**Ministre Steven Guilbeault :** C'est une question difficile, car, en tant que militant écologiste, j'ai été l'un de ceux qui ont plaidé auprès du gouvernement fédéral de l'époque pour qu'il n'impose pas un système national de tarification du carbone, ou qu'il laisse au moins la porte ouverte aux provinces et aux territoires pour qu'ils aient leur propre système. En tant que ministre fédéral de l'Environnement et du Changement climatique, je peux vous dire qu'il est beaucoup plus compliqué d'avoir un système fédéral et des systèmes provinciaux individuels. Le modèle fédéral que nous avons proposé en 2019 était une mesure importante parce qu'il a créé des règles du jeu équitables à l'échelle du pays pour les émissions de carbone. Cependant, il nous a posé quelques problèmes au début. Si nous avions adopté en 2019 un système fédéral unilatéral, il aurait certainement été beaucoup plus facile d'avoir une tarification uniforme du carbone d'un océan à l'autre. Toutefois, nous sommes une fédération et les ressources naturelles relèvent de la compétence des provinces, ce qui nous oblige parfois à faire preuve de doigté pour atteindre nos objectifs. Les tribunaux penchent parfois en notre faveur en nous permettant d'aller de l'avant avec de nouvelles règles pour lutter contre le changement climatique, comme un d'entre eux l'a fait pour la tarification du carbone en jugeant constitutionnelle la *Loi sur la tarification de la pollution causée par les gaz à effet de serre*<sup>28</sup>. Mais ils se prononcent parfois contre nous, par exemple en jugeant inconstitutionnelle notre intention d'étiqueter tous les plastiques comme étant toxiques en vertu de la *Loi canadienne sur la protection de l'environnement*<sup>29</sup>. C'est une question d'équilibre.

**Professeur Karl Moore :** Le changement climatique est un défi mondial. Le premier ministre de l'Australie, Anthony Albanese, affirme que l'Australie est une « superpuissance de l'énergie renouvelable »<sup>30</sup>. Le Canada peut-il prétendre aujourd'hui être une superpuissance de l'énergie renouvelable?

<sup>26</sup>Pour en savoir plus sur le Règlement sur l'électricité propre, consultez le site <https://www.canada.ca/fr/services/environnement/meteo/changementsclimatiques/plan-climatique/reglement-electricite-propre.html>.

<sup>27</sup>Pour en savoir plus sur le Plafonnement des émissions du secteur pétrolier et gazier, consultez le <https://www.canada.ca/fr/services/environnement/meteo/changementsclimatiques/plan-climatique/plafonnement-emissions-secteur-petrolier-gazier.html>.

<sup>28</sup>Pour en savoir plus sur la décision de la Cour suprême, consultez le site <https://www.canada.ca/en/environment-climate-change/news/2021/03/supreme-court-of-canada-rules-on-the-constitutionality-of-the-greenhouse-gas-pollution-pricing-act.html>.

<sup>29</sup>Pour en savoir plus sur la décision de la Cour suprême, consultez le site <https://www.theglobeandmail.com/canada/article-federal-court-judge-rules-that-ottawas-labelling-of-all-plastics-as/>.

<sup>30</sup>Pour en savoir plus sur la revendication de l'Australie d'être une « superpuissance de l'énergie renouvelable » [https://www.globalaustralia.gov.au/sites/default/files/2023-08/ATIC\\_Renewable\\_Energy\\_Superpower.pdf](https://www.globalaustralia.gov.au/sites/default/files/2023-08/ATIC_Renewable_Energy_Superpower.pdf).

**Ministre Steven Guilbeault :** Je suppose que cela dépend de la façon dont vous voyez les choses. En ce qui concerne notre réseau énergétique global, la production d'électricité du Canada est déjà à 84 % non émettrice, contre seulement 40 % aux États-Unis, ce qui place le Canada dans une position enviable au niveau international. Une production non émettrice ne signifie pas nécessairement qu'il s'agit d'énergies renouvelables, car l'Ontario et, dans une moindre mesure, le Nouveau-Brunswick produisent une quantité considérable d'énergie nucléaire. Cependant, nous ne produisons pas d'éoliennes ou de panneaux solaires à grande échelle. De ce point de vue, nous ne sommes pas une superpuissance. Je ne pense pas que nous deviendrons un grand producteur de panneaux solaires et d'éoliennes comme c'est le cas en Scandinavie, en Espagne ou en Chine. Ce train a déjà largement quitté la gare, car quelques entreprises bien établies dans d'autres pays ont pris les devants dans ce domaine. Je pense cependant que nous pouvons certainement devenir un leader dans la chaîne d'approvisionnement des batteries pour véhicules électriques. Nous jetons les bases pour devenir une superpuissance dans ce domaine. Nous pensons que le Canada fournira au monde entier des batteries et des composants de batteries pour véhicules électriques, car nous disposons des ressources et des travailleurs qualifiés nécessaires pour obtenir des avantages concurrentiels dans ce secteur. Ces produits seront essentiels au moins pour le prochain siècle.

Je pense que beaucoup de nos principaux partenaires commerciaux, y compris les États-Unis, veulent dépendre du Canada en tant que fournisseur fiable de batteries et de composants pour véhicules électriques et diversifier leur approvisionnement actuel en se tournant vers d'autres pays. Néanmoins, des entreprises du monde entier profitent déjà de l'avantage canadien. Selon l'OCDE, le Canada se classe au troisième rang mondial pour ce qui est du plus grand nombre d'investissements directs étrangers au premier semestre de 2023, après les États-Unis, et très près du Brésil, je crois. Nous constatons que les investisseurs du monde entier réagissent favorablement à ce que fait le Canada pour passer à une économie verte. C'est la preuve que notre stratégie fonctionne.

**Professeur Karl Moore :** Le Canada peut-il déployer suffisamment de capacités d'énergie renouvelable à temps pour atteindre les objectifs environnemen-

taux nationaux comme ceux du Règlement sur l'électricité propre, qui vise à maximiser les réductions de gaz à effet de serre pour parvenir à la carboneutralité du réseau électrique d'ici à 2035?

**Ministre Steven Guilbeault :** Notre *Règlement sur l'électricité propre*, présenté plus tôt en août, vise à soutenir la réalisation d'un réseau carboneutre d'ici 2035, mais pas un réseau sans combustible fossile. Cela ne veut pas dire que les combustibles fossiles seront éliminés au Canada en 2035. Avec ce nouveau règlement, nous essayons de réduire au minimum les combustibles fossiles et de maximiser la production d'énergie non émettrice dans le réseau. Cet objectif pourrait être atteint en augmentant la production d'énergie renouvelable, le stockage d'énergie propre et l'hydrogène, qui joueront conjointement un rôle dans la réalisation de réductions suffisantes des émissions de carbone d'ici à 2035. Le nucléaire continuera également de jouer un rôle, car on s'intéresse de plus en plus aux petits réacteurs modulaires d'environ 350 MW par unité, ce qui est relativement peu, mais ils ne produisent pas d'émissions et peuvent contribuer à la réalisation de nos objectifs si quelques-uns sont construits.

Pour répondre aux commentaires de Mme Nancy Southern plus tôt dans le rapport sur l'importance de déployer suffisamment d'énergie propre à temps pour respecter le *Règlement sur l'électricité propre* – et je salue sa clairvoyance lorsque, il y a quelques années, elle a décidé d'entamer la transition de l'offre énergétique du groupe ATCO vers des sources d'énergie renouvelables – le gaz naturel continuera à jouer un rôle dans notre bouquet énergétique au-delà de 2035. Certaines provinces, comme l'Alberta, dépendent davantage du gaz naturel pour produire de l'électricité à des fins résidentielles, commerciales et industrielles. Nous prévoyons d'inclure une clause de droits acquis dans notre projet de *Règlement sur l'électricité propre* prévoyant que si vous exploitez une centrale au gaz naturel avant 2025, vous pouvez continuer à la faire fonctionner sans réduction d'émissions pendant 20 ans à compter de la date de mise en service. Le *Règlement sur l'électricité propre* est un bon exemple de cas où nous avons écouté les principaux acteurs économiques et adapté notre projet de règlement pour tenir compte des champs de compétence. Il est important que nous établissions de tels objectifs pour que le Canada atteigne la carboneutralité en 2050 et devienne le chef de file de l'économie verte de demain.



*Nouveau siège social de la BNC (en construction) à Montréal, Canada. Projet visant une certification LEED v4 Gold et WELL (photo : Unsplash)*

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

---

## Alimentation Couche-Tard Inc.

<b>ATD (TSX)</b>	COTE	COURS CIBLE	RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ
<b>C\$71.50</b>	<b>Rendement supérieur</b>	<b>C\$81.00</b>	<b>14.1%</b>

### 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 2022, le réseau d'ATD comprenait plus de 9,000 dépanneurs en Amérique du Nord, plus de 2,700 établissements en Europe et plus de 360 à Hong Kong, principalement exploités sous la marque Circle K. Historiquement, ATD croît par expansion endogène et par acquisitions.

### Faits Saillants

#### Plusieurs initiatives mises en œuvre pour favoriser la croissance

(1) Les marges sur les ventes de carburant aux États-Unis devraient afficher une vigueur notable par rapport aux données du secteur, une dynamique qui selon nous pourrait s'inscrire dans la durée compte tenu de nombreuses initiatives d'amélioration du côté de l'approvisionnement. (2) En Europe, la faiblesse des marges sur les ventes de carburant est temporaire (les stocks structurellement élevés accentuent la volatilité). (3) Les résultats de marchandisage dans toutes les régions ont été soutenus par les boissons (nouveaux lancements en Amérique du Nord et café glacé en Europe), le programme Fresh Food, Fast (croissance à deux chiffres a/a; rentabilité en hausse de 750 pb ces deux derniers trimestres) et les marques de distributeurs (les consommateurs continuent de s'orienter vers les produits moins chers aux États-Unis). Les ventes de tabac ne sont pas un élément positif, même si des initiatives sont en cours avec des partenaires fournisseurs pour protéger la part de marché. (4) Le nouveau programme de fidélité InnerCircle compte 2.7 millions d'abonnés depuis son lancement cet été, et son déploiement devrait se poursuivre en Amérique du Nord. (5) ATD présentera une nouvelle stratégie sur plusieurs années lors de la journée consacrée aux investisseurs le 11 octobre.

#### Nous maintenons notre avis favorable

(1) Selon nous, ATD tirera parti: (i) des marges robustes sur les ventes de carburant, qui resteront élevées, surtout aux États-Unis; (ii) d'acquisitions créatrices de valeur et (iii) de nombreux programmes d'amélioration de l'efficacité et du marchandisage. (2) Le marché des fusions-acquisitions reste favorable. Le ratio d'endettement d'ATD est inférieur au seuil de 2.25 (d'après nos calculs, il se situe à environ 2.1, incluant les estimations pro forma des acquisitions de TotalEnergies et MAPCO).

#### 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/

### DONNÉES BOURSIÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	72.98-54.12
Dividende par action (\$)	0.56
Rend. dividende (%)	0.8
Actions en circulation (M)	980.0
Capitalisation boursière (M\$)	69,148.8
Valeur de l'entreprise (M\$)	80,170.9

Données sur les actions en \$CA

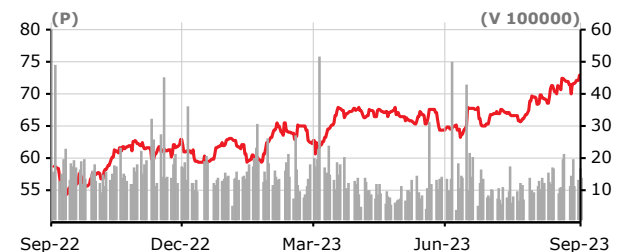
### ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

Fin d'exercice: décembre	2023A	2024E	2025E
Chiffre d'affaires (\$M)	71,856.7	68,499.1	66,928.3
BAIIA raj. (\$M)	5,775.4	5,717.5	6,171.4
BAII raj. (\$M)	4,269.6	4,086.5	4,444.0
Bénéfice net (\$M)	3,152.0	2,940.9	3,171.6
BPA rajusté (\$)	3.12	3.04	3.42
Dividende / action (CA\$)	0.50	0.58	0.64
C/B (x)	16.5	17.0	15.1
VE/BAIIA (x)	10.1	10.2	9.5

Tous les chiffres en USD sauf indication contraire

Source: Refinitiv, FBN et rapports de la société

### Rendement du titre (Source: FactSet)



monnaies européennes), l'intégration des acquisitions et une conjoncture économique difficile dans certaines régions.

## **Évaluation**

Notre cours cible correspond à 17.0 fois notre estimation du BPA pour les exercices 2025/2026 (compte tenu du change).

## ATCO Ltd.

<b>ACO.X / ACO.Y</b> (TSX; TSX) <b>C\$37.57; C\$38.50</b>	COTE <b>Rendement moyen</b>	COURS CIBLE <b>C\$44.00</b>	RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ <b>22.2%</b>
---	------------------------------------	--------------------------------	---

### Profil

ATCO Ltd. est active dans les services publics (transport et distribution de gaz naturel et d'électricité), les structures et la logistique (hébergement d'effectifs, installations modulaires innovantes, construction, services de soutien aux chantiers et gestion de la logistique et de l'exploitation), les transports (ports et logistique de transport) et l'immobilier commercial.

### Faits Saillants

ATCO a deux catégories d'actions ordinaires - avec et sans droit de vote - qui participent à parts égales aux bénéfices et aux dividendes de la société. Les actions de la catégorie I (sans droit de vote, TSX: ACO'X) forment 88% environ du total des actions ordinaires en circulation et celles de la catégorie II (avec droit de vote, TSX: ACO'Y), environ 12%. Nous estimons qu'environ 88% du BAIIA ajusté 2024e d'ATCO proviennent de son segment Services publics/Électricité, près de 6% de l'unité Infrastructures énergétiques, près de 5%, de l'unité Structures et logistique et moins de 1%, de Neltume Ports.

### Profil de croissance

Le programme d'investissement en immobilisations d'ATCO de \$3.5 milliards dans les services publics pour la période de 2022-2024, reflète un TCAC de la base tarifaire d'environ 2%, soutenant sa concentration sur les activités de services publics réglementés et les actifs visés par des contrats à long terme (~88%) sur des marchés choisis. ATCO exécute une stratégie orientée vers les énergies propres en trois temps, visant la croissance soutenue par des contrats à long terme dans le secteur de la production d'énergie renouvelable, le stockage de carburants et d'énergie propres dans le but de posséder, développer ou gérer plus de 1,000 MW de capacité de production d'énergie renouvelable d'ici 2030.

### 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.

### Évaluation

Notre cours cible de \$44.00 repose sur un rendement en dividendes corrigé du risque de 4.5% appliqué à notre estimation du dividende pour 2024e de \$1.92 par action, sur un coefficient de 12.5 appliqué à notre estimation du BAIIA disponible pour 2024e et sur notre évaluation des FTA par action de \$43.50.

Analyste **Patrick Kenny, CFA** • (403) 290-5451 • patrick.kenny@nbc.ca  
Adjoint **William Duforest** • (403) 441-0952 • william.duforest@nbc.ca  
Adjoint **Johnathan Pescod** • (403) 355-6643 • johnathan.pescod@nbc.ca

### DONNÉES BOURSIÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	54.97-27.72
Dividende par action (\$)	1.90
Rend. dividende (%)	5.1
Actions en circulation (M)	114.7
Actions en circulation - dil. (M)	114.7
Capitalisation boursière (M\$)	4,307.5
Valeur de l'entreprise (M\$)	25,350.1

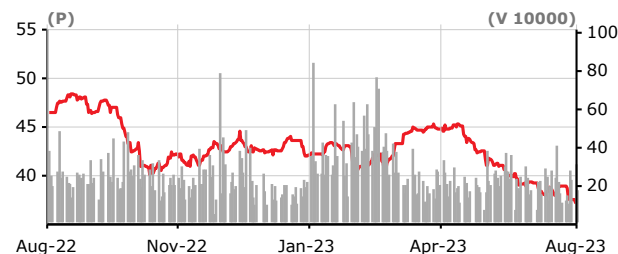
### ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

Fin d'exercice: décembre	2022A	2023E	2024E
BAIIA (\$M)	2,103.0	2,092.1	2,170.6
VE/BAIIA (x)	11.3	11.6	11.7
Dép. immobilisations d'entretien (\$M)	480.0	480.0	480.0
BAIIA disponible (\$M)	1,623.0	1,612.1	1,690.6
VE/BAIIA disp. (x)	14.9	15.7	15.0
C/B (x)	11.5	10.7	10.1
FPER/action (\$)	4.49	3.28	2.99
C/FPER (x)	9.4	11.5	12.6
Dividende / action (\$)	1.85	1.90	1.92
Rend. dividende (%)	4.4	5.1	5.1
Ratio de distribution raj. (%)	41	58	64
Dette nette / BAIIA (x)	4.4	4.9	4.7

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

Source: Estimations FBN, rapports de la société et Refinitiv

### Rendement du titre (Source: FactSet)





## Bombardier Inc.

<b>BBD.B / BBD.A</b> (TSX; TSX) C\$66.68; C\$66.00	COTE <b>Rendement supérieur</b>	COURS CIBLE <b>C\$93.00</b>	RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ <b>39.5%</b>
--	--	--------------------------------	---

### 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

**Amélioration des marges en vue:** Bombardier vise un BAIIA de plus de \$1.6 milliard en 2025 (marge d'environ 18%) grâce à une amélioration progressive des marges découlant d'un programme de réduction des coûts, à une meilleure tenue des prix obtenus pour les nouveaux avions et à un pourcentage plus important de son chiffre d'affaires tiré des activités d'après-vente. La société a progressé dans la poursuite de son objectif de marge pour 2025 au cours du dernier trimestre; la marge de BAIIA ajusté s'est établie à 16.4%, comparativement à 12.9% au même trimestre de l'année dernière. Nos prévisions pour 2025 sont plus prudentes, mais nous entrevoyons une nette amélioration à venir de la rentabilité. Pour l'ensemble de l'exercice 2023, Bombardier table sur un chiffre d'affaires de plus de \$7.6 milliards, avec un BAIIA de plus de \$1.1 milliard.

**Le carnet de commandes offre une bonne visibilité des livraisons d'avions.** Le carnet de commandes de Bombardier atteint \$14.9 milliards, ce qui représente plus de deux années de production à la cadence actuelle. Grâce à cette forte visibilité, Bombardier s'attend à livrer plus de 138 appareils en 2023, contre 123 en 2022. Les tendances du secteur des jets d'affaires restent généralement positives avec des taux d'utilisation supérieurs aux niveaux de 2019 et un stock d'appareils d'occasion à vendre bas. Le ratio commandes/facturation du dernier trimestre clôturé était de 1.1, légèrement au-dessus de la prévision de la direction d'environ 1.0 pour 2023.

**Amélioration du bilan et des flux de trésorerie:** La situation financière de Bombardier s'est nettement améliorée. La société dispose maintenant d'une trésorerie de \$1.2 milliard, et elle n'a aucune dette échéant avant 2025. L'objectif de la société en 2025 de plus de \$900 millions de flux de trésorerie disponibles semble atteignable.

### 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 mieux capitalisées sur le segment des jets d'affaires.

**Endettement élevé:** Le ratio d'endettement de la société reste élevé.

### Évaluation

Notre cours cible correspond à un ratio VE/BAIIA de 7.0 d'après nos estimations pour 2025, auquel nous appliquons une décote de 10% par année pour 2023.

### DONNÉES BOURSIÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	74.43-18.30
Actions en circulation (M)	95.3
Capitalisation boursière (M\$)	6,357.1
Valeur de l'entreprise (M\$US)	9,808.4

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

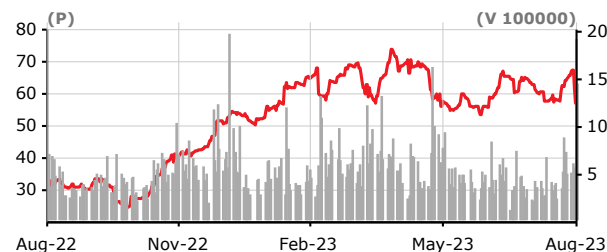
### ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

Fin d'exercice: décembre	2022A	2023E	2024E
Chiffre d'affaires (\$M)	6,913.0	7,875.9	8,188.5
BAIIA (\$M)	927.0	1,199.2	1,364.4
Bénéfice net (\$M)	(148.0)	513.8	516.9
BPA rajusté (\$)	(1.67)	4.22	5.13
Flux de trésorerie disponibles (\$M)	735.0	247.8	477.8
Dette nette (trés.) (\$M)	4,689	3,994	3,537
Dette nette / BAIIA (x)	5.4	3.6	2.8
VE/BAIIA (x)	10.6	8.2	7.2
C/B (x)	NA	11.8	9.7

Tous les chiffres en USD sauf indication contraire

Source: Bombardier, Refinitiv et FBN

### Rendement du titre (Source: FactSet)



## BRP Inc.

<b>DOO / DOOO</b> (TSX; NASDAQ) <b>C\$101.59; US</b> <b>\$74.16</b>	<b>COTE</b> <b>Rendement</b> <b>supérieur</b>	<b>COURS CIBLE</b> <b>C\$143.00</b>	<b>RENDEMENT TOTAL</b> <b>ESTIMÉ</b> <b>41.5%</b>
--	---	--	---

### Profil

BRP inc. est un chef de file mondial dans la conception, la construction et la commercialisation de véhicules de sport motorisés et de systèmes de propulsion. 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 nouveaux lancements de produits entraînent une expansion des parts de marché:** La direction estime qu'elle a gagné environ 5% de parts de marché dans le secteur des sports mécaniques l'an dernier avec le lancement de nouveaux produits innovateurs. Les gains de parts de marché ont continué cette année et, étant donné le grand nombre de lancements de nouveaux produits attendu de la société dans les prochaines années, nous pensons qu'ils continueront.

**La vente au détail demeure résiliente:** Les ventes de BRP sur le marché de détail des sports mécaniques nord-américain ont été vigoureuses jusque-là dans l'exercice 2024, la demande étant restée résiliente malgré l'incertitude économique. Les produits de la société évoluent vers les segments haut de gamme du secteur, qui sont moins sensibles aux facteurs macroéconomiques. Soulignons aussi que le niveau des stocks chez les concessionnaires est encore sain, en hausse de 24% par rapport aux niveaux d'avant la pandémie comparativement aux ventes au détail de BRP qui ont augmenté de 49% pendant le même laps de temps.

**Antécédents de reversement de liquidités aux actionnaires.** BRP a des antécédents couronnés de succès dans le reversement de liquidités aux actionnaires par des augmentations de dividendes et des rachats d'actions. Nous nous attendons à ce que BRP génère de solides flux de trésorerie disponible au cours des deux prochaines années, si bien que nous prévoyons que cette rétribution des actionnaires continuera. Nous nous attendons à ce que BRP dégage des flux de trésorerie disponibles importants sur les deux prochaines années; elle devrait donc poursuivre son programme de rachat d'actions.

### 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.

### Évaluation

Nous valorisons le titre en appliquant un ratio VE/BAIIA de 6.5 à nos prévisions pour l'exercice 2025.

### DONNÉES BOURSIÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	122.41-80.87
Dividende par action (\$)	0.72
Rend. dividende (%)	0.7
Actions en circulation (M)	79.3
Capitalisation boursière (M\$)	8,051.6
Valeur de l'entreprise (M\$)	10,613.5

### ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

Fin d'exercice:	2023A	2024E	2025E
<b>décembre</b>			
Chiffre d'affaires (\$M)	10,033.4	10,939.3	11,612.0
BAIIA (\$M)	1,706.3	1,870.2	1,935.4
Bénéfice net (\$M)	865.4	1,045.5	1,025.7
BPA rajusté (\$)	12.05	12.65	13.12
Flux de trésorerie disponibles (\$M)	(96.4)	1,047.5	697.3
Dette nette (trés.) (\$M)	2,814	1,983	1,335
Dette nette / BAIIA (x)	1.6	1.1	0.7
VE/BAIIA (x)	6.2	5.7	5.5
C/B (x)	8.4	8.0	7.7

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

Source: Refinitiv, FBN et rapports de la société

### Rendement du titre (Source: FactSet)



## Canadian Tire Corporation, Limited

<b>CTC.A (TSX)</b>	COTE	COURS CIBLE	RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ
<b>C\$156.82</b>	<b>Rendement moyen</b>	<b>C\$184.00</b>	<b>21.5%</b>

### 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

#### Retrait des aspirations financières

(1) CTC a retiré ses aspirations financières pour 2025 invoquant une conjoncture de consommation plus faible (un net ralentissement des ventes au détail a été constaté en juin qui s'est poursuivi en juillet). Les dépenses sur carte de crédit de CTC ont baissé au T2 2023 pour la première fois depuis le T4 2020. L'accès de faiblesse a été plus prononcé en Ontario et en Colombie-Britannique en raison de niveaux relativement plus élevés d'endettement des ménages. (2) Par catégorie, les biens essentiels ont progressé de >6% a/a, alors que les ventes discrétionnaires ont diminué de >3% a/a (deux tiers de la répartition des affaires); l'achalandage était stable. (3) Nous croyons que la suspension des aspirations financières était largement attendue (l'aspiration du BPA 2025 était de \$26+). De la même manière, la faiblesse des consommateurs notée au T2 2023 n'est pas entièrement une surprise. (4) Le stock de l'entreprise s'est encore normalisé (de 22% de croissance a/a au T1 2023 à 6% de croissance a/a au T2 2023). CTC s'attend à ce qu'une diminution des coûts de logistique de tiers et de transport ait un impact positif au deuxième semestre de 2023.

### 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 en utilisant la méthode de la somme des parties, qui reflète un coefficient de 11.0 appliqué à notre estimation du BPA du secteur Détail 2024/2025, un coefficient de 7.5 appliqué à notre estimation du BPA du secteur Services financiers 2024/2025 et la participation de CTC dans CT REIT, à une décote de 15%.

### DONNÉES BOURSIÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	189.82-139.24
Dividende par action (\$)	6.90
Rend. dividende (%)	4.2
Actions en circulation (M)	56.5
Capitalisation boursière (M\$)	9,387.6
Valeur de l'entreprise (M\$)	16,771.7

### ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

Fin d'exercice:	2022A	2023E	2024E
<b>décembre</b>			
Chiffre d'affaires (\$M)	17,810.6	17,641.2	18,483.3
BAIIA raj. (\$M)	2,642.0	2,499.6	2,693.9
BAII raj. (\$M)	1,898.5	1,664.9	1,797.2
Bénéfice net (\$M)	1,112.2	849.5	945.7
BPA rajusté (\$)	18.75	15.20	17.43
Dividende / action (\$)	6.28	6.90	6.90
C/B (x)	8.9	10.9	9.5
VE/BAIIA (x)	6.3	6.7	6.2

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

Source: Refinitiv, FBN et rapports de la société

### Rendement du titre (Source: FactSet)



## Canadian Utilities Limited

<b>CU / CU.X</b> (TSX; TSX) <b>C\$32.90; C\$33.20</b>	<b>COTE</b> <b>Rendement moyen</b>	<b>COURS CIBLE</b> <b>C\$36.00</b>	<b>RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ</b> <b>14.9%</b>
---	---	---------------------------------------	---

### Profil

Canadian Utilities Limited (détenue à environ 53% par ATCO Ltd.) possède et exploite pour près de \$21 milliards d'infrastructures énergétiques réparties entre ses divisions Services publics (transport et distribution d'électricité et de gaz naturel), Infrastructures énergétiques (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

La structure du capital ordinaire de CU se compose des actions de catégorie A (sans droit de vote, TSX : CU) et de la catégorie B (actions comportant droit de vote, TSX : CU'X) représentant respectivement environ 70% et 30% du total des actions ordinaires en circulation. Au 31 décembre 2022, ATCO Ltd. (TSX: ACO'X / ACO'Y) détenait 37.9% des actions ordinaires sans droit de vote de catégorie A de CU et 96.7% des actions avec droit de vote de catégorie B.

### Profil de croissance

Canadian Utilities exécute un programme d'immobilisations de \$3.5 milliards pour 2022-2024 destiné aux services publics réglementés, pour soutenir la croissance de la base tarifaire vers \$15.4 milliards, contre une base de \$14.5 milliards en 2021, soit un TCAC d'environ 2% sur trois ans. Pendant ce temps, 2023 marque l'année de refonte du coût du service jusqu'à l'entrée en exploitation de PBR 3.0 en 2024. Par ailleurs, la société a récemment conclu l'acquisition, pour \$713 millions, d'un portefeuille d'actifs et de projets éoliens et solaires situés en Alberta et en Ontario, avec 232 MW (net) de projets éoliens en exploitation. En outre, CU a récemment conclu un contrat d'achat d'énergie renouvelable de 15 ans avec Microsoft pour 150 MW.

### 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 \$36.00 est basé sur un rendement en dividende corrigé du risque de 4.5% appliqué à notre estimation de dividende 2024e de \$1.81 par action, sur un coefficient de 14.0 appliqué à notre estimation de BAIIA disponible 2024e et sur notre évaluation basée sur l'actualisation des flux de trésorerie de \$35.50 par action. Nous attribuons à CU la cote Rendement moyen.

**Analyste** Patrick Kenny, CFA • (403) 290-5451 • patrick.kenny@nbc.ca  
**Adjoint** William Duforest • (403) 441-0952 • william.duforest@nbc.ca  
**Adjoint** Johnathan Pescod • (403) 355-6643 • johnathan.pescod@nbc.ca

### DONNÉES BOURSIÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	42.97-25.25
Dividende par action (\$)	1.79
Rend. dividende (%)	5.5
Actions en circulation (M)	275.2
Actions en circulation - dil. (M)	273.1
Capitalisation boursière (M\$)	9,054.1
Valeur de l'entreprise (M\$)	20,804.6

### ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

Fin d'exercice: décembre	2022A	2023E	2024E
BAIIA (\$M)	1,842.0	1,956.5	2,001.3
VE/BAIIA (x)	11.2	10.6	10.4
Dép. immobilisations d'entretien (\$M)	480.0	480.0	480.0
BAIIA disponible (\$M)	1,362.0	1,476.5	1,521.3
VE/BAIIA disp. (x)	15.2	14.1	13.7
C/B (x)	15.1	15.0	13.2
FPER/action (\$)	4.27	3.68	3.55
C/FPER (x)	8.6	8.9	9.3
Dividende / action (\$)	1.78	1.79	1.81
Rend. dividende (%)	4.8	5.5	5.5
Ratio de distribution raj. (%)	41	49	51
Dette nette / BAIIA (x)	5.3	5.5	5.4

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

Source: Estimations FBN, rapports de la société et Refinitiv

### Rendement du titre (Source: FactSet)



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

## CCL Industries Inc.

<b>CCL.B (TSX)</b>	COTE	COURS CIBLE	RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ
<b>C\$60.83</b>	<b>Rendement supérieur</b>	<b>C\$79.00</b>	<b>31.6%</b>

### Profil

Avec des bureaux à Toronto (Ontario) et à Framingham (Massachusetts), CCL Industries emploie environ 25,100 personnes et possède 204 sites de production répartis dans 43 pays. La société compte quatre segments: 1) CCL (61% du chiffre d'affaires en 2021), 2) Avery (12%), 3) Checkpoint (14%) et 4) Innovia (13%). Donald Lang, président du Conseil 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.** 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 \$4.3 milliards sur environ 61 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 rajustée (environ 19% en 2022) supérieure à celle de ses rivales et a un taux de conversion du BAIIA rajusté en FTD de 47%.

**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 14.3% au T4 2021). Avec une dette faible et des FTD abondants, des actions pourraient aussi être rachetées, comme cela a été le cas en 2022, avant la réalisation d'acquisitions de plus grande envergure.

### 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.

### Évaluation

Nous attribuons à CCL la cote Rendement supérieur, avec un cours cible de \$79. Notre cours cible correspond à la moyenne des FTA 2023E et de la VAN 2024E, avec des ratios implicites VE/BAIIA de 11.6 et 10.7 d'après nos estimations pour 2023E et 2024E, respectivement.

### DONNÉES BOURSIÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	71.58-57.16
Dividende par action (\$)	1.06
Rend. dividende (%)	1.7
Actions en circulation (M)	177.5
Capitalisation boursière (M\$)	10,795.9
Valeur de l'entreprise (M\$)	12,356.8

### ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

Fin d'exercice:	2022A	2023E	2024E
<b>décembre</b>			
Chiffre d'affaires (\$M)	6,382.2	6,725.5	7,126.9
BAIIA raj. (\$M)	1,231.4	1,336.1	1,411.7
BPA rajusté (\$)	3.57	3.75	3.94
C/B (x)	17.0	16.2	15.4
VE/BAIIA (x)	10.0	9.2	8.4
Flux de trésorerie disponibles (\$M)	573.5	555.0	649.9
FTD / action (\$)	3.24	3.13	3.66
Rend FTD (%)	5.3	5.1	6.0
Ratio de distribution (des FTD) (%)	30	34	32

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

Source: Rapports de la société, Refinitiv et Estimations FBN

### Rendement du titre (Source: FactSet)



## CGI Inc.

<b>GIB.A / GIB</b> (TSX; NYSE) C\$132.51; US \$96.67	COTE <b>Rendement supérieur</b>	COURS CIBLE <b>C\$175.00</b>	RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ <b>32.1%</b>
---	--	---------------------------------	---

### 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

#### Notre thèse de placement

Selon nous, CGI est de nouveau en pleine mutation - cette transition devant hisser la société dans la chaîne de valeur en accroissant la part du chiffre d'affaires tiré de la propriété intellectuelle (PI) - développée en interne ou acquise. Il devrait en résulter une forte croissance des bénéfices et une valorisation supérieure à celle des sociétés comparables. La source: des acquisitions opportunes qui dans le passé ont permis à l'action de bondir.

Voici les principaux catalyseurs à surveiller:

le retour de la croissance endogène,

les perspectives d'acquisition, avec environ \$2.8 milliards de liquidités disponibles, et

PI et numérique - les changements structurels du marché.

Nous pensons que ces différents moteurs de croissance auront un effet positif sur la valorisation de GIB.a / GIB. Nous apprécions toujours les caractéristiques défensives de CGI (flux de trésorerie récurrents et désendettement) et ses options (fusions et acquisitions, expansion des marges par la PI), particulièrement grâce à ses antécédents de constance dans l'exécution.

### Facteurs de Risque

1. Exécution: la direction pourrait échouer dans sa tentative d'accroître la part du chiffre d'affaires tiré de la PI; 2. Acquisition et intégration: la direction pourrait se révéler incapable de réaliser des gains de synergie; 3. La menace que représente l'arrivée de « nouveaux » acteurs dans le numérique.

### Évaluation

Nous réitérons notre cote Rendement supérieur et le cours cible de \$175 basé sur les FTA, ce qui correspond à un ratio VE/BAIIA de 14.4 d'après nos estimations pour l'exercice 2024. Ce titre reste une position de base dans le secteur canadien de la technologie.

### DONNÉES BOURSIÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	142.31-100.74
Dividende par action (\$)	0.00
Rend. dividende (%)	0.0
Actions en circulation (M)	233.1
Actions en circulation - dil. (M)	236.9
Capitalisation boursière (M\$)	31,389.4
Dette nette (M)	1,643.6
Valeur de l'entreprise (M\$)	33,033.0

### ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

Fin d'exercice: décembre	2022A	2023E	2024E
Chiffre d'affaires (\$M)	12,867.2	14,340.0	14,693.5
BAIIA (\$M)	2,561.3	2,832.6	2,997.5
BPA rajusté (\$)	6.12	7.05	7.62
FTE (\$)	1,865	2,210	2,438
Flux de trésorerie disponibles (\$M)	1,490.7	1,806.2	2,150.5
FTD / action (\$)	6.29	7.63	9.08
VE/Ventes (x)	2.6	2.3	2.2
VE/BAIIA (x)	12.9	11.7	11.0
C/B (x)	21.6	18.8	17.4
C/FT (x)	21.1	17.4	14.6

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

Source: Refinitiv, FBN et rapports de la société

### Rendement du titre (Source: FactSet)



## Cogeco Communications Inc.

<b>CCA (TSX)</b>	COTE	COURS CIBLE	RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ
<b>C\$60.31</b>	<b>Rendement moyen</b>	<b>C\$75.00</b>	<b>28.8%</b>

### Profil

Cogeco Communications 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 35% du capital de CCA et contrôle 85% des droits de vote. La famille Audet détient 10.0% du capital de COGECO Inc. et contrôle 69% des droits de vote. Rogers Communications Inc. détient 43% de CGO et 37% des actions subalternes de CCA.

### 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; ses abonnés et ses résultats financiers sont répartis à raison d'environ 75% et 25% entre les deux provinces. Contrairement à la plupart des autres grandes entreprises de télécommunications canadiennes, la société ne détient pas d'actifs de contenu, mais a acquis du spectre en 2021 et envisage une incursion dans le secteur du sans-fil en sa qualité d'ORVM hybride détenant aussi des installations physiques. Cela pourrait se produire en 2024. Malgré la pression du déploiement de la fibre optique et des efforts de groupement des offres de Bell ainsi que de la substitution du sans-fil et du recul de la télévision par câble, les marges restent proches de 54% après avoir augmenté à la faveur des efforts de réduction des coûts et des avantages de 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 (8/8/15 et 1/4/18) et des actifs de WideOpenWest en Ohio (9/1/21). L'entreprise américaine a 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.

### 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.

*suite sur la prochaine page*

### DONNÉES BOURSIÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	89.25-60.00
Dividende par action (\$)	3.10
Rend. dividende (%)	4.5
Actions en circulation (M)	44.5
Actions en circulation - dil. (M)	49.0
Capitalisation boursière (M\$)	3,081.2
Valeur de l'entreprise (M\$)	7,916.9

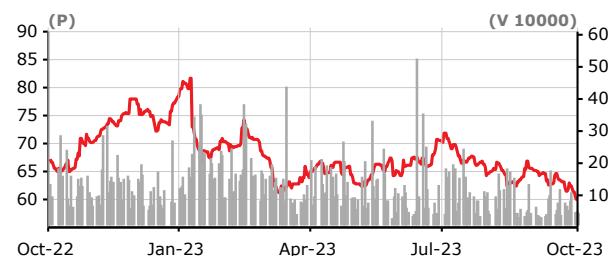
### ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

Fin d'exercice:	2022A	2023E	2024E
<b>décembre</b>			
Chiffre d'affaires (\$M)	2,900.7	3,000.0	3,035.3
BAIIA (\$M)	1,393.1	1,422.1	1,440.9
Marge BAIIA (%)	48.0	47.4	47.5
BPA rajusté (\$)	9.20	9.09	8.67
C/B (x)	7.5	7.6	8.0
VE/BAIIA (x)	5.6	5.6	5.4
Flux de trésorerie disponibles (\$M)	424.4	379.6	382.9
FTD / action (\$)	9.16	8.50	8.61
Rend FTD (%)	13.2	12.3	12.4
Dépenses immobilisations (\$M)	689	737	727
Intensité dép. immobilisations (%)	23.8	24.6	23.9
Dette nette / BAIIA (x)	3.2	3.4	3.2

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

Source: Estimations FBN, rapports de la société et Refinitiv

### Rendement du titre (Source: FactSet)



## Évaluation

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

Notre cours cible repose sur la moyenne de nos estimations des FTA des exercices 2023 et 2024 et de la VAN des exercices 2024 et 2025, et correspond à un ratio VE/BAIIA implicite de 5.8, 5.6 et 5.3 d'après nos estimations pour les exercices 2023, 2024 et 2025, respectivement.



## Colliers International Group Inc.

<b>CIGI</b> (NASDAQ; TSX) US\$93.26; C \$127.69	<b>COTE</b> <b>Rendement supérieur</b>	<b>COURS CIBLE</b> <b>US\$131.00</b>	<b>RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ</b> <b>40.7%</b>
--	---	---	---

### Profil

Colliers International est un prestataire de services immobiliers commerciaux ayant plus de 18,000 professionnels dans le monde. La société a quatre branches d'activité : 1) Impartition et conseils, 2) Gestion d'investissements (IM), 3) Location et 4) Marchés des capitaux. Les administrateurs et cadres supérieurs détiennent plus de 12% des actions en circulation dans le public et près de 46% 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

En 2022, les actions de CIGI ont reculé de 34%, car le rendement de l'obligation du Trésor américain de 10 ans a doublé, passant de moins de 2% à près de 4%. Malgré tout, CIGI exécute son plan stratégique jusqu'en 2025 qui prévoit une croissance importante (augmentation du BAIIA et du BPA de 52% et 36%, respectivement, par rapport à 2021R). L'année 2022 a été une année record en termes de déploiement de capital, chiffré à plus de \$1 milliard. Le rapprochement de l'objectif d'un BAIIA de la société émanant à 65% de revenus récurrents renforcera encore l'impulsion pour une expansion du ratio. Notre vérification diligente approfondie de Colliers nous apprend que la société a une culture exclusive qui conduit à des affectations du capital et à des rendements supérieurs. La Gestion d'investissements (avec un ASG de \$98 milliards pro forma) devrait continuer d'enregistrer une croissance structurelle; les mesures de stimulation dans le secteur des infrastructures aux États-Unis (hausse estimée à 11% par rapport au niveau d'avant la pandémie) assurent une bonne visibilité au segment Impartition et conseils de la société.

### 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

Alors que les transactions de l'entreprise représentent 38% du BAIIA 12DM (y compris le segment Location), la reprise du segment Marchés des capitaux (21% du chiffre d'affaires) au deuxième semestre de 2023E nous semble ténue. Le manque de financement des capitaux et les craintes entourant les perspectives structurelles pour les tours de bureaux repousseront probablement la mise en place d'un mécanisme de compensation des prix à 2024; les activités de gestion d'investissements et de conseil en ingénierie continuent de bien se tenir, mais l'objectif de BAIIA de US\$670 millions+ pourrait ne pas être atteint. Enfin, nous ramenons notre cours cible pour CIGI de US\$133.00 à US\$131.00 en raison de la faiblesse persistante des segments Location et Marchés des capitaux; notre cours cible correspond à un ratio VE/BAIIA 2024E de 12.0.

Analyste **Maxim Sytchev, MSc** • (416) 869-6517 • maxim.sytchev@nbc.ca  
Adjoint **Kazim Naqvi** • (416) 869-6754 • kazim.naqvi@nbc.ca  
Adjoint **Roman Pshenychnyi** • (416) 869-7937 • roman.pshenychnyi@nbc.ca

### DONNÉES BOURSÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	133.03-84.16
Dividende par action (\$)	0.30
Rend. dividende (%)	0.3
Actions en circulation (M)	45.4
Actions en circulation - dil. (M)	47.4
Capitalisation boursière (M\$)	4,913.2
Dette nette (M)	1,496.1
Valeur de l'entreprise (M\$)	7,507.5

### ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

Fin d'exercice:	2022A	2023E	2024E
<b>décembre</b>			
Chiffre d'affaires (\$M)	4,459.5	4,446.9	4,759.5
BAIIA (\$M)	618.8	657.0	711.0
BPA - après dilution (\$)	7.04	6.72	7.97
VE/BAIIA (x)	12.5	11.8	10.9
C/B (x)	15.4	16.1	13.6

Tous les chiffres en USD sauf indication contraire

Source: Refinitiv, FBN et rapports de la société

### Rendement du titre (Source: FactSet)



## Empire Company Ltd.

<b>EMP.A (TSX)</b>	COTE	COURS CIBLE	RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ
<b>C\$36.99</b>	<b>Rendement supérieur</b>	<b>C\$44.00</b>	<b>21.0%</b>

### 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

#### Focalisation sur les initiatives d'amélioration

(1) La direction reste focalisée sur un programme étendu d'initiatives d'amélioration (rénovation de magasins, expansion de la branche minimarge, optimisation promotionnelle/analytique, marques privatives et amélioration des achats/de la chaîne d'approvisionnement, etc.). (2) Empire croit que l'inflation ralentit, ce qui est favorable à la demande dans les magasins classiques. Plus précisément, les demandes de relèvement des prix des fournisseurs diminuent (elles ont culminé au T3 de l'exercice 2023). (3) Empire a établi un cadre financier à long terme qui vise une croissance du BPA de 8-11% grâce à l'augmentation du bénéfice net et aux rachats d'actions. Nous croyons qu'Empire atteindra ou dépassera son objectif de l'exercice 2024. (4) Les ventes par Voilà ont augmenté de 7.2% a/a et ont continué d'accroître la part de marché nationale dans le circuit du commerce électronique. Une ponction associée d'environ \$0.28 du BPA a été relevée pour l'exercice 2023, ce qui, croyons-nous s'améliorera progressivement avec le temps.

#### Inflexion des tendances

(1) Empire a produit des résultats solides sur fond d'attentes limitées des investisseurs. Néanmoins, les investisseurs pourraient s'attendre à une répétition de trimestre en trimestre de la solide exécution étant donné la transition continue aux formats minimarge (où Empire reste sous les indices). (2) Étant donné une valorisation peu chère (par rapport aux antécédents et aux entreprises comparables) et les attentes d'améliorations, nous maintenons notre attitude constructive.

#### 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.

*suite sur la prochaine page*

### DONNÉES BOURSÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	38.51-33.09
Dividende par action (\$)	0.73
Rend. dividende (%)	2.0
Actions en circulation (M)	252.2
Capitalisation boursière (M\$)	9,147.3
Valeur de l'entreprise (M\$)	16,014.8

### ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

Fin d'exercice:	2023A	2024E	2025E
décembre			
Chiffre d'affaires (\$M)	30,478.1	31,485.0	32,272.2
BAIIA raj. (\$M)	2,322.1	2,456.3	2,529.6
BAII raj. (\$M)	1,291.5	1,400.4	1,462.0
Bénéfice net (\$M)	727.1	782.9	840.8
BPA rajusté (\$)	2.80	3.15	3.51
Dividende / action (\$)	0.66	0.73	0.79
C/B (x)	12.9	11.5	10.3
VE/BAIIA (x)	6.9	6.5	6.3

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

Source: Refinitiv, FBN et rapports de la société

### Rendement du titre (Source: FactSet)



## Évaluation

Nous continuons d'évaluer Empire selon la méthode de la somme des parties. Notre cours cible correspond à 6.5 fois notre BAIIA du commerce de détail de produits alimentaires pour 2025 et 2026, plus la valeur des participations d'Empire (moins une décote de 10%).

## Fairfax Financial Holdings Ltd.

<b>FFH / FFH.U</b> (TSX; TSX) C\$1,138.62; US \$796.84	<b>COTE</b> <b>Rendement supérieur</b>	<b>COURS CIBLE</b> <b>C\$1,700.00</b>	<b>RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ</b> <b>50.5%</b>
---	---	--	---

### 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% depuis sa création en 2022. 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 1.25 appliqué à notre estimation pour le T2 2024 (plus 1.0 pour le CAERG).

### DONNÉES BOURSIÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	1,146.68-612.00
Dividende par action (\$)	10.00
Rend. dividende (%)	1.2
Actions en circulation (M)	23.2
Capitalisation boursière (M\$)	26,418.3

Haut/bas 52 semaines en CAD

### ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

Fin d'exercice: décembre	2022A	2023E	2024E
BPA - après dilution (\$)	43.49	157.18	136.47
C/B (x)	19.4	5.4	6.2
Revenu de souscription (\$M)	1,105.3	1,050.4	959.5
Bénéfice d'exploitation (\$M)	2,572.9	3,206.6	3,314.1
Bénéfice avant impôt (\$M)	3,319.1	5,434.7	4,499.0
Impôt sur le bénéfice (\$M)	(812.6)	(1,024.8)	(899.8)
Résultat net (\$M)	2,352.2	3,981.8	3,453.7
Valeur comptable / action (\$)	762.42	919.04	1,055.90
RCP (%) <sup>1</sup>	7.2	17.3	14.7

Tous les chiffres en USD sauf indication contraire

Source: Refinitiv, FBN et rapports de la société

1. RCP 12DM

### Rendement du titre (Source: FactSet)



## Filo Corp.

<b>FIL (TSX)</b>	COTE	COURS CIBLE	RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ
<b>C\$19.19</b>	<b>Rendement supérieur</b>	<b>C\$35.00</b>	<b>82.4%</b>

### Profil

Filo Mining est une société canadienne de mise en valeur de cuivre centrée sur son projet phare Filo del Sol détenu en propriété exclusive et situé à la province de San Juan, en Argentine, et de la Région III, au Chili.

### Faits Saillants

Une étude de pré faisabilité de 2019, dont les coûts ont été actualisés en 2023, a défini une exploitation de 60,000 t/j par lixiviation en tas. D'après les estimations de FBN, Filo del Sol devrait produire 60,000 tonnes de cuivre par année, à un coût décaissé direct net (C1) de US\$0.55/lb (déduction faite des crédits pour l'or et l'argent) sur une durée de vie de la mine estimée à 16 ans à partir de 2032. Nous modélisons des coûts en immobilisations initiaux de US\$1.8 milliard pour le projet financé par un emprunt, la vente de flux de production d'or et d'argent et un financement par actions.

Ces deux dernières années, Filo Mining a publié des résultats de forage importants qui ont permis de cibler quatre essais minéralisés (Aurora Zone, Oxide Zone (étude de pré faisabilité), Porphyry et Epithermal - or, argent, cuivre). Avec ces résultats d'exploration, le potentiel cible des ressources dépasse largement les estimations précédentes de 1.2 à 1.6 milliard de tonnes, avec des teneurs comprises entre 0.7% et 1.0% d'équivalent-cuivre.

Il existe de nombreuses cibles d'exploration prometteuses mais non testées à Filo del Sol sur une distance d'environ 9 km, dont les 5 km testés à ce jour ont été minéralisés. Nous nous attendons à ce que le forage d'exploration continue d'étendre cette minéralisation.

### Facteurs de Risque

Filo est exposée aux risques habituellement associés aux sociétés minières aux stades de la prospection et de la mise en valeur, à savoir les risques liés à la réglementation, aux fluctuations des cours des matières premières, à la hausse du coût des intrants, aux conflits du travail et à l'accès aux financements, ainsi que le risque de dilution. Nous attribuons la cote de risque Spéculatif en raison du statut de la société comme entreprise de prospection et mise en valeur, dans laquelle plusieurs initiatives d'atténuation du risque doivent encore être menées, dont une poursuite des efforts d'exploration, la production de rapports techniques, la demande de permis, le financement et des étapes clés dans la mise en valeur.

### Évaluation

Notre cours cible correspond à 0.70 fois notre VAN du projet entièrement financé, plus les ajustements liés au siège social.

### DONNÉES BOURSÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	28.11-14.01
Dividende par action (\$)	0.00
Rend. dividende (%)	0.0
Actions en circulation (M)	130.1
Capitalisation boursière (M\$)	2,497.1
Valeur de l'entreprise (M\$)	2,309.9

### ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

Fin d'exercice: décembre	2022A	2023E	2024E
VANPA (CA\$)		49.13	
C/VAN (x)		0.39	

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

Source: Estimations FBN, rapports de la société et Refinitiv

### Rendement du titre (Source: FactSet)



### COTE DE RISQUE: Speculative

## GFL Environmental Inc.

<b>GFL</b> (TSX; NYSE) <b>C\$42.54; US\$31.03</b>	<b>COTE</b> <b>Rendement supérieur</b>	<b>COURS CIBLE</b> <b>C\$55.00</b>	<b>RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ</b> <b>29.5%</b>
---	---	---------------------------------------	---

### Profil

GFL Environmental fournit des services de gestion des déchets qui comprennent la collecte, le transport, le traitement, le recyclage et l'élimination des déchets solides et liquides ainsi que l'assainissement des sols. Elle offre également des services complémentaires tels que des services d'étayage, d'excavation et de démolition. La société propose ses services à un large éventail de clients aux États-Unis et au Canada.

### Faits Saillants

**Un fournisseur de services essentiels diversifié:** GFL est la quatrième entreprise en importance dans le secteur fragmenté des services environnementaux en Amérique du Nord. Ses flux de revenus sont diversifiés, répartis entre des milliers de clients, dans deux pays et trois unités opérationnelles. GFL réalise plus de 80% de son chiffre d'affaires dans le segment des déchets solides de \$75 milliards. Les quatre principaux acteurs de ce marché comptent pour environ 45% des revenus du secteur.

**Désendettement grâce aux cessions d'actifs non essentiels:** GFL a réalisé les désinvestissements non essentiels prévus dans sa division de gestion des déchets solides aux États-Unis. Les transactions ont représenté un produit brut de plus de \$1.6 milliard (environ \$1.3 milliard hors impôts et frais de transaction), permettant à la société de réduire son ratio d'endettement net à 4.18 et de densifier sa présence avec des fusions-acquisitions pour agrémenter sa croissance endogène. À cela s'ajoutent des prévisions de FTD de près de \$700 millions cette année, ce qui devrait permettre à la société de faire passer son ratio d'endettement net en dessous de 4 d'ici la fin de l'année, se rapprochant ainsi de la moyenne du groupe des sociétés comparables de 2.7.

**Les projets de GNR augmentent et d'autres s'annoncent:** GFL a progressé dans ses projets de GNR et évalue actuellement le potentiel de 21 projets. Sur l'ensemble, GFL a conclu des ententes pour cinq sites d'enfouissement, en plus de sept pour lesquels des négociations sont en cours, et de neuf projets au stade des demandes de soumissions. À mesure que GFL continue d'investir dans le secteur du GNR, nos prévisions pourraient être revues à la hausse.

### Facteurs de Risque

GFL est exposée aux risques liés à la hausse des taux d'intérêt, aux changements des réglementations gouvernementales et aux fluctuations des cours des matières premières, en particulier le carburant diesel et le gaz naturel utilisés pour propulser ses véhicules. En outre, GFL pourrait conserver des flux de trésorerie pour financer sa croissance interne et acquérir d'autres entreprises de services environnementaux et, ce faisant, les rendements attendus pourraient ne pas se matérialiser.

### DONNÉES BOURSIÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	50.56-31.57
Dividende par action (\$)	0.07
Rend. dividende (%)	0.2
Capitalisation boursière (M\$)	17,431.1
Dette nette (M)	7,805.8
Valeur de l'entreprise (M\$)	25,236.9

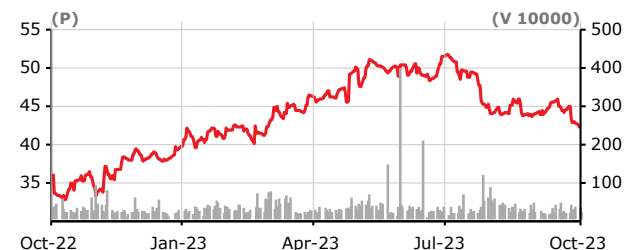
### ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

Fin d'exercice: décembre	2022A	2023E	2024E
Chiffre d'affaires (\$M)	6,761.3	7,511.4	7,905.4
Croissance chiffre d'affaires a/a (%)	22	11	5
BAIIA raj. (\$M)	1,722.0	1,998.9	2,200.2
Marge BAIIA raj. (%)	25.5	26.6	27.8
VE/BAIIA raj. (x)	14.7	12.9	11.7
Flux de trésorerie disponibles (\$M)	691.3	688.4	893.9
FTD / action (\$)	1.80	1.77	2.28

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

Source: Estimations FBN, rapports de la société et Refinitiv

### Rendement du titre (Source: FactSet)



## Évaluation

Notre cours cible est basé sur les FTA, avec un taux d'actualisation de 7.50% et un ratio VE/BAIIA 2023E d'environ 15.

## Great-West Lifeco Inc.

<b>GWO (TSX)</b>	COTE	COURS CIBLE	RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ
<b>C\$40.27</b>	<b>Rendement moyen</b>	<b>C\$40.00</b>	<b>4.5%</b>

### 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

#### Le rendement des placements explique le dépassement des prévisions

GWO a annoncé un BPA de base de \$0.99, dépassant notre prévision (\$0.90) et celle qui faisait consensus (\$0.90). Le dépassement était dû au produit des placements (+3¢) et à une augmentation des honoraires et des écarts (+5¢). Le rendement des placements et le rendement supérieur des bénéfices relatifs à des écarts sont en grande partie le fait du segment américain.

#### Le segment américain dopé par l'augmentation du bénéfice relatif aux écarts

En USD, le bénéfice a bondi de 55%. Le principal moteur était un bond de près de 70% des produits tirés des écarts sur des placements et des honoraires. Séparément, les gains de synergie courants reliés à l'acquisition de Prudential ont atteint US\$57 millions, avec un taux courant de US\$180 millions attendus au T1 2024.

#### Le rendement canadien annulé par la « normalisation » des demandes d'indemnités

Le secteur canadien de GWO a fait état d'une baisse des bénéfices de 17% a/a. Le secteur le plus touché est celui de la Collective, qui a vu les bénéfices reculer de 23%. La société a invoqué le « retour des demandes d'indemnités de maladie aux niveaux d'avant la COVID » comme facteur primaire, attesté par \$11 millions de pertes techniques ce trimestre, comparativement à \$46 millions de gains dans l'année précédente.

### 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.

*suite sur la prochaine page*

### DONNÉES BOURSIÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	37.69-27.99
Dividende par action (\$)	2.08
Rend. dividende (%)	5.1
Actions en circulation (M)	932.3
Capitalisation boursière (M\$)	37,710.0

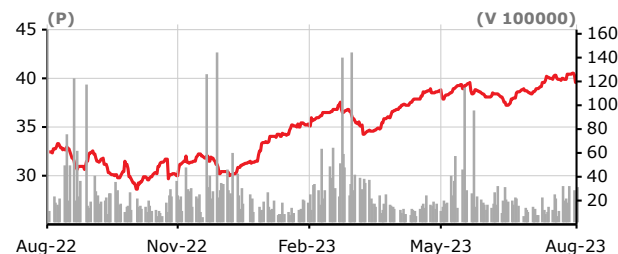
### ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

Fin d'exercice:	2022A	2023E	2024E
<b>décembre</b>			
BPA de base (\$)	3.56	3.79	4.15
Croissance BPA base (%)		7	9
BPA de base précédent (\$)		3.60	4.03
Variation (%)		4	3
Dividende / action (\$)	1.96	2.08	2.20
Valeur comptable / action (\$)	23.27	24.03	25.76
Cours / valeur comptable (x)	1.7	1.7	1.6
Cours / bénéfice de base (x)	11.4	10.7	9.7
Bénéfice de base (\$)	3,318	3,535	3,869

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

Source: Refinitiv, FBN et rapports de la société

### Rendement du titre (Source: FactSet)





## Évaluation

Nous obtenons notre cours cible de \$40 en appliquant un ratio C/B de 10 et un ratio C/VC de 1.5 à nos estimations pour 2024 (pondérations égales).

## IGM Financial Inc.

<b>IGM (TSX)</b> <b>C\$38.46</b>	COTE <b>Rendement supérieur</b>	COURS CIBLE <b>C\$47.00</b>	RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ <b>28.1%</b>
-------------------------------------	--	--------------------------------	---

### 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 \$260 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 en 2018 à \$3,300 milliards.

**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 (les ASG en Chine devraient tripler d'ici 2025), Wealthsimple (les ASG devraient être multipliés par 4 ou 5 d'ici 2025) et Northleaf (les ASG centrés sur le crédit privé croissent à un TCAC de 16%).

### 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.

*suite sur la prochaine page*

### DONNÉES BOURSIÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	43.97-33.45
Dividende par action (\$)	2.25
Rend. dividende (%)	5.9
Actions en circulation (M)	238.0
Capitalisation boursière (M\$)	9,154.9

### ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

Fin d'exercice: décembre	2022A	2023E	2024E
Chiffre d'affaires (\$M)	3,032.6	3,088.6	3,325.0
Résultat net (\$M)	867.2	959.7	960.7
BAIIA raj. (\$M) <sup>1</sup>	1,294.8	1,320.1	1,432.1
Croissance A/A (%)	(6)	2	8
BPA rajusté (\$)	3.63	3.57	4.03
Croissance BPA A/A (%)	(10.28)	(1.55)	12.71
C/B (x)	10.6	10.8	9.6
RCP (%) <sup>2</sup>	14.3	13.6	14.6
Valeur comptable / action (\$)	25.50	26.69	28.49
Dividende / action (\$)	2.25	2.25	2.25
Ratio de distribution (%)	73	69	67

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

Source: Refinitiv, FBN et rapports de la société

1. après dilution  
2. rajusté

### Rendement du titre (Source: FactSet)



## Évaluation

Notre cours cible correspond à i) un ratio C/B d'environ 9.5 pour les activités de Gestion de patrimoine d'IGM, ii) un ratio C/B d'environ 9.5 pour les activités de Gestion d'actifs d'IGM, et iii) la valeur comptable/juste valeur des positions pour l'unité des investissements stratégiques.

## Loblaw Companies Limited

<b>L (TSX)</b>	COTE	COURS CIBLE	RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ
<b>C\$117.00</b>	<b>Rendement supérieur</b>	<b>C\$142.00</b>	<b>22.9%</b>

### 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

#### Un contexte financier intact, mais une modération des tendances à venir au deuxième semestre

(1) Les volumes de ventes de produits alimentaires sont restés globalement stables (positifs dans les produits minimarges et négatifs dans les produits classiques). L'IPC des produits alimentaires vendus en épicerie de 9.1% implique une croissance réelle des ventes à établissements identiques de -3.0%, en amélioration par rapport à -7.4% au T1. (2) L table sur une modération séquentielle de la croissance des ventes à établissements identiques dans le segment Vente au détail au deuxième semestre de 2023 en raison de données comparatives difficiles à soutenir; nous prévoyons une croissance des ventes à établissements identiques dans la vente au détail de produits alimentaires de 3.3% et de 3.5% dans la vente de médicaments (premier semestre de 2023: 4.6% pour la vente de produits alimentaires, 6.6% pour la vente de médicaments). (3) La marge brute dans le segment Vente au détail s'est contractée de 30 pb a/a, à 31.1% (est. FBN 31.4%), principalement à cause de la préférence des clients pour les produits minimarges et de l'inflation des coûts. L a noté plus d'un milliard de dollars de demandes de hausses de prix depuis le début de l'année (deux fois plus que la normale). (4) L se concentre sur la croissance des FVGA sur douze mois pour compenser les pressions sur la marge brute; nous tablons sur une croissance des FVGA de 4.5% en 2023, inférieure à celle du chiffre d'affaires de 5.0% a/a.

### Maintien de notre thèse de placement

(1) Nos estimations restent largement inchangées. Selon nous, le contexte est largement stable et propice à l'atteinte des objectifs financiers de L (croissance du BPA de plus de 8%). La rotation sectorielle vers des titres à plus fort levier économique est un élément clé à prendre en compte. (2) Nous considérons L comme notre épicier préféré en raison de plusieurs thèmes clés: (a) les attentes d'une exécution toujours solide; (b) une croissance continue du BPA (11% à 15% attendu en 2023 et 8% au moins par la suite) soutenue par une amélioration opérationnelle et des rachats d'actions; et (c) la capacité de répercuter l'inflation élevée des prix des produits alimentaires, associée aux résultats solides des pharmacies.

*suite sur la prochaine page*

### DONNÉES BOURSIÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	127.19-105.57
Dividende par action (\$)	1.74
Rend. dividende (%)	1.5
Actions en circulation (M)	322.5
Capitalisation boursière (M\$)	37,674.5
Valeur de l'entreprise (M\$)	53,957.5

### ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

Fin d'exercice:	2022A	2023E	2024E
décembre			
Chiffre d'affaires (\$M)	56,504.0	59,325.1	60,828.0
BAIIA raj. (\$M)	6,181.0	6,612.3	6,804.4
BAII raj. (\$M)	3,883.0	4,218.2	4,363.1
Bénéfice net raj. (\$M)	2,263.0	2,408.7	2,523.7
BPA rajusté (\$)	6.82	7.52	8.14
Dividende / action (\$)	1.58	1.74	1.90
C/B (x)	17.1	15.5	14.4
VE/BAIIA (x)	8.7	8.2	7.9

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

Source: Refinitiv, FBN et rapports de la société

### Rendement du titre (Source: FactSet)



## 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.

## Évaluation

Notre valorisons L à 8.5 fois notre estimation du BAIIA du secteur Vente au détail et 8.0 fois notre estimation du BPA du secteur Services financiers, dans les deux cas pour 2024/2025.

## Lundin Gold Inc.

<b>LUG (TSX)</b>	COTE	COURS CIBLE	RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ
<b>C\$18.24</b>	<b>Rendement moyen</b>	<b>C\$21.00</b>	<b>18.4%</b>

### 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 14 ans sur la base des réserves. En 2021, la production a été augmentée de 3,500 t/j à 4,200 t/j.

### 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 12PM de 7.0.

### DONNÉES BOURSIÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	17.63-7.80
Dividende par action (\$)	0.54
Rend. dividende (%)	3.3
Actions en circulation (M)	236.1
Capitalisation boursière (M\$)	4,306.0
Valeur de l'entreprise (M\$)	4,368.0

### ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

Fin d'exercice:	2022A	2023E	2024E
<b>décembre</b>			
Prix de l'or (\$/oz)	1,780	1,975	2,015
Production Au (Koz)	476	491	467
CMTC (\$/oz)	805	865	812
BPA rajusté (\$)	0.62	1.04	1.10
FTPA (\$)	1.88	1.95	1.90
Flux de trésorerie disponibles (\$M)	269.4	192.9	327.5

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

Source: Refinitiv, FBN et rapports de la société

### Rendement du titre (Source: FactSet)



### COTE DE RISQUE: Speculative

## Lundin Mining Corporation

<b>LUN (TSX)</b>	COTE	COURS CIBLE	RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ
<b>C\$11.40</b>	<b>Rendement moyen</b>	<b>C\$11.50</b>	<b>4.0%</b>

### Profil

Lundin Mining est une société minière canadienne qui a des activités en Europe (Neves-Corvo, Zinkgruvan), au Chili (Candelaria), en Argentine (Josemaria), au Brésil (Chapada) et aux États-Unis (Eagle). Elle offre aux investisseurs une exposition aux cours du cuivre et du zinc grâce à sa base d'exploitation stable, de même qu'un potentiel de croissance grâce à ses possibilités d'agrandissement aux abords des mines existantes.

### Faits Saillants

Avec l'acquisition de 51% du projet Caserones au Chili, la production de cuivre devrait augmenter, avant une décision sur la mise en valeur à Josemaria, attendue plus tard dans l'année. Les catalyseurs à venir sont les mises à jour sur l'exploration à Chapada et l'achèvement des travaux d'expansion de la mine de zinc Neves-Corvo (ZEP). Nous nous attendons à ce que Lundin exploite son expertise pour faire avancer l'exploration/expansion à Chapada comme à Candelaria.

Avec ces projets d'expansion, nous pensons que le ratio d'endettement augmentera à environ 1.0 fois le BAIIA d'ici la fin de l'exercice, avant que l'essentiel des dépenses ne commence à Josemaria en 2025. Lundin a mis en place un dividende de base trimestriel de CA\$0.09 par action ainsi qu'un dividende semi-annuel lié au rendement (CA\$0.11 par action pour le premier semestre de 2022 et aucun dividende de rendement au deuxième semestre) déterminé par un minimum de 40% de flux de trésorerie disponibles, moins les versements de dividendes ordinaires.

### Facteurs de Risque

Lundin est exposée aux risques habituellement associés aux sociétés minières, 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 s'explique par les récentes nouvelles négatives entourant la révision à la baisse des prévisions d'exploitation sur trois ans, qui se reflètent sur le cours de l'action. Pour l'avenir, nous n'anticipons pas d'élément catalyseur majeur avant la mise à jour d'un rapport technique concernant Josemaria au T4. LUN pâtit d'une détérioration des perspectives de FTD à court terme et des risques associés à l'avancement du projet Josemaria dans le contexte inflationniste actuel, les projets précédents ayant tous connu des dépassements de coûts d'investissement de l'ordre de 20% à 30% tout au long de la phase de mise en valeur. Nos prévisions prudentes pourraient être erronées au niveau du soutien continu des prix élevés du cuivre tout au long de 2023 et d'une transaction ou d'un accord de partenariat important à Josemaria; cependant, nous ne prévoyons

### DONNÉES BOURSÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	11.93-6.24
Dividende par action (\$)	0.36
Rend. dividende (%)	3.2
Actions en circulation (M)	772.8
Capitalisation boursière (M\$)	8,810.4
Dette nette (M)	224.8
Valeur de l'entreprise (M\$)	6,518.6

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

### ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

Fin d'exercice:	2022A	2023E	2024E
<b>décembre</b>			
Production Cu (t)	219,250	250,435	298,511
Production de zinc (t)	158,938	183,866	217,166
Production d'or (Koz)	141	132	140
Chiffre d'affaires (\$M)	3,041.2	3,040.4	3,546.7
BAIIA (\$M)	1,292.5	1,162.0	1,352.7
Bénéfice net raj. (\$M)	482.8	337.7	396.2
FT exploitation - avant	869	929	1,175
FR (\$M)			
BPA rajusté (\$)	0.63	0.44	0.51

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

Source: Refinitiv, FBN et rapports de la société

### Rendement du titre (Source: FactSet)



aucune transaction avant la mise à jour du rapport technique au deuxième semestre de 2023. Notre cours cible correspond à 0.95 fois la VAN (pondération de 50%) + un ratio VE/FT 2024E de 6.0 (50%).



## MTY Food Group Inc.

<b>MTY (TSX)</b>	COTE	COURS CIBLE	RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ
<b>C\$56.54</b>	<b>Rendement supérieur</b>	<b>C\$70.00</b>	<b>25.5%</b>

### Profil

Le Groupe d'alimentation MTY inc. est l'un des plus grands franchiseurs dans le secteur des restaurants en Amérique du Nord; ses activités consistent à concéder des franchises et à exploiter des établissements de la société dans les segments de la restauration rapide et informelle.

### Faits Saillants

#### Les statistiques du secteur de plus en plus éprouvantes

- (1) Notre examen de certains indicateurs choisis révèle un ralentissement des tendances au Canada et aux États-Unis.
- (2) La croissance réelle des restaurants au Canada dépasse la croissance réelle des magasins d'alimentation, bien que cet écart ait diminué au T1 de l'exercice 2021; l'écart s'est résorbé aux États-Unis.
- (3) Les tendances en matière d'affluence dénotent un comportement prudent (données du secteur), surtout aux États-Unis.
- (4) En juin et juillet 2023, l'inflation des produits alimentaires consommés à domicile est restée inférieure à celle des menus des restaurants, ce que nous considérons comme progressivement négatif.
- (5) QSR, qui représente 80% du nombre d'établissements de MTY, devrait rester plus résilient que le secteur des restaurants décontractés.

#### Stabilité de la chaîne, concentration sur la croissance des ventes à établissements identiques; les rivaux de QSR affichent de bonnes tendances

- (1) Nous nous attendons à ce que le marché se focalise sur l'empreinte des établissements de MTY. Nous modélisons des ouvertures d'établissements endogènes nettes neutres.
- (2) Nous modélisons une croissance des ventes à établissements identiques de 3.0%, soit un ralentissement séquentiel par rapport aux 4.7% du T2 2023.
- (3) Notre analyse des semblables indique : (i) une poursuite de la descente en gamme; (ii) la prévision que l'inflation des produits alimentaires diminue encore; (iii) une concentration sur une stratégie numérique pour susciter une croissance rentable et améliorer l'expérience clients; et (iv) la prévision d'impacts négatifs de la reprise des remboursements des prêts d'études.

### Facteurs de Risque

Les principaux risques, à notre avis, sont la détérioration potentielle de la performance endogène, une exécution médiocre à l'échelle de l'entreprise/ des franchises, les changements de goûts/préférences des consommateurs, une évolution stratégique qui pourrait ne pas produire les résultats escomptés (une transition graduelle vers la restauration informelle et de nouveaux marchés), une possibilité d'escalade des prix d'acquisition et l'éventualité que l'intégration ou le respect des valeurs de la marque laissent à désirer. De plus, étant donné la nature discrétionnaire du segment des restaurants, nous nous attendrions à des pressions sur le rendement de MTY en cas de revers de conjoncture.

### DONNÉES BOURSIÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	73.50-49.50
Dividende par action (\$)	1.00
Rend. dividende (%)	1.7
Actions en circulation (M)	24.5
Capitalisation boursière (M\$)	1,432.3
Valeur de l'entreprise (M\$)	2,335.6

### ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

Fin d'exercice:	2022A	2023E	2024E
<b>décembre</b>			
Chiffre d'affaires (\$M)	716.5	1,206.3	1,254.6
BAIIA raj. (\$M)	187.4	267.2	275.3
BAII raj. (\$M)	151.9	208.5	214.5
Bénéfice net raj. (\$M)	74.8	79.8	78.5
BPA - après dilution (\$)	3.06	3.26	3.21
Dividende / action (\$)	0.84	1.00	0.98
VE/BAIIA (x)	12.5	8.7	8.5

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

Source: Refinitiv, FBN et rapports de la société

### Rendement du titre (Source: FactSet)



## Évaluation

Nous valorisons MTY à 9.25 fois notre estimation du BAIIA pour 2024/2025.

## Nuvei Corporation

<b>NVEI</b>	COTE	COURS CIBLE	RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ
(NASDAQ; TSX)	Rendement	<b>US\$27.00</b>	<b>46.5%</b>
<b>US\$18.70; C\$25.12</b>	supérieur		

### Profil

Basé au Canada, Nuvei Corporation est un fournisseur mondial de solutions technologiques de paiement destinées aux commerçants et partenaires en Amérique du Nord, en Europe, en Asie-Pacifique et en Amérique latine. Nuvei se différencie de par sa plateforme technologique exclusive, conçue spécialement pour les marchés à forte croissance du commerce mobile et du commerce électronique. Les solutions de Nuvei couvrent tous les types de paiements et comprennent un moteur de paiement entièrement intégré avec des capacités de traitement mondiales, une solution clé en main pour des expériences de paiement sans difficulté et une vaste suite d'outils de veille économique basés sur les données et de services de gestion des risques.

### Faits Saillants

Nuvei cible les marchés à forte croissance, du commerce électronique aux jeux. Au cœur de son activité, Nuvei permet de régler des achats et propose une vaste gamme de solutions de paiement connexes, de l'analytique à la gestion des risques. La société compte 50,000 clients, et un facteur clé du succès sur le marché des paiements est la taille; de ce point de vue, Nuvei accepte les paiements sur plus de 204 marchés mondiaux et en près de 150 devises, et permet aux clients de ses commerçants d'effectuer des transactions au moyen de 571 méthodes de paiement alternatives (MPA).

### Quelle est notre thèse de placement?

Selon nous, Nuvei se distingue de par sa capacité à proposer à ses clients un processus de paiement simple et fiable grâce à la technologie exceptionnelle intégrée à sa plateforme exclusive, soutenue par un service d'assistance clientèle de haut niveau dont il a été largement fait état lors de nos échanges avec les clients. C'est la combinaison de ces éléments sur des marchés de croissance ciblés qui laisse entrevoir de vastes perspectives d'expansion. En bref:

1. Les mutations dans le secteur des paiements jouent en faveur de NVEI;
2. Acteur perturbateur sur ce marché;
3. Croissance démesurée par rapport au secteur.

### Facteurs de Risque

1. Concurrence;
2. Risque technique / lié à l'infrastructure;
3. Violation de la confidentialité des données;
4. Risque lié aux acquisitions et à leur intégration.

### Évaluation

Notre cours cible de US\$27 basé sur les FTA correspond à un ratio VE/BAIIA 2024E de 10.2.

### DONNÉES BOURSIÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	43.81-23.71
Dividende par action (\$)	0.40
Rend. dividende (%)	2.1
Actions en circulation (M)	138.8
Actions en circulation - dil. (M)	143.5
Capitalisation boursière (M\$)	2,684.2
Dette nette (M)	1,157.1
Valeur de l'entreprise (M\$)	3,841.3

### ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

Fin d'exercice:	2022A	2023E	2024E
<b>décembre</b>			
Chiffre d'affaires (\$M)	843.3	1,194.5	1,405.3
BAIIA raj. (\$M)	351.3	424.2	492.5
BPA rajusté (\$)	1.86	1.60	2.08
FTE (\$)	268	312	400
Flux de trésorerie disponibles (\$M)	219.3	259.1	335.5
FTD / action (\$)	1.53	1.81	2.34
VE/Ventes (x)	4.6	3.2	2.7
VE/BAIIA (x)	10.9	9.1	7.8
C/B (x)	10.0	11.7	9.0
C/FTD par action (x)	12.2	10.4	8.0

Tous les chiffres en USD sauf indication contraire

Source: Refinitiv, FBN et rapports de la société

### Rendement du titre (Source: FactSet)



## Paramount Resources Ltd.

<b>POU (TSX)</b>	COTE	COURS CIBLE	RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ
<b>C\$31.12</b>	<b>Rendement supérieur</b>	<b>C\$40.00</b>	<b>33.4%</b>

### 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 Deep Basin 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 a un portefeuille de gisements de ressources riches en liquides qu'elle exploite grâce à la mise en valeur de ses actifs de grande qualité dans Montney et Duvernay, notamment ses projets phares Wapiti et Karr, qui assurent la pérennité de la société. En outre, la société poursuit des activités d'exploration à long terme et détient des gisements au stade du pré-développement, ainsi qu'un portefeuille d'investissements dans d'autres sociétés pétrolières et gazières, notamment une société de forage qu'elle détient en propriété exclusive.

### Actifs – Faits Saillants

Les actifs d'exploitation de POU sont concentrés dans le Deep Basin de l'Alberta et répartis entre les zones de Grande Prairie, Kaybob, le centre de l'Alberta et d'autres régions.

**Grande Prairie:** Le gisement de Grande Prairie de POU est situé au sud de Grande Prairie, en Alberta, dans la tendance riche en liquides de Montney dans le Deep Basin, principalement dans les régions de Karr et de Wapiti. La priorité à court terme est de tirer parti de la base d'actifs en phase de maturation en dégageant d'importants flux de trésorerie.

**Kaybob:** Le gisement de POU à Kaybob est situé à proximité de Grande Prairie et compte d'importants avoirs fonciers dont les risques sont de plus en plus minimisés. La priorité à court terme est l'excellence opérationnelle et l'amélioration de la structure pour qu'elle devienne semblable à celle de l'actif Wapiti/Karr.

**Centre de l'Alberta/autre:** Ces avoirs couvrent les actifs de Willesden Green et de gaz de schiste dans le Horn River Basin, au nord-est de la Colombie-Britannique.

### 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.

### DONNÉES BOURSIÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	33.47-21.46
Dividende par action (\$)	1.50
Rend. dividende (%)	4.8
Actions en circulation (M)	143.1
Actions en circulation - dil. (M)	149.6
Capitalisation boursière (M\$)	4,655.9
Valeur de l'entreprise (M\$)	4,708.1

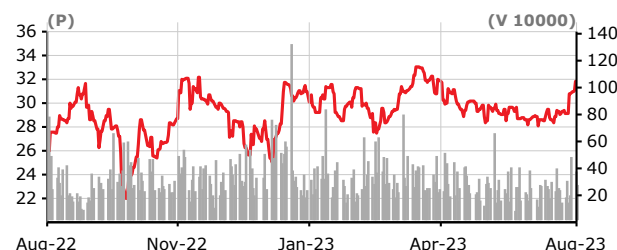
### ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

Fin d'exercice:	2022A	2023E	2024E
décembre			
Total bep/j (6:1) bep/j	88,672	96,500	115,000
Gaz nat. (%)	55	54	52
WTI (\$/b)	94.43	77.50	75.00
FT produits nets (\$/bep)	36.18	27.59	30.39
FTPA (\$)	7.97	6.51	8.55
Flux de trésorerie (\$M)	1,171	972	1,279
Dépenses immobilisations (\$M)	684	467	797
Distributions nettes (%)	70	118	80
Rend FTD (%)	8.1	(3.8)	5.5
VE/FTCD (x)	3.9	4.8	3.5
D/FT (x)	0.1	0.1	(0.2)

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

Source: Estimations FBN, rapports de la société et Refinitiv

### Rendement du titre (Source: FactSet)



## Évaluation

Notre cours cible de \$40 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 Paramount, il correspond à un ratio VE/FTCD 2024e de 4.5.

## Power Corporation of Canada

<b>POW (TSX)</b>	COTE	COURS CIBLE	RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ
<b>C\$37.84</b>	<b>Rendement moyen</b>	<b>C\$42.00</b>	<b>16.5%</b>

### 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 80% de la valeur de l'actif net 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

**La décote par rapport à la VAN semble attrayante d'un point de vue historique:** POW étant une société de portefeuille, nous nous concentrons principalement sur la décote de POW par rapport à la VAN. POW se négocie actuellement à une décote d'environ 24% par rapport à la VAN, comparativement à des moyennes à 1 et 5 ans d'environ 22% et 27%, respectivement. La décote par rapport à la VAN a inscrit un creux à environ 16% à la mi-2022.

**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 des entreprises autonomes et d'autres participations (p. ex., Wealthsimple, Lion Électrique) 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 60% de la VAB de POW); cependant, le consensus est essentiellement réservé au sujet des perspectives de GWO, avec huit recommandations «#Conserver#» et seulement une «#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.

*suite sur la prochaine page*

### DONNÉES BOURSIÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	38.98-29.76
Dividende par action (\$)	2.10
Rend. dividende (%)	5.5
Actions en circulation (M)	664.0
Capitalisation boursière (M\$)	25,127.4

### ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

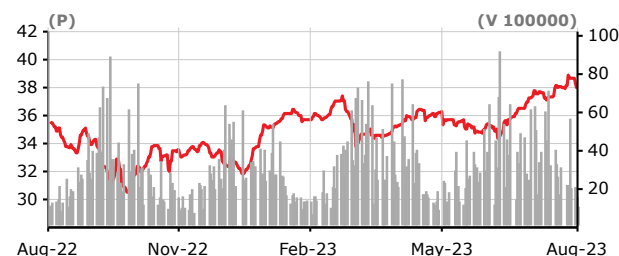
Fin d'exercice: décembre	2022E	2023E	2024E
Résultat net (\$M) <sup>1</sup>	1,836.5	2,778.1	2,999.5
BPA rajusté (\$) <sup>2</sup>	2.73	4.17	4.52
Croissance BPA A/A (%)	(42.54)	53.07	8.39
RCP (%) <sup>3</sup>	8.3	13.1	13.5
Valeur comptable / action (\$)	31.37	32.48	34.83
Dividende / action (\$)	1.98	2.10	2.10
Ratio de distribution (%) <sup>4</sup>	73	50	46
Ratio de distribution (des FTD) (%)	104	107	97

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

Refinitiv, FBN 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)



## Évaluation

Notre cours cible repose sur une décote de 21% 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.

## Quebecor Inc.

<b>QBR.B (TSX)</b>	COTE	COURS CIBLE	RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ
<b>C\$32.49</b>	<b>Rendement supérieur</b>	<b>C\$41.00</b>	<b>29.9%</b>

### Profil

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

### Faits Saillants

**Tirer parti de la vigoureuse unité de câblodistribution, qui assure un ancrage à la société, ainsi que du segment de services sans-fil en croissance.** Québecor est un géant des médias et des télécommunications au Québec, où elle domine les marchés de la câblodistribution, de la télévision et de l'édition. Forte de ses actifs de câblodistribution et du contenu de radiodiffusion de TVA de qualité supérieure, la société continue de dominer le marché grâce à sa division Vidéotron, à laquelle s'ajoute son réseau sans-fil lancé vers la fin de 2010. Certaines tendances lourdes continuent de handicaper le secteur Média, mais la diversification par voie d'acquisitions et la restructuration en cours contribuent en partie à atténuer les pressions sur le chiffre d'affaires.

**Vidéotron reste la source des flux de trésorerie de la société.** Ces dernières années, Vidéotron a élargi sa gamme de produits avec Helix, une plateforme IPTV basée sur X1, et Fizz Internet, un complément haut débit à Fizz Mobile. Le PMU par foyer a augmenté grâce à l'accent mis par Vidéotron sur la vente de forfaits et la mise en valeur de son contenu unique en langue française, mais la tendance des abonnés à apporter leur propre appareil a modéré la croissance de la FMU. Au T3 2018, Vidéotron a lancé Fizz Mobile, une marque défensive de services sans-fil en libre-service, ce qui a permis de stimuler l'ajout d'abonnés et a contribué à faire passer la part d'ajouts bruts d'abonnés au sans-fil de Vidéotron à plus de 30% chaque trimestre depuis le T1 2019 et à porter sa part sur le marché du sans-fil au Québec à environ 23%. L'expansion des services sans-fil en dehors du Québec a commencé après l'acquisition de Freedom, qui a été conclue le 3 avril 2023.

### Facteurs de Risque

Les consommateurs pourraient chercher à rationaliser les services ou à rechercher des options moins coûteuses pendant les ralentissements économiques. La société a une forte concentration au Québec. 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.

*suite sur la prochaine page*

### DONNÉES BOURSÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	35.61-23.85
Dividende par action (\$)	1.20
Rend. dividende (%)	3.7
Actions en circulation (M)	230.9
Capitalisation boursière (M\$)	7,510.0
Valeur de l'entreprise (M\$)	16,049.0

### ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

Fin d'exercice:	2022A	2023E	2024E
<b>décembre</b>			
Chiffre d'affaires (\$M)	4,531.9	5,484.1	5,995.6
BAIIA (\$M)	1,934.5	2,250.0	2,478.5
Marge BAIIA (%)	42.7	41.0	41.3
BPA rajusté (\$)	2.66	2.89	3.33
C/B (x)	12.2	11.3	9.8
VE/BAIIA (x)	7.2	6.5	5.9
Flux de trésorerie disponibles (\$M)	783.2	952.5	989.1
FTD / action (\$)	3.33	4.12	4.28
Rend FTD (%)	10.2	12.7	13.2
Dépenses immobilisations (\$M)	487	638	746
Intensité dép. immobilisations (%)	10.7	11.6	12.4
Dette nette / BAIIA (x)	3.3	3.4	2.8

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

Source: Estimations FBN, rapports de la société et Refinitiv

### Rendement du titre (Source: FactSet)





## Évaluation

Nous attribuons à QBR la cote Rendement supérieur, avec un cours cible de \$41.00. Notre cours cible repose sur notre estimation de la VAN pour 2024E, avec des ratios VE/BAIIA implicites de 7.3 d'après nos estimations pour 2023 et 6.7 d'après nos estimations pour 2024E.

## Rogers Communications Inc.

<b>RCI.B / RCI</b> (TSX; NYSE) <b>C\$50.81; US\$37.09</b>	<b>COTE</b> <b>Rendement</b> <b>supérieur</b>	<b>COURS CIBLE</b> <b>C\$80.00</b>	<b>RENDMENT TOTAL ESTIMÉ</b> <b>61.3%</b>
---	---	---------------------------------------	--

### 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 forte demande de services sans fil continue de stimuler la croissance.** Alors que Rogers tire parti de la pénétration croissante du téléphone intelligent et de l'immigration, elle avait précédemment cédé à Telus le record du taux d'attrition le plus bas. Cela dit, le taux de rotation des services postpayés s'est amélioré régulièrement entre 2015 et 2021. Rogers a été la première entreprise du secteur à lancer des forfaits illimités et des programmes de financement du matériel au milieu de 2019, avec une adoption plus rapide que prévu. Les chiffres ont commencé à s'améliorer au deuxième semestre de 2021, quand la courbe en J a repris son cours anticipé.

**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 division Média continue d'exploiter ses actifs dans le secteur des sports.** Malgré des difficultés anciennes qui ont motivé l'abandon de certains actifs au cours des années précédentes, la plateforme Média semble reposer sur de meilleures bases après la pandémie, même si sa pleine valeur n'a pas encore été exprimée optimalement.

**L'intégration de Shaw progresse bien.** Depuis la conclusion de la transaction de \$26.2 milliards le 3 avril 2023, Rogers ne doute pas de réussir à dégager des gains de synergie d'au moins \$1 milliard dans les deux ans, avec au moins 60% à la fin du 1T 2024. À mesure que cela se produira, le levier devrait diminuer de 5.2x à la conclusion de la transaction à 3.5x en 2026.

### 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

### DONNÉES BOURSIÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	67.67-50.53
Dividende par action (\$)	2.00
Rend. dividende (%)	3.8
Actions en circulation (M)	528.6
Actions en circulation - dil. (M)	506.0
Capitalisation boursière (M\$)	27,564.7
Valeur de l'entreprise (M\$)	71,838.7

### ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

Fin d'exercice: décembre	2022A	2023E	2024E
Chiffre d'affaires (\$M)	15,396.0	19,318.0	20,926.3
BAIIA raj. (\$M)	6,393.0	8,560.1	9,916.5
BPA rajusté (\$)	3.78	4.14	4.34
C/B (x)	13.8	12.6	12.0
VE/BAIIA (x)	7.7	7.4	7.0
Flux de trésorerie disponibles (\$M)	1,773.0	2,330.2	2,945.5
FTD / action (\$)	3.51	4.61	5.57
Rend FTD (%)	6.7	8.8	10.7
Dépenses immobilisations (\$M)	3,075	3,902	4,003
Intensité dép. immobilisations (%)	20.0	20.2	19.1
Dette nette / BAIIA (x)	3.1	5.1	4.3

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

Source: Estimations FBN, rapports de la société et Refinitiv

### Rendement du titre (Source: FactSet)



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 \$80.** Notre cours cible repose sur les moyennes de nos estimations des flux de trésorerie actualisés 2023E (pro forma) et 2024E et de la VAN 2024E et 2025E, et correspond à un ratio VE/BAIIA implicite de 8.9 pour 2023E (pro forma), 8.5 pour 2024E et 8.0 pour 2025E.

## Saputo Inc.

<b>SAP (TSX)</b>	COTE	COURS CIBLE	RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ
<b>C\$27.82</b>	<b>Rendement supérieur</b>	<b>C\$36.00</b>	<b>32.0%</b>

### 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 50 ans un transformateur laitier reconnu dans le monde.

### Faits Saillants

#### Cible de BAIIA 2025 remise à plus tard; croissance attendue en 2024

(1) La direction a remis à plus tard son échéance pour atteindre sa cible de BAIIA ajusté de \$2.125 milliards auparavant annoncée pour 2025, invoquant une volatilité sans précédent; nous ne considérons pas que cette information soit inédite pour le marché, car elle avait déjà été évoquée le trimestre dernier. (2) SAP s'attend toujours à enregistrer une croissance endogène pour l'exercice 2024. Les données du marché donnent à croire que les tendances du secteur aux États-Unis ont marqué un creux au T1 2024, même si nous reconnaissons que la volatilité est élevée.

#### Le contexte de volatilité éclipse l'amélioration opérationnelle

(1) Fondamentalement, nous entrevoyons une amélioration opérationnelle notable au cours des deux prochaines années au moins, jumelée à une amélioration constante et de nombreuses initiatives d'optimisation du réseau (automatisation / numérique / rationalisation) - ce qui représente environ \$200 millions en 2024 et plus de \$200 millions en 2025, même s'il faut aussi compter sur les conditions du marché et les volumes. (2) Cela dit, nous reconnaissons que l'investisseur doute de plus en plus de la capacité de SAP d'atteindre ses cibles et de dégager une croissance endogène relativement stable, surtout du fait de la volatilité accrue des prix des matières premières. Nous croyons qu'une valorisation attrayante est une contrepartie suffisante pour l'investisseur.

### 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.

### Évaluation

Notre cours cible pour Saputo correspond à 17.0 fois notre estimation du BPA pour 2025/2026.

### DONNÉES BOURSIÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	37.50-27.19
Dividende par action (\$)	0.72
Rend. dividende (%)	2.6
Actions en circulation (M)	422.3
Capitalisation boursière (M\$)	11,968.3
Valeur de l'entreprise (M\$)	15,667.3

### ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

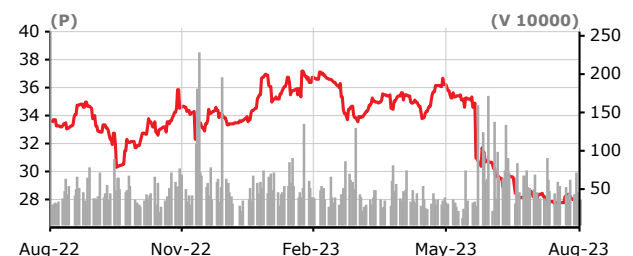
Fin d'exercice:	2023A	2024E	2025E
décembre			
Chiffre d'affaires (\$M)	17,843.0	17,979.8	18,570.4
BAIIA raj. (\$M)	1,553.0	1,650.6	1,867.7
BAII raj. (\$M)	1,057.4	1,135.4	1,313.8
Bénéfice net raj. (\$M)	711.0	736.3	881.1
BPA rajusté (\$)	1.70	1.74	2.07
Dividende / action (\$)	0.72	0.74	0.80
C/B (x)	16.7	16.3	13.7
VE/BAIIA (x)	10.1	9.5	8.4

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

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

Source: Refinitiv, FBN et rapports de la société

### Rendement du titre (Source: FactSet)



## Shopify Inc.

<b>SHOP</b> (NYSE; TSX) US\$51.38; C\$70.44	<b>COTE</b> Rendement supérieur	<b>COURS CIBLE</b> US\$80.00	<b>RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ</b> 55.7%
---	---------------------------------------	---------------------------------	--

### Profil

Shopify Inc. (Shopify) propose une plateforme infonuagique de commerce multicanaux qui s'adresse à la petite et à la moyenne entreprise. La société offre des solutions d'abonnement et de compte marchand. Les commerçants utilisent le logiciel de la société pour exercer leur activité dans tous les canaux de vente, soit l'internet et les comptoirs mobiles, les points de vente au détail, les comptoirs et les marchés des réseaux sociaux. La plateforme Shopify propose au commerçant une vision unifiée de son activité et de sa clientèle dans tous ses canaux de vente, ce qui lui permet de gérer ses affaires à partir d'un arrière-guichet intégré.

### Faits Saillants

#### Qu'est-ce que Shopify?

Shopify est la première société qui utilise une plateforme technologique offrant des solutions clé en main intégrales de commerce électronique. Shopify compte plus de 2 millions de commerçants qui utilisent sa plateforme, sur laquelle elle propose notamment un ensemble complet de solutions, allant de l'enregistrement d'un nom de domaine à une série de modèles et d'outils pour créer des comptoirs virtuels, en passant par le traitement des paiements et des transactions par carte de crédit.

#### Quelle est notre thèse de placement?

Dans une perspective macroéconomique, nous croyons que le commerce électronique en est au début d'une longue trajectoire de croissance alors qu'il continue de conquérir une part des ventes au détail globales - ce qui est assurément positif pour Shopify. À un niveau plus spécifique de la société, nous continuons de voir un certain nombre d'axes de croissance pour Shopify, notamment 1) l'expansion internationale, 2) l'augmentation du taux des commissions avec de nouveaux services, 3) des entreprises plus grandes (Shopify Plus) et 4) des TPV pour des PME du commerce de détail.

### Facteurs de Risque

1. Entreprise à ses débuts; 2. Possibilité d'une forte riposte de la concurrence; 3. Perte de clients importants.

### Évaluation

Notre cours cible de US\$80 basé sur l'actualisation des flux de trésorerie implique un ratio VE/Ventes de 12.3 d'après nos prévisions de 2024E.

### DONNÉES BOURSIÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	71.43-23.63
Dividende par action (\$)	0.00
Rend. dividende (%)	0.0
Actions en circulation (M)	1,280.4
Actions en circulation - dil. (M)	1,280.4
Capitalisation boursière (M\$)	65,787.3
Dette nette (M)	(3,860.0)
Valeur de l'entreprise (M\$)	61,556.3

### ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

Fin d'exercice: décembre	2022A	2023E	2024E
Chiffre d'affaires (\$M)	5,599.9	6,852.2	8,030.9
BAIIA raj. (\$M)	(41.4)	596.6	809.6
BPA rajusté (\$)	0.04	0.53	0.64
FTE (\$)	(136)	654	801
Flux de trésorerie disponibles (\$M)	(186.5)	609.2	681.4
FTD / action (\$)	(0.15)	0.48	0.53
VE/Ventes (x)	11.0	9.0	7.7
VE/BAIIA (x)	NM	NM	NM
C/B (x)	NM	NM	NM
C/FTD par action (x)	NM	NM	NM

Tous les chiffres en USD sauf indication contraire

Source: Refinitiv, FBN et rapports de la société

### Rendement du titre (Source: FactSet)



## Spin Master Corp.

<b>TOY (TSX)</b>	COTE	COURS CIBLE	RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ
<b>C\$33.55</b>	<b>Rendement supérieur</b>	<b>C\$44.00</b>	<b>31.9%</b>

### Profil

Spin Master, dont le siège social est à Toronto, a été fondée en 1994 par Anton Rabie, Ronnen Harary et Ben Varadi. Ces dernières années, la société s'est développée au point de devenir le cinquième fabricant de jouets par ses ventes aux États-Unis et l'un des dix plus importants au monde. Avec 28 bureaux aux quatre coins du monde et des points de vente dans 100 pays, Spin Master compte plus de 2,000 employés. Le groupe principal, composé des trois fondateurs de Spin Master, contrôle 67.2% du capital et 95.3% des droits de vote.

### Faits Saillants

**Prévisions 2023.** Les prévisions de TOY s'entendent hors revenus tirés de la distribution du deuxième film La Pat' Patrouille. La direction s'attend à ce que les VPB soient stationnaires ou en légère baisse, à ce que le chiffre d'affaires total reste stable, et à ce que la marge BAIIA reste stationnaire ou augmente légèrement. Lors de la conférence téléphonique sur les résultats du T4 2022, TOY a déclaré qu'elle tablait sur \$17 millions de revenus tirés de la distribution du film au T3.

**Trois centres créatifs: Jouets, Loisirs et Jeux numériques.** La société a été réorganisée en trois centres de création. Le Centre de création Jouets (Toy Creative Centre) se concentrera sur la construction stratégique de l'image de marque et les efforts d'acquisition de licences. TOY évolue progressivement d'une innovation centrée sur les articles vers une innovation qui imprègne toutes les marques. Ce faisant, l'entreprise croit qu'elle peut alimenter une croissance des VPB de 5% à 9% à long terme. La division Centre de création des jeux numériques (Digital Games Creative Centre) exploite la croissance phénoménale des jeux mobiles et cherche à développer des plateformes pour la création et le jeu et à faciliter la création de communautés et leurs interactions.

**Les fusions-acquisitions font partie de la stratégie; situation de trésorerie nette, instauration d'un petit dividende au T2 2022.** Depuis le premier appel public à l'épargne de juillet 2015, Spin Master a réalisé 17 acquisitions (la dernière en date étant celle de HEXBUG, en février 2022). La trésorerie nette de la société, appelée à croître régulièrement, permettra à TOY de poursuivre des projets de fusions-acquisitions de plus grande envergure.

### Facteurs de Risque

La concentration de la clientèle (plus de 10% des VPB) pourrait représenter une menace, comme cela s'est vu avec la faillite de Toys R Us (environ 12% des VPB de 2017). Les périodes de ralentissement économique pourraient nuire aux ventes de jouets, même si les restrictions liées à la COVID ont entraîné une accélération des ventes. Le succès d'une gamme particulière de produits peut fortement orienter les perspectives d'une entreprise de jouets (exposition importante au succès des ventes de produits de La Pat' Patrouille). L'impartition de la fabrication en Asie

### DONNÉES BOURSÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	46.29-30.63
Dividende par action (\$)	0.24
Rend. dividende (%)	0.7
Actions en circulation (M)	103.6
Capitalisation boursière (M\$)	2,528.0
Valeur de l'entreprise (M\$)	1,973.1

Haut/bas 52 semaines et dividende en CAD

### ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

Fin d'exercice: décembre	2022A	2023E	2024E
Ventes de produits brutes (\$M)	1,978.8	1,953.1	1,988.5
Chiffre d'affaires (\$M)	2,020.3	2,038.2	2,064.3
BAIIA raj. (\$M)	389.4	415.5	410.5
BPA rajusté (\$)	2.29	1.69	2.36
C/B (x)	10.6	14.5	10.3
VE/BAIIA (x)	5.0	4.4	4.0
Flux de trésorerie disponibles (\$M)	149.9	171.8	219.3
FTD / action (\$)	1.46	1.66	2.12
Rend FTD (%)	6.0	6.8	8.7
FTD raj. (\$M)	149.9	175.1	219.3
FTD raj./ action (\$)	1.46	1.69	2.12
Rend. FTD raj. (%)	6.0	6.9	8.7

Tous les chiffres en USD sauf indication contraire

Source: Estimations FBN, rapports de la société et Refinitiv

### Rendement du titre (Source: FactSet)



(principalement en Chine) peut présenter certains risques (droits de douane, géopolitique, etc.).

## Évaluation

**Cote rendement supérieur et cours cible de CA\$44.** Notre cours cible repose sur notre estimation des FTA 2023E (taux de change de 1.35), et correspond à un ratio VE/BAIIA implicite de 6.5 et 6.0 d'après nos estimations pour 2023E et 2024E, respectivement.

## Teck Resources Limited

<b>TECK.B / TECK</b> (TSX; NYSE) C\$55.81; US\$42.61	COTE <b>Rendement supérieur</b>	COURS CIBLE <b>C\$70.00</b>	RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ <b>26.3%</b>
--	--	--------------------------------	---

### 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. Teck est aussi le deuxième exportateur mondial de charbon cokéifiable dur par voie maritime.

### Faits Saillants

À Quebrada Blanca, le premier concentré en vrac a été produit en mars de cette année, et le projet continue de progresser, la Ligne 1 fonctionnant comme prévu et la Ligne 2 étant entrée en service et devant atteindre sa pleine capacité de production à la fin de 2023. Les prévisions internes de coûts de construction totaux se situent entre US\$8.0 et US\$8.2 milliards. Teck fait progresser une étude de faisabilité pour l'expansion de l'usine de Quebrada Blanca et a soumis une demande de permis au début de 2023, l'étude de faisabilité devant être achevée cette année. L'étude de faisabilité de San Nicolás, lancée début 2022, devrait être achevée début 2024. L'accord avec PolyMet ayant pour objet la création de NewRange Copper Nickel, une coentreprise en parts égales pour faire avancer l'exploitation des gisements NorthMet et Mesaba, a été conclu en février 2023. Les mises à jour définitives de l'étude de faisabilité de NorthMet sont attendues d'ici le deuxième semestre de 2024.

Après avoir retiré une résolution des actionnaires visant à scinder la société, Teck prévoit une scission plus simple et directe du segment de charbon sidérurgique des activités de métaux. Nous considérons que les perspectives se sont améliorées pour la cession du segment de charbon sidérurgique vu les progrès réalisés dans les échanges avec plusieurs contreparties et le recul des prix du charbon métallurgique, ce qui rend faisable une éventuelle transaction.

### 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

Notre cote Rendement supérieur rend compte des solides résultats financiers de Teck, de son importante réserve de projets de croissance dans le secteur du cuivre et de l'amélioration de ses perspectives en vue de la cession de son segment de charbon sidérurgique vu les progrès réalisés dans les échanges avec plusieurs contreparties et le recul des prix du charbon métallurgique. Notre cours cible correspond à 1.35 fois la VAN (pondération de 50%) + un ratio VE/FT 2024 de 7.0 (50%).

### DONNÉES BOURSIÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	66.04-33.09
Dividende par action (\$)	0.50
Rend. dividende (%)	0.9
Actions en circulation (M)	519.9
Capitalisation boursière (M\$)	29,666.1
Dette nette (M)	5,485.0
Valeur de l'entreprise (M\$)	34,372.1

### ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

Fin d'exercice: décembre	2022A	2023E	2024E
Production HCC (Kt)	21,500	24,000	25,000
Production Cu (t)	270,400	355,200	570,800
Production de zinc (t)	899,400	932,400	929,300
Chiffre d'affaires (\$M)	18,628.0	15,063.4	16,637.8
BAIIA (\$M)	9,568.0	6,498.4	7,345.0
BPA rajusté (\$)	9.25	5.27	6.38
FT exploitation - avant FR (\$M)	7,911	5,078	6,098
FTPA (av. changements FR) (\$)	15.02	9.82	11.73

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

Source: Estimations FBN, rapports de la société et Refinitiv

### Rendement du titre (Source: FactSet)





## Thomson Reuters Corporation

<b>TRI</b> (TSX; NYSE) C\$175.10; US \$126.92	<b>COTE</b> <b>Rendement moyen</b>	<b>COURS CIBLE</b> <b>C\$186.00</b>	<b>RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ</b> <b>7.8%</b>
--	---	--	--

### 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 24,000 personnes dans le monde. Woodbridge Inc. (société contrôlée par la famille Thomson) détient 325 millions d'actions (environ 69% du capital-actions).

### Faits Saillants

**La transformation de la société sur plusieurs années avance progressivement.** Les prévisions de 2023 annoncent une croissance endogène des trois principaux segments/des activités globales de 6.5%-7.0%/5.5%-6.0%, comparativement à une croissance totale de 3.5%-4.0%/3.0%-3.5%. Marge de BAIIA ajustée des trois principaux segments d'environ 44% et des activités globales d'environ 39%. Intensité des dépenses d'immobilisation d'environ 8%. FTD d'environ \$1.8 milliard. TRI 3.0 amorce sa troisième année en ayant mené à terme le programme de changement de deux ans et avec un taux d'économies à la sortie de 2022 de \$540M sur les \$600M visés, dont \$200M devaient être réinvestis dans des initiatives de croissance. Les indications prospectives excluent l'effet de change et les opérations de fusion et d'acquisition futures. Pour le T3, la croissance endogène du chiffre d'affaires devrait se situer vers la borne supérieure de la fourchette de 5.5%-6.0%, avec une marge d'environ 36% (caractère saisonnier de la marge, calendrier de normalisation des dépenses et coûts d'intégration de SurePrep). Les prévisions ne tiennent pas compte des taux de change et des opérations futures de fusion-acquisition). Levier de 1.2x (cible de 2.5x).

**La cession de la participation dans LSEG s'accélère; trésorerie de \$10 milliards attendue d'ici 2025.** TRI a vendu 55.1 millions d'actions LSEG et en détient encore un peu moins de 17 millions (elle peut en vendre encore environ 9 millions en 2024 et près de 8 millions en 2025). La société reste bien positionnée pour explorer de nouvelles occasions d'acquisition, poursuivre les efforts de sa stratégie de construction/partenariat/acquisition dans l'IA, et envisager de rémunérer solidement ses actionnaires.

### 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.

*suite sur la prochaine page*

### DONNÉES BOURSIÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	185.12-136.02
Dividende par action (\$)	1.96
Rend. dividende (%)	1.5
Actions en circulation (M)	455.3
Capitalisation boursière (M\$)	58,335.3
Valeur de l'entreprise (M\$)	61,058.3
Haut et bas – 52 semaines en C\$	

### ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

Fin d'exercice: décembre	2022A	2023E	2024E
Chiffre d'affaires (\$M)	6,627.0	6,809.6	7,174.0
BAIIA raj. (\$M)	2,329.0	2,657.7	2,832.7
BPA rajusté (\$)	2.56	3.30	3.64
C/B (x)	50.1	38.8	35.2
VE/BAIIA (x)	27.8	22.7	21.0
Flux de trésorerie disponibles (\$M)	1,340.0	1,824.3	1,941.3
FTD / action (\$)	2.83	4.01	4.26
Rend FTD (%)	2.2	3.1	3.3

Tous les chiffres en USD sauf indication contraire

Source: Estimations FBN, rapports de la société et Refinitiv

### Rendement du titre (Source: FactSet)



## Évaluation

Nous attribuons au titre Thomson Reuters la cote Rendement moyen, avec un cours cible de CA\$186. Notre cours cible correspond à notre estimation de la VAN 2025E (nous appliquons un taux de croissance à la valeur corrigée de l'impôt de sa participation dans LSEG et un coefficient de 20 au BAIIA des trois principaux segments de la société).

## Transcontinental Inc.

<b>TCL.A (TSX)</b>	COTE	COURS CIBLE	RENDMENT TOTAL ESTIMÉ
<b>C\$11.23</b>	<b>Rendement moyen</b>	<b>C\$16.00</b>	<b>50.5%</b>

### Profil

Transcontinental est l'une des plus grandes sociétés d'imprimerie commerciale d'Amérique du Nord, un chef de file de la distribution de porte en porte d'imprimés publicitaires et en passe de devenir la septième plus grande entreprise d'emballages flexibles du continent. Elle a acquis la société américaine Capri Packaging le 5 mai 2014, ajoutant ainsi une troisième corde à son arc, Ultra Flex Packaging (30 septembre 2015), Robbie (30 juin 2016), Flexstar (17 octobre 2016), Flexipak (1er novembre 2017) et Multifilm (7 mars 2018). Le 1er mai 2018, elle a fait l'acquisition de Coveris Americas pour US\$1.32 milliard. Depuis, les activités d'emballage se sont développées pour représenter 56% du chiffre d'affaires de 2022 et 42% du BAIIA ajusté. La famille Marcoux contrôle 14.6% du capital et 71.6% des voix.

### Faits Saillants

**La composition des activités évolue et de plus en plus de segments participent à la croissance.** Pendant l'exercice 2017, TCL réalisait 30% de son chiffre d'affaires de \$2.0 milliards dans les segments de croissance. Cette proportion a bondi à 73% sur \$3.0 milliards pour l'exercice 2022, la division Emballages comptant pour 56% et le segment Marketing sur le lieu de vente, Prémédia, Livres et Médias, pour 17% ou \$493 millions. Selon TCL, ce chiffre pourrait monter à \$600-700 millions au cours des trois prochaines années, notamment grâce à des fusions-acquisitions dans les secteurs des emballages, du marketing sur le lieu de vente et des médias. L'objectif de TCL est de porter la contribution des segments de croissance à plus de 80% d'un chiffre d'affaires de plus grande envergure.

**Baisse des volumes dans la division Imprimeries, déstockage de la division Emballages, conjoncture.** Au T3, le chiffre d'affaires de la division Emballages a chuté de 9.6% (endogène) ce qui était attribuable pour 2/3 à l'accélération du déstockage et pour 1/3 à la diminution de la demande en raison de la conjoncture économique. TCL note que la demande à court terme peut être influencée par des conditions macroéconomiques (une certaine embellie t/t au début du T4), mais le BAIIA rajusté devrait encore augmenter pendant l'exercice 2023. Quant à la division Imprimeries, la baisse du chiffre d'affaires du T3 de 5.1% (endogène) est due à la diminution des volumes (principalement des livres et des dépliants publicitaires). TCL ne s'attend plus à une croissance de la section des livres à l'exercice 2023, contrairement au Marketing sur le lieu de vente, continuant de noter que les pressions des coûts entraîneront une diminution du BAIIA rajusté. Utilisation du levier financier à 2.5x (comparativement à un objectif d'environ 2x) avec \$312 millions de liquidités disponibles. Les augmentations du dividende ont été suspendues, la priorité étant accordée au désendettement.

### Facteurs de Risque

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

### DONNÉES BOURSIÈRES

Haut et bas – 52 semaines (\$)	17.38-11.08
Dividende par action (\$)	0.90
Rend. dividende (%)	8.0
Actions en circulation (M)	86.6
Capitalisation boursière (M\$)	972.8
Valeur de l'entreprise (M\$)	1,941.0

### ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

Fin d'exercice:	2022A	2023E	2024E
<b>décembre</b>			
Chiffre d'affaires (\$M)	2,956.1	2,946.4	2,933.2
BAIIA raj. (\$M)	446.7	429.7	443.6
BPA rajusté (\$)	2.19	1.81	1.88
C/B (x)	5.1	6.2	6.0
VE/BAIIA (x)	4.7	4.6	4.2
Flux de trésorerie disponibles (\$M) <sup>1</sup>	26.0	119.2	180.8
FTD / action (\$)	0.30	1.38	2.09
Rend FTD (%)	2.7	12.3	18.6
Ratio de distribution (%)	300	65	43

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

Source: Estimations FBN, rapports de la société et Refinitiv

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

### Rendement du titre (Source: FactSet)



changements se produisent aussi dans tout le domaine de la publicité. La société cherche à acquérir une masse critique dans le secteur de l'emballage, mais il reste à voir à quel rythme les occasions se présenteront et à quel ratio ces acquisitions pourront se faire. La réglementation environnementale pourrait aussi représenter un risque pour l'entreprise.

## Évaluation

**Cote Rendement supérieur et cours cible de \$16:** Notre cours cible repose sur notre estimation de la VAN pour l'exercice 2024 et correspond à un ratio VE/BAIIA implicite de 5.6 et 5.2 d'après nos estimations pour les exercices 2023 et 2024.

**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.

**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, Équipondérer 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:**

<https://nbf.bluematrix.com/sellside/EmailDocViewer?mime=pdf&co=nbf&id=replaceme@bluematrix.com&source=mail&encrypt=1b284ddb-4c3c-434d-afd9-38150c161b6f>

**INFORMATIONS À COMMUNIQUER SE RAPPORTANT À UNE SOCIÉTÉ :** <https://nbf.bluematrix.com/sellside/Disclosures.action>

**INFORMATIONS RÉGLEMENTAIRES COMPLÉMENTAIRES RELIÉES À LA SOCIÉTÉ**

ATCO Ltd.  
Alimentation Couche-Tard Inc. 2, 3, 5, 7, 9  
BRP Inc. 2, 3, 5, 7  
Bombardier Inc. 2, 3, 4, 5, 7  
CCL Industries Inc. 208  
CGI Inc. 2, 3, 5, 7  
Canadian Tire Corporation, Limited 2, 3, 4, 5, 7  
Canadian Utilities Limited  
Cogeco Communications Inc. 2, 3, 5, 7, 14, 19  
Colliers International Group Inc. 2, 3, 5, 7  
Empire Company Ltd. 2, 3, 5, 7, 191  
Fairfax Financial Holdings Ltd. 2, 3, 5, 7, 9  
Filo Corp. 197  
GFL Environmental Inc. 2, 3, 5, 7  
Great-West Lifeco Inc. 2, 3, 5, 7  
IGM Financial Inc. 2, 3, 4, 5, 7, 10  
Loblaw Companies Limited 2, 3, 5, 7, 10, 202  
Lundin Gold Inc.  
Lundin Mining Corporation 196  
MTY Food Group Inc. 2, 3, 4, 5, 7  
Nuvei Corporation 2, 3, 5, 7  
Paramount Resources Ltd.  
Power Corporation of Canada 9  
Quebecor Inc. 2, 3, 5, 7  
Rogers Communications Inc. 2, 3, 5, 7  
Saputo Inc. 2, 3, 4, 5, 7, 14  
Shopify Inc.  
Spin Master Corp. 2, 3, 4, 5, 7  
Teck Resources Limited 2, 3, 5, 7  
Thomson Reuters Corporation  
Transcontinental Inc. 2, 3, 5, 7

**LÉGENDE DES INFORMATIONS RÉGLEMENTAIRES RELIÉES À LA SOCIÉTÉ:**

2. Financière Banque Nationale Inc. a agi à titre de preneur ferme pour cet émetteur au cours des 12 derniers mois
3. Financière Banque Nationale Inc. a fourni des services de banque d'investissement à cet émetteur au cours des 12 derniers mois.
4. Financière Banque Nationale Inc. ou un membre son groupe a géré ou cogéré un placement public de titres pour cet émetteur au cours des 12 derniers mois.
5. Financière Banque Nationale Inc. ou un membre de son groupe a reçu de cet émetteur une rémunération pour la prestation de services de banque d'investissement au cours des 12 derniers mois.
6. Financière Banque Nationale Inc. ou un membre de son groupe a entretenu avec cet émetteur une relation concernant des services autres que des services de banque d'investissement au cours des 12 derniers mois.
7. L'émetteur est ou a été client de Financière Banque Nationale Inc. ou d'un membre de son groupe au cours des 12 derniers mois.
8. Financière Banque Nationale Inc. ou un membre de son groupe s'attend à recevoir ou a l'intention de demander une rémunération de cet émetteur pour la prestation de services de banque d'investissement au cours des 3 prochains mois.



9. À la fin du mois qui a précédé la date de publication du présent rapport de recherche (ou à la fin du mois précédent si la date de publication tombe moins de 10 jours civils après la fin du dernier mois), Financière Banque Nationale Inc. ou un membre de son groupe détenait en propriété véritable 1% ou plus de toute catégorie de titres de participation ordinaires de cet émetteur.
10. Financière Banque Nationale Inc. assure la tenue d'un marché pour les titres de cet émetteur au moment de la publication du présent rapport.
11. Un associé, un administrateur, un dirigeant ou un analyste de recherche ayant participé directement à la préparation du présent rapport a, pendant les 12 mois qui l'ont précédé, assuré la prestation de services à cet émetteur contre rémunération autre que dans le cours normal des services de conseil en placement ou d'exécution d'opérations de marché.
12. Un analyste de recherche, un associé ou toute autre personne (ou toute personne domiciliée avec l'un d'eux) ayant participé directement à la préparation du présent rapport a un intérêt financier dans les titres de cet émetteur.
13. Un associé, un administrateur, un dirigeant, un employé ou un mandataire de Financière Banque Nationale Inc. est un dirigeant, un administrateur ou un employé de cet émetteur ou agit en qualité de conseiller de cet émetteur.
14. Un membre du conseil d'administration de Financière Banque Nationale Inc. est aussi membre du conseil d'administration ou dirigeant de cet émetteur.
15. Une version rédigée du présent rapport a été présentée à l'émetteur afin qu'il en vérifie les faits et des modifications peuvent y avoir été apportées avant sa publication.
- 19 Patricia Curadeau-Grou est une dirigeante, administratrice, employée ou membre du conseil d'administration de cette société, ou une conseillère ou dirigeante de cette société.
- 191 Un analyste de la FBN a participé à une visite du centre de traitement des commandes de commerce électronique d'Empire à Vaughan, en Ontario, le 31 janvier 2023. Aucune des dépenses de l'analyste n'a été payée par l'émetteur.
- 196 Un analyste de FBN a visité le projet Josemaria dans la province de San Juan (Argentine) et la mine Candelaria dans la région d'Atacama (Chili) entre le 16 et le 18 janvier 2023. Les frais de l'analyste ont été en partie couverts par l'émetteur.
- 197 Un analyste de FBN a visité le projet Filo del Sol dans la province de San Juan (Argentine) et dans la région d'Atacama (Chili) entre le 16 et le 18 janvier 2023. Les frais de l'analyste ont été en partie couverts par l'émetteur.
- 202 Un analyste de FBN a visité de nouveaux magasins et concepts de magasins Loblaw à Montréal (QC) le 10 mars 2023. Les frais de l'analyste ont été en partie couverts par l'émetteur.
- 208 Un analyste de FBN a visité l'usine de St. Bruno, Québec, le 16 mars 2023. Les frais de déplacement de l'analyste n'ont pas été couverts par l'émetteur.

# Bureaux corporatifs

## MONTREAL

### FINANCIERE BANQUE NATIONALE

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

## TORONTO

### FINANCIERE BANQUE NATIONALE

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

## CALGARY

### FINANCIERE BANQUE NATIONALE

Intact Place  
311 - 6 Avenue SW  
Suite 1800  
Calgary, AB  
T2P 3H2  
403 513-8400

## VANCOUVER

### FINANCIERE BANQUE NATIONALE

Park Place  
475 Howe Street  
Vancouver, BC  
V6C 2B3  
604 623 6777

## NEW YORK

### FINANCIERE BANQUE NATIONALE DU CANADA

65 East 55<sup>th</sup> Street  
8<sup>e</sup> étage  
New York, NY  
10022 USA  
212 632-8500

## HONG KONG

### NBC FINANCIAL MARKETS ASIA

1903 York House, The Landmark  
15 Queen's Road Central  
Hong Kong

## DUBLIN

### NBC GLOBAL FINANCE

Embassy House, 1<sup>er</sup> étage  
Herbert Park Lane  
Ballsbridge, Dublin  
Irlande  
D04H6Y0

## LONDRES\*

### FINANCIERE BANQUE NATIONALE INC.

70 St. Mary Axe  
London, England  
EC3A 8BE

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



**BANQUE NATIONALE  
DU CANADA**

**MARCHÉS FINANCIERS**