

L'AVANTAGE FAMILIAL

Entreprises à
contrôle familial :
fleurons canadiens
sur la scène mondiale

ÉDITION
PRINTEMPS 2022



L'AVANTAGE FAMILIAL

**Entreprises à
contrôle familial :
fleurons canadiens
sur la scène mondiale**

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

Alexandre Tessier

Associé, Marchés financiers

Collaborateur :

Nicolas Patard

Directeur général et chef, Produits financiers

Graphisme :

Giuseppe Saltarelli

Infographe, Économie et Stratégie

Comité de l'Indice BNC des entreprises familiales :

Linda Ma, CFA

Analyste, Recherche – FNB et produits financiers

Tiffany Zhang

Analyste, Recherche – Actions – Recherche et stratégie FNB

Greg Colman

Directeur général et chef, Recherche – Actions

Louis Arcand

Conseiller juridique

Nizar Araji

Vice-président et Chef mondial, Conformité

Me Jean-Pierre Chamberland

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

Collaboration académique

Professeur Karl Moore

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

Chefs d'entreprises présentées

Dani Reiss

Président, PDG & Président Exécutif du Conseil – Canada Goose

Karinne Bouchard

Administratrice de sociétés – Alimentation Couche-Tard

Jean, Antoine et Frédéric Chagnon

Jean Chagnon – Membre du C.A., Vice-président senior et conseiller spécial – Lallemand

Antoine Chagnon – Président-directeur général – Lallemand

Frédéric Chagnon – Président-directeur général – Lallemand Division Santé des plantes

Arjun Khullar

Directeur général et responsable des stratégies intégrées chez GIC Private Limited, Singapour

Charles Paris de Bollardièrre

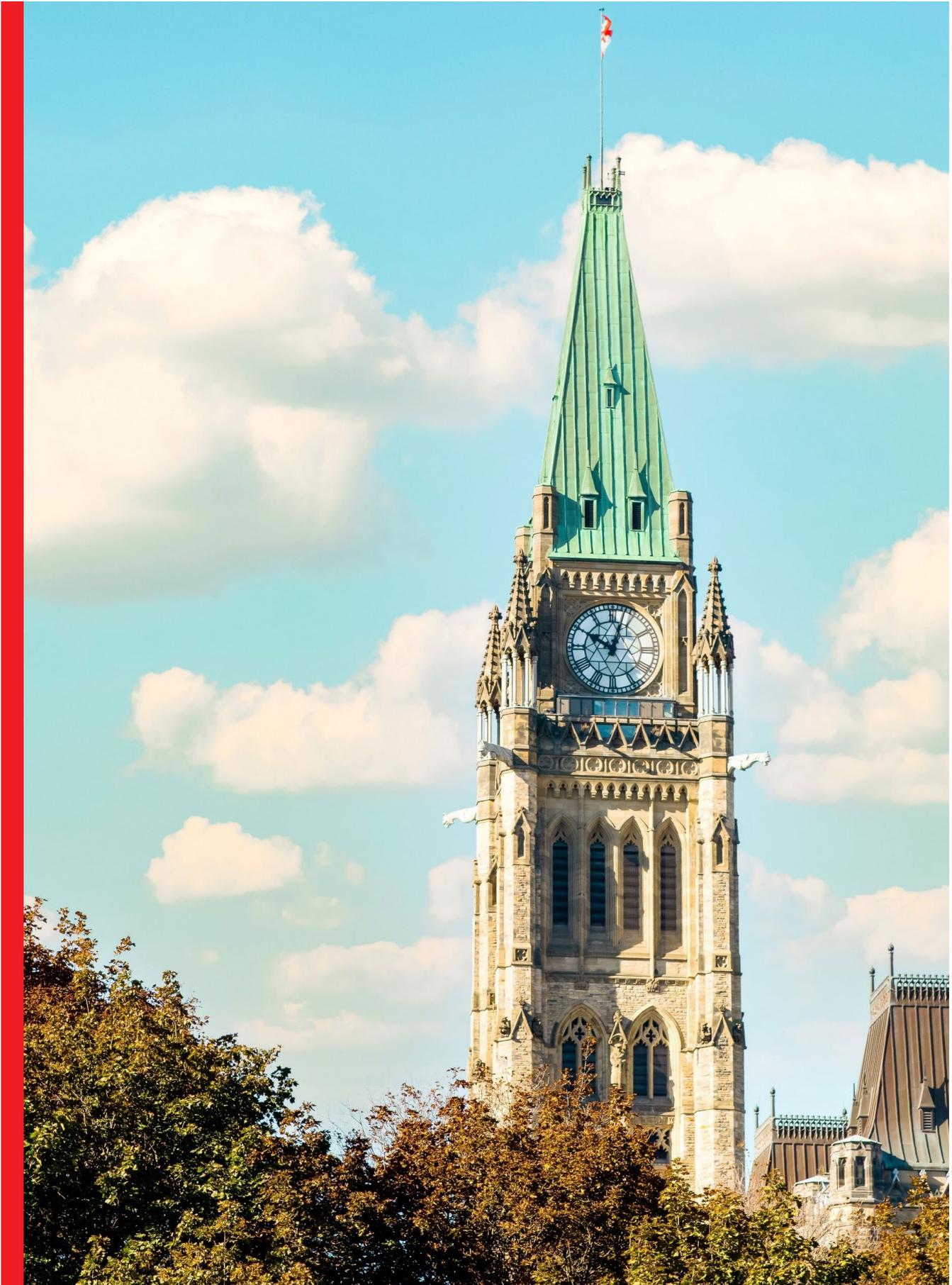
Secrétaire du Conseil d'administration – TotalEnergies (2009-2021)

Table des matières



Magasin Canada Goose à Nanjing, en Chine (Photo : Canada Goose)

| | |
|--|-----------|
| Avant-propos | 7 |
| 1. Le rendement supérieur de l'Indice BNC des entreprises familiales | 13 |
| Règles de sélection pour l'indice | 13 |
| Définition d'une entreprise contrôlée par une famille | 13 |
| Critères quantitatifs de sélection additionnels | 15 |
| Profil de rendement | 18 |
| Pondérations et répartitions | 20 |
| 2. Dirigeants d'entreprises familiales canadiennes phares | 25 |
| Canada Goose | 25 |
| Alimentation Couche-Tard | 33 |
| Lallemant | 40 |
| 3. Entreprises familiales: Une perspective globale | 52 |
| La perspective de l'investisseur global : Conversation avec Arjun Khullar (Directeur général et responsable des stratégies intégrées chez GIC Private Limited, Singapour) | 52 |
| La perspective européenne : Conversation avec Charles Paris de Bollardièrre (Secrétaire du Conseil d'administration chez TotalEnergies SE (2009-2021)) | 56 |
| Conclusion | 62 |
| Annexe – Rapports de recherche sur les sociétés membres de l'Indice BNC des entreprises familiales | 65 |



Colline du Parlement, Ottawa, Ontario, Canada

Avant-propos

La Banque Nationale du Canada (« BNC ») est fière de publier le quatrième rapport de sa série L'Avantage familial. L'Indice BNC des entreprises familiales (« L'Indice »), calculé par S&P Dow Jones Indices, démontre que la performance boursière des sociétés canadiennes contrôlées par des familles continue de surclasser celle de leurs homologues à actionnariat diffus. L'édition « printemps 2022 » de notre rapport met de l'avant 44 entreprises canadiennes remarquables, toutes membres de l'**Indice BNC des entreprises familiales**, présentant de nombreuses histoires de réussite connues bien au-delà de nos frontières.

Ces 44 sociétés canadiennes, contrôlées par des familles ou des fondateurs, ont une capitalisation boursière combinée représentant approximativement 22% de la capitalisation de l'indice composé S&P/TSX, l'indice phare du marché boursier canadien.

L'édition « printemps 2022 » porte sur la vision à long terme des dirigeants d'entreprises à contrôle familial et sur le rôle joué par les familles et ou leurs fondateurs de ces entreprises pour bâtir des entreprises mondiales telles qu'Alimentation Couche-Tard, Canada Goose et Lallemand.

Chacune de ces entreprises est un véritable fleuron canadien à l'échelle mondiale, et a de profondes racines familiales au Canada. Ces entreprises sont des chefs de file dans leurs domaines respectifs et ont su consacrer une attention particulière à leur expansion internationale.

Nous avons interviewé Dani Reiss chez Canada Goose, Karinne Bouchard chez Alimentation Couche-Tard et les membres de la famille Chagnon chez Lallemand pour comprendre les défis uniques auxquels ils ont été confrontés dans leurs entreprises et domaines respectifs.

Afin de fournir une perspective internationale de la portée mondiale des entreprises familiales canadiennes présentées, nous avons également rencontré à Singapour et à Paris deux observateurs respectés, Arjun Khullar et Charles Paris de Bollardièrre, et avons recueilli des témoignages uniques.

Nous n'oserons pas prédire à ce que ressemblera le monde post-COVID-19, ni évaluer comment les tensions géopolitiques en Europe, en Asie-Pacifique et dans le monde façonneront l'avenir du Canada, mais nous vous rappellerons certainement que le Canada est doté d'abondantes ressources naturelles et de l'immense talent de son peuple.

Nous espérons sincèrement que notre rapport permettra à nos lecteurs de mieux comprendre comment les entreprises canadiennes contrôlées par des familles et des fondateurs adoptent des valeurs à long terme qui sont si cruciales dans le monde d'aujourd'hui.



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



Éric Bujold
*Vice-président exécutif et co-chef
conseil aux entreprises et gestion privée et
membre du bureau du président*
Banque Nationale du Canada

Avant-propos (suite)

Par Prof. Karl Moore Ph.D.

Le rapport de cette année rassemble deux aspects importants de mes recherches et écrits au cours des 25 dernières années, la mondialisation et les entreprises familiales. Mon doctorat à l'école de commerce Schulich de l'Université York portait sur la mondialisation et sur la façon dont les filiales canadiennes de multinationales étrangères acquièrent des responsabilités mondiales, un élément important de la place du Canada dans l'économie mondialisée. Pendant mon séjour à Oxford, un co-auteur historien et moi-même avons écrit trois livres sur la mondialisation des empires assyrien, phénicien, grec et romain. Dans ces livres, nous avons tiré quelques leçons provisoires du monde des années 1990, à l'époque où le capitalisme à l'américaine semblait être le modèle pour le monde, quelque chose dont nous avons débattu sur la base de ce que l'histoire nous a appris. Aujourd'hui, la mondialisation continue d'évoluer dans des directions inattendues. En 2022, la pandémie de COVID-19 expose les vulnérabilités du marché avec la perturbation structurelle de la chaîne d'approvisionnement et les tensions géopolitiques actuelles contribuent à redessiner le monde des alliances mondiales et du commerce. Le cours de l'histoire continue.

Au cours de ma carrière, j'ai eu la chance d'interviewer plus d'un millier de PDG, en Europe, lorsque j'enseignais à Oxford, maintenant en Amérique du Nord et lorsque je voyage en Asie. Ce nombre peut impressionner, mais c'est l'un des rares avantages d'être plus âgé et d'avoir fait quelque chose plus longtemps que la plupart des autres! Ces entrevues incluent des dirigeants comme Ola Källenius (PDG mondial Mercedes Benz Group AG), Mirko Bibic (PDG BCE Inc.) et bien d'autres. Il y a aussi un nombre considérable d'entrevues qui ont été menées avec des entreprises familiales, dont beaucoup sont venues à notre cours « CEO Insights » à McGill, notamment Andrew Molson, membre de la septième génération de la famille Molson et vice-président du conseil d'administration de la Molson Coors Beverage Company.

Au cours des 11 dernières années, j'ai emmené 40 étudiants et diplômés de McGill dans des régions

éloignées du monde lors de notre tournée annuelle « Hot Cities of the World ». Le slogan du voyage est « Emmener le futur vers le futur », c'est-à-dire emmener nos jeunes talents là où il y a une forte croissance économique pour rencontrer des dirigeants clés d'entreprises internationales. Nous sommes allés au Chili et en Colombie en Amérique du Sud, en Afrique du Sud et neuf fois en Asie dans des pays comme l'Indonésie, le Japon, la Thaïlande, Singapour, la Malaisie entre autres. Un thème récurrent est l'importance des entreprises familiales, notamment en Asie où elles représentent 8 entreprises sur 10, dont beaucoup sont des conglomérats. Dans les écoles de commerce nord-américaines et européennes, nous catégorisons généralement les conglomérats comme quelque chose du passé. En Asie et dans d'autres parties du monde, les conglomérats bénéficient d'avantages considérables pour faire des affaires dans leur pays et sur leur continent. Au-delà d'être un conglomérat, être une entreprise familiale est considéré en Asie comme un grand avantage.

« L'une des choses les plus charmantes a été d'entendre parler de leurs humbles positions de départ dans leurs entreprises respectives. Dani Reiss, Karinne Bouchard et Antoine Chagnon m'ont raconté comment ils ont tous commencé au bas de l'échelle au sein de l'entreprise familiale, voire à "balayer les planchers." »

Lorsque la Banque Nationale du Canada m'a demandé d'interviewer certains dirigeants d'entreprises familiales canadiennes sur la façon dont leur entreprise s'accomplit sur la scène mondiale, j'ai été particulièrement ravi. Après six conversations en profondeur, la plupart d'une durée de près de deux heures, avec des acteurs clés d'entreprises familiales et experts en la matière, à Montréal, Toronto, New York, Singapour et Paris, trois choses m'ont particulièrement frappé.

L'une des choses les plus charmantes fut d'entendre les dirigeants d'entreprises familiales interviewés parler de leurs débuts modestes au

Avant-propos (suite)

sein de leurs entreprises respectives. Dani Reiss, Karinne Bouchard et Antoine Chagnon m'ont raconté comment ils ont tous commencé au bas de l'échelle au sein de l'entreprise familiale, voire à « balayer les planchers ». Un autre chef d'entreprise, Lino A. Saputo, maintenant chef de la direction et président du conseil de Saputo, qui a une capitalisation boursière d'environ 13 milliards de dollars canadiens, soit une des plus grandes entreprises de l'Indice des entreprises familiales BNC, est fier de faire référence à ses débuts en tant qu'adjoint administratif en 1988 tel que souligné dans sa biographie officielle sur le site Web de l'entreprise. Il s'agit d'une décision délibérée de leurs parents pour les aider à voir l'entreprise d'un point de vue moins exalté, à apprécier la contribution de chacun au succès d'une entreprise et à respecter tous les membres de l'entreprise, pas seulement les cadres supérieurs ou le conseil d'administration, où ils se sont tous retrouvés par la suite. Passer 25 ans, 30 ans ou même plus dans une entreprise procure aux leaders d'entreprises familiales une perspective complète qui fait souvent défaut aux cadres d'entreprises à actionnariat diffus qui passent d'une entreprise à l'autre au cours de leur carrière. Bien sûr, pour ces derniers, cela peut élargir leurs horizons, mais cela peut aussi mener à une connaissance plus limitée de leur propre compagnie, contrairement aux cadres qui sont membres de la famille et qui gravitent autour de l'entreprise depuis longtemps ou depuis un jeune âge. Il vient également avec cela un sentiment d'humilité profonde.

Deuxièmement, entendre les points de vue des dirigeants d'entreprises familiales a renforcé dans mon esprit l'énorme valeur de celles-ci dans une économie mondiale en évolution rapide. Puisque les actionnaires de contrôle d'entreprises familiales pensent en termes de générations, leur vision de long terme surpasse souvent celle du PDG typique qui ne sera PDG que pendant quelques années et qui est trop souvent animé par le désir de « battre le fer tant qu'il est chaud » pour maximiser le rendement à court-terme pour eux-mêmes plutôt que pour le bien à long terme de l'entreprise.

Un troisième élément qui est ressorti en parlant à ces entreprises et à de nombreuses autres entreprises familiales au fil des ans est la capacité d'adaptation et la résilience des entreprises familiales dans le contexte de la mondialisation. Depuis les années 60, la mondialisation fut l'une des tendances majeures dans le monde des affaires, elle se transforme au fil du temps et aujourd'hui, nous traversons une nouvelle évolution de ce que signifiera la mondialisation. La tendance sera peut-être plus à la chaîne de valeur régionale, car de nombreuses entreprises craignent que leurs activités ne soient trop dépendantes de pays étrangers. Dans ce contexte d'incertitude, les entreprises familiales d'envergure internationale sont davantage animées par leur vision à long terme et de nouer un réseau de relations pérennes, souvent avec d'autres entreprises familiales dans des régions éloignées du monde. Dans les moments difficiles, les relations de longue date, notamment avec d'autres entreprises familiales, sont un réel avantage. Qui plus est, être Canadien à l'international est vu d'un bon œil ne serait-ce qu'en raison de nos connaissances, de notre technologie, de nos ressources et, plus important encore, de nos gens.

Mon constat est clair, les entreprises familiales ont le cap sur le long terme, elles sauront s'adapter aux conjonctures incertaines et continueront de créer de la valeur pour la collectivité.



Prof. Karl Moore Ph.D.

Professeur agrégé à la Faculté de gestion Desautels
Université McGill

Associate, Green Templeton College
Oxford University

Répartition géographique des 44 sociétés incluses dans l'Indice BNC des entreprises familiales (2021-2022)¹

COLOMBIE-BRITANNIQUE

- Aritzia Inc.
- Canfor Corporation
- Ivanhoe Mines Ltd.
- Ressources Teck Limitée

ALBERTA

- ATCO Ltd.
- Canadian Utilities Limited
- Paramount Resources Ltd.
- Shaw Communications, Inc.

ONTARIO

- Canada Goose Holdings Inc.
- La Société Canadian Tire Limitée
- Canopy Growth Corporation
- CCL Industries Inc.
- Celestica Inc.
- Colliers International Group Inc.
- Corus Entertainment Inc.
- Fairfax Financial Holdings Limited
- FirstService Corporation
- Galaxy Digital Holdings²
- 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

¹ D'après le réexamen annuel de juin 2021. ² Siège social à New York, cotée à la Bourse de Toronto.



**BANQUE NATIONALE
DU CANADA**

Indice des entreprises familiales

CALCULATED BY
S&P DOW JONES
INDICES



MANITOBA

- Great-West Lifeco Inc.
- Société financière IGM Inc.
- Winpak Ltée.

QUÉBEC

- Alimentation Couche-Tard Inc.
- Bombardier Inc.
- BRP Inc.
- CGI Inc.
- Cogeco Communications Inc.
- Groupe d'Alimentation MTY Inc.
- Lightspeed POS, Inc.
- Power Corporation du Canada
- Québecor Inc.
- Saputo Inc.
- Transcontinental inc.

NOUVELLE-ÉCOSSE

- Empire Company Limited



Maple Ridge, Colombie-Britannique, Canada

1. Le rendement supérieur de l'Indice BNC des entreprises familiales³

Règles de sélection pour l'indice

L'Indice BNC des entreprises familiales, dont les calculs sont assurés par S&P Dow Jones Indices (symbole : 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, le principal indice boursier canadien de référence. Il comprend actuellement 44 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.



**BANQUE NATIONALE
DU CANADA**

Indice des entreprises familiales

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

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.

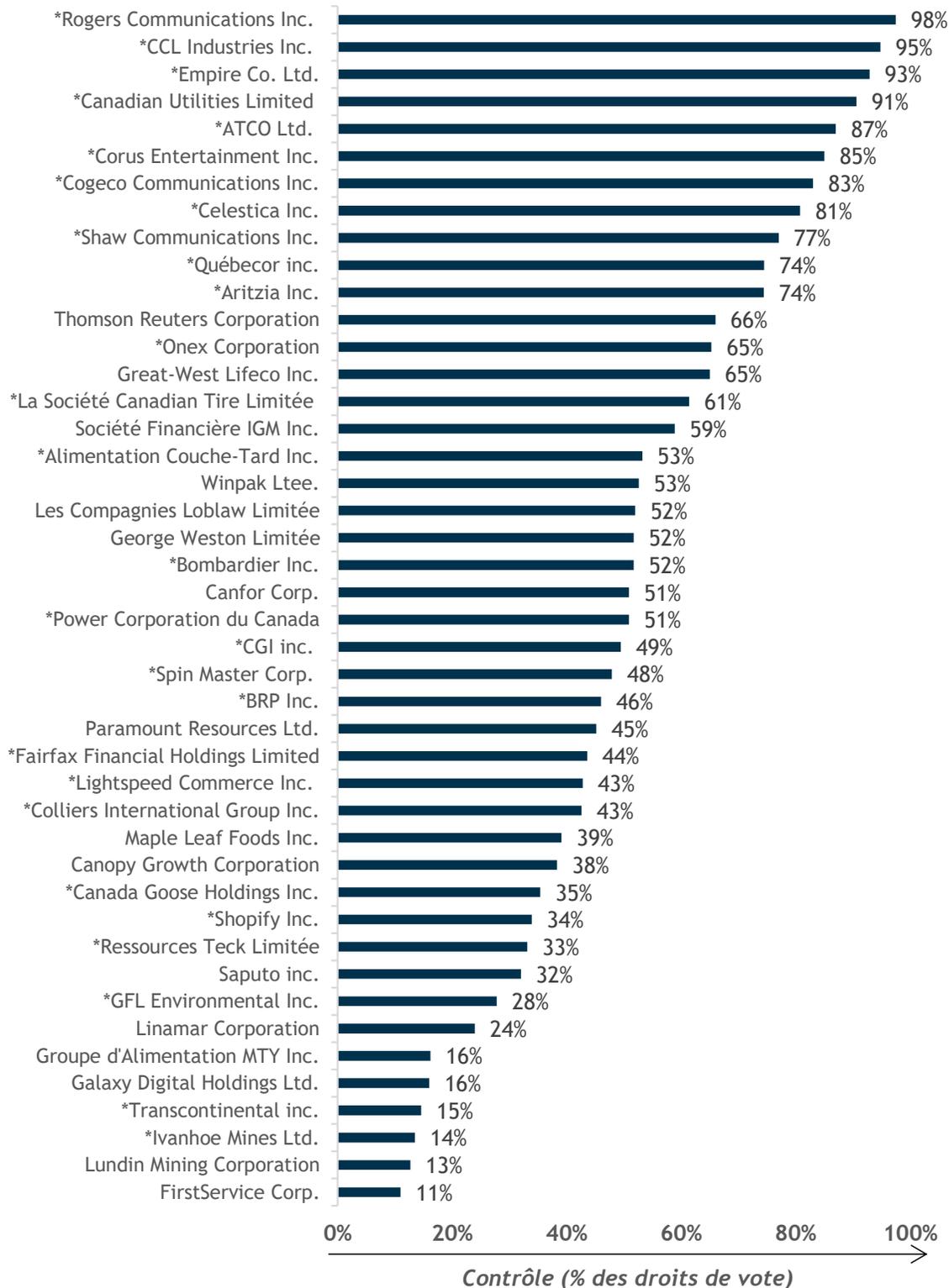
| Indice BNC des entreprises familiales – Critères de sélection | | |
|---|----|---|
| Famille fondatrice ou fondateur(s) | OU | Personne(s) et /ou entités liées |
| <i>Détiennent directement ou indirectement au moins 10 % des droits de vote de la société</i> | | <i>Détiennent directement ou indirectement au moins 33,3 % des droits de vote de la société</i> |

Une société de l'Indice BNC des entreprises familiales est par conséquent contrôlée soit par son ou ses fondateurs, qui peuvent vouloir maintenir le contrôle entre les mains des générations futures, soit par une ou plusieurs personnes qui exercent une influence nette sur la direction du fait de l'importance de leur participation au capital. Les actionnaires de contrôle peuvent, dans certains cas, occuper eux-mêmes des fonctions dans l'équipe de direction.

Sur les 44 sociétés de l'Indice BNC des entreprises familiales, 33 sont contrôlées par une famille fondatrice ou le ou les fondateurs et 11 par une ou des personnes ou entités liées.

³ Tous les chiffres de cette section sont du dernier rééquilibrage de l'Indice BNC des entreprises familiales en date du 30 juin 2021.

Graphique 2 – Indice BNC des entreprises familiales (30 juin 2021) –
Contrôle familial des sociétés (excluant les fonds d'investissement)⁴



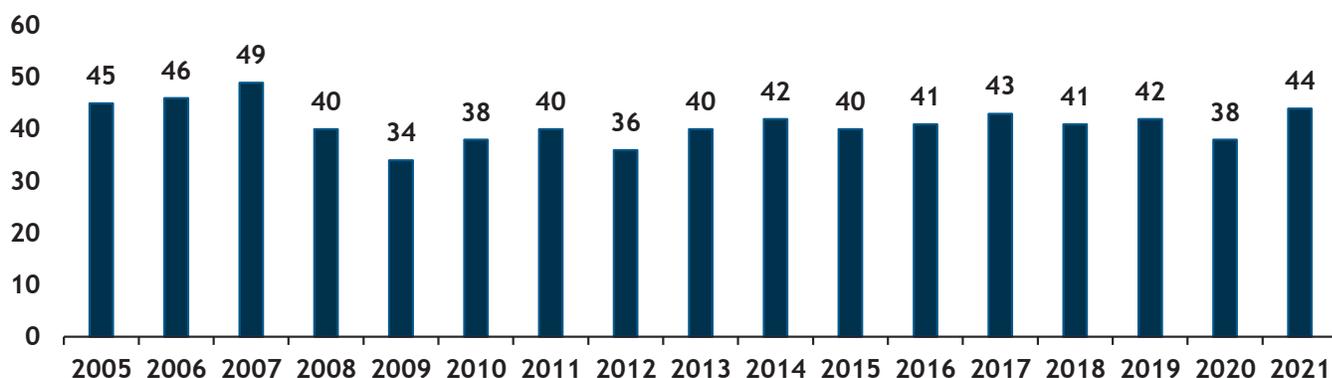
(*) présence d'actions à droit de vote multiple; Excluant la conversion automatique de toutes les actions à droit de vote subalterne de catégorie B d'Alimentation Couche-Tard en une seule classe le 8 décembre 2021.

⁴ Source : Base de données FBN, déclarations officielles des sociétés

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.⁵ L'ensemble de sociétés constituantes résultant de l'application des critères de sélection est relativement stable dans le temps.

**Graphique 3 – Indice BNC des entreprises familiales –
Un nombre stable de sociétés admissibles au fil du temps⁶**



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.

➤ **Capitalisation boursière ajustée en fonction du flottant d'au moins 1 milliard \$:**

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

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

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

⁵ Page Web de l'Indice BNC des entreprises familiales :

<https://bnmf.ca/fr/produits-et-services/produits-et-solutions-de-placements/indice-bnc-des-entreprises-familiales/>

⁶ Source : base de données FBN

Graphique 4 - Processus de sélection de l'Indice BNC des entreprises familiales
(Réexamen annuel du 30 juin 2021)

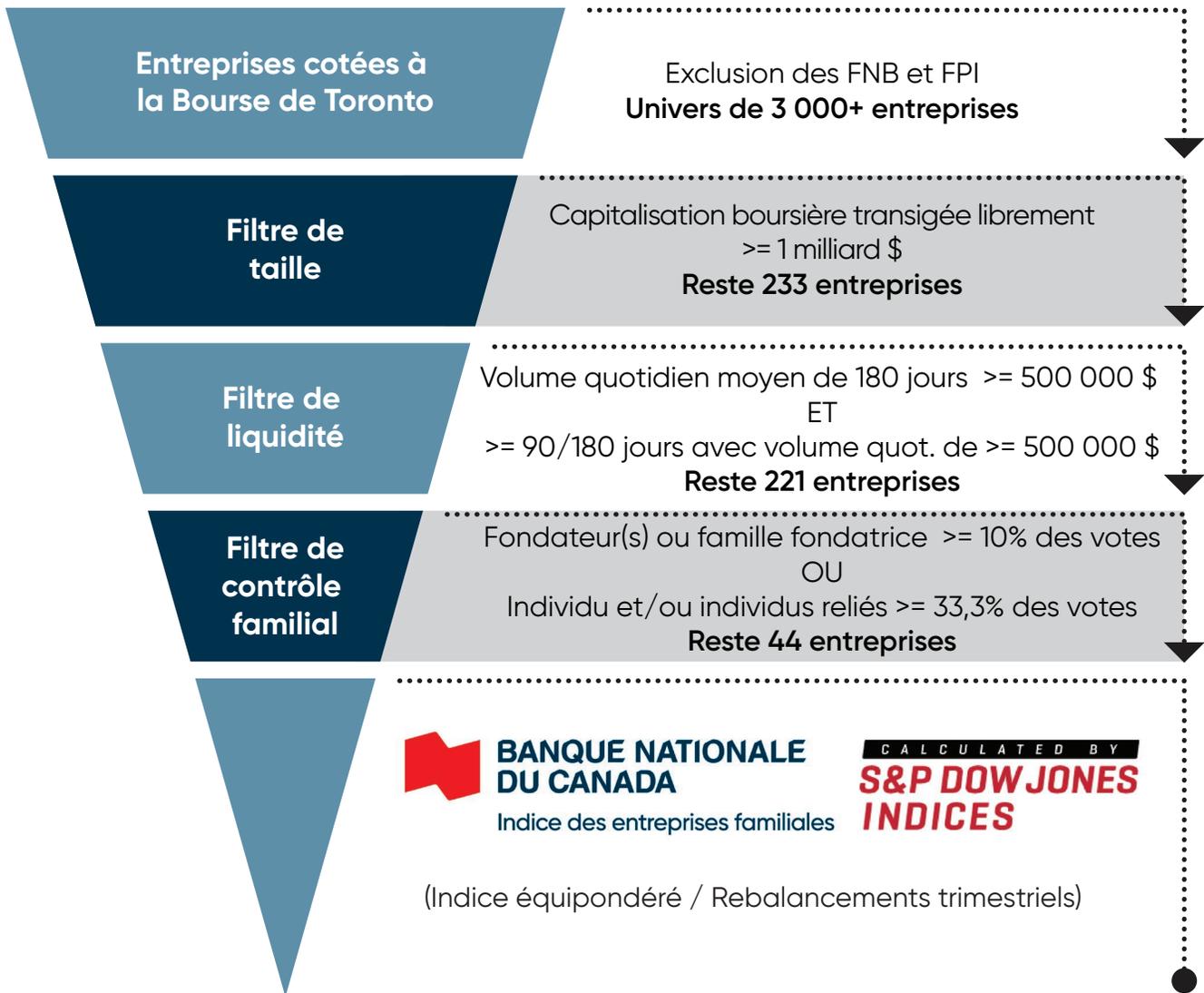


Tableau 1 – Les membres de l'Indice BNC des entreprises familiales (Réexamen annuel du 30 juin 2021)

| Symbol | Company Name | Controlling Shareholder(s)* | Province |
|--------|--|------------------------------------|----------------------|
| ATD.B | Alimentation Couche Tard Inc. (Class B) | Bouchard, D'Amour, Fortin, Plourde | Québec |
| ATZ | Aritzia Inc. (SVS) | Hill | Colombie-Britannique |
| ACO.X | ATCO LTD. (Class I) | Southern | Alberta |
| BBD.B | Bombardier Inc. (Class B) | Bombardier, Beaudoin, Fontaine | Québec |
| DOO | BRP Inc. (SVS) | Bombardier, Beaudoin | Québec |
| GOOS | Canada Goose Holdings Inc. (SVS) | Reiss | Ontario |
| CTC.A | Canadian Tire Corporation, Limited (Class A) | Billes | Ontario |
| CU | Canadian Utilities Limited (Class A) | Southern | Alberta |
| CFP | Canfor Corp | Pattison | Colombie-Britannique |
| WEED | Canopy Growth Corporation | Sands | Ontario |
| CCL.B | CCL Industries Inc. (Class B) | Lang | Ontario |
| CLS | Celestica Inc. (SVS) | Schwartz | Ontario |
| GIB.A | CGI Inc. (Class A) | Godin, Imbeau | Québec |
| CCA | Cogeco Communications Inc. (SVS) | Audet | Québec |
| CIGI | Colliers International Group Inc. (SVS) | Hennick | Ontario |
| CJR.B | Corus Entertainment Inc. (Class B) | Shaw | Ontario |
| EMP.A | Empire Company Limited (Class A) | Sobey | Nouvelle-Écosse |
| FFH | Fairfax Financial Holdings Limited (SVS) | Watsa | Ontario |
| FSV | FirstService Corporation | Hennick | Ontario |
| GLXY | Galaxy Digital Holdings Ltd | Novogratz | Ontario** |
| WN | George Weston Limited | Weston | Ontario |
| GFL | GFL Environmental Inc. | Dovigi | Ontario |
| GWO | Great-West Lifeco Inc. | Desmarais | Manitoba |
| IGM | IGM Financial Inc. | Desmarais | Manitoba |
| IVN | Ivanhoe Mines Ltd. (Class A) | Friedland | Colombie-Britannique |
| LSPD | Lightspeed Commerce Inc. (SVS) | Da Silva | Québec |
| LNR | Linamar Corporation | Hasenfratz | Ontario |
| L | Loblaw Companies Limited | Weston | Ontario |
| LUN | Lundin Mining Corporation | Lundin | Ontario |
| MFI | Maple Leaf Foods Inc. | McCain | Ontario |
| MTY | Groupe d'Alimentation MTY Inc. | Ma | Québec |
| ONEX | Onex Corporation (SVS) | Schwartz | Ontario |
| POU | Paramount Resources Ltd. | Riddell | Alberta |
| POW | Power Corporation of Canada (SVS) | Desmarais | Québec |
| QBR.B | Quebecor Inc. (Class B) | Péladeau | Québec |
| RCI.B | Rogers Communications Inc. (Class B) | Rogers | Ontario |
| SAP | Saputo Inc. | Saputo | Québec |
| SJR.B | Shaw Communications Inc. (Class B) | Shaw | Alberta |
| SHOP | Shopify Inc. (Class A) | Lütke | Ontario |
| TOY | Spin Master Corp. (SVS) | Harary, Rabie | Québec |
| TECK.B | Teck Resources Limited (Class B) | Keevil | Colombie-Britannique |
| TRI | Thomson Reuters Corporation | Thomson | Ontario |
| TCL.A | Transcontinental Inc. (Class A) | Marcoux | Québec |
| WPK | Winpak Ltd. | Wihuri | Manitoba |

* Exclut les fonds d'investissements

** Siège social à New York, listé sur le TSX

Suite au rééquilibrage annuel de juin 2021, l'Indice BNC des entreprises familiales a accueilli neuf nouveaux membres : le fabricant d'avions d'affaires Bombardier, le franchiseur de restauration rapide Groupe d'alimentation MTY, le producteur et explorateur d'énergie Paramount Resources, la société de bois d'œuvre résineux Canfor, le fournisseur de médias et de contenu Corus Entertainment, la société de capital-risque technologique Galaxy Digital Holdings cotée à la Bourse de Toronto, la société de services environnementaux GFL Environmental, la société de divertissement pour enfants Spin Master Corp. et finalement, le fournisseur d'impression et d'emballage Transcontinental.

Du même coup, le processus de sélection quantitatif a conduit au retrait de trois sociétés de l'Indice. L'une d'elles, le fabricant de produits d'emballage et de papier tissu Cascades, parce que sa capitalisation boursière flottante a baissé sous le seuil quantitatif de 1 milliard \$. Pour les deux retraits additionnels, la société d'énergie renouvelable Northland Power et le fabricant de produits en bois diversifié West Fraser, les exigences quantitatives minimales en matière de contrôle familial n'étaient plus respectées. En ce qui concerne Northland Power, en janvier 2021, le fondateur de la société, James C. Temerty C.M. a pris sa retraite et n'est plus considéré comme un propriétaire initié de la société. En ce qui concerne West Fraser, Jim Pattison, 93 ans, n'est plus considéré comme un initié de West Fraser à la suite de l'acquisition de la société pour 4 milliards \$ par son rival Norbord Inc. Fait intéressant, M. Pattison est également l'actionnaire majoritaire de Canfor qui a réintégré l'indice tel que mentionné plus haut.

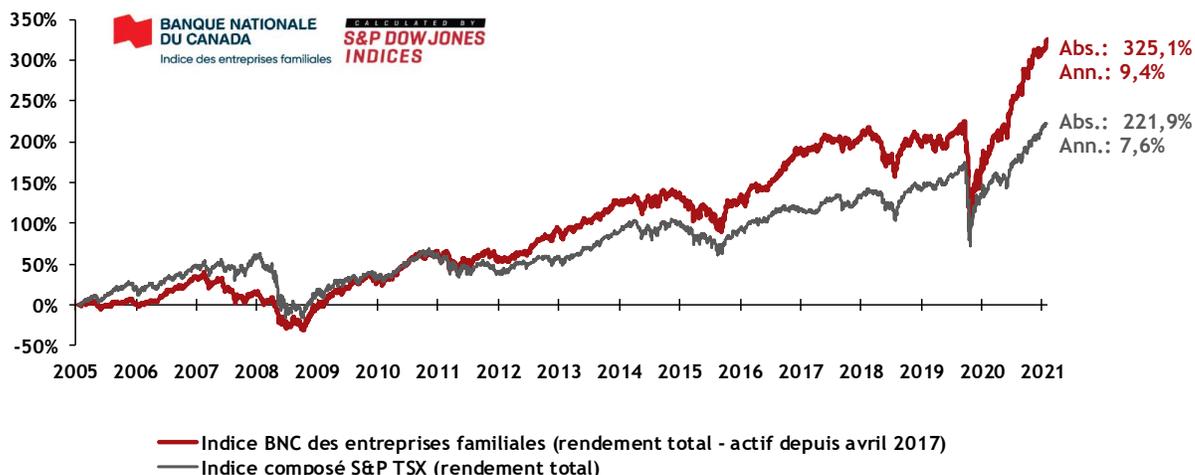
Tableau 2 – Indice BNC des entreprises familiales – Inclusions et exclusions récentes

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|----------------|--|--|---|--|
| Inclusions (+) | <ul style="list-style-type: none"> › Canada Goose › Kinder Morgan Canada › Spin Master Corp. | <ul style="list-style-type: none"> › Aritzia › Canopy Growth Corp. › Corus Entertainment › Groupe d'alimentation MTY | <ul style="list-style-type: none"> › Cascades › Lightspeed Commerce | <ul style="list-style-type: none"> › Bombardier › Groupe d'alimentation MTY › Paramount Resources › Canfor Corp. › Corus Entertainment › Galaxy Digital Holdings › GFL Environmental › Spin Master Corp. › Transcontinental |
| Exclusions (-) | <ul style="list-style-type: none"> › Cascades › Corus Entertainment › Le groupe Jean Coutu › Thérapeutique Knight › Molson Coors Canada | <ul style="list-style-type: none"> › Canfor Corp. › Kinder Morgan Canada › Paramount Resources | <ul style="list-style-type: none"> › Bombardier Inc. › Corus Entertainment › Groupe d'alimentation MTY › Power Financial Corp. › Spin Master Corp. › Transcontinental | <ul style="list-style-type: none"> › Cascades › Northland Power › West Fraser |

Profil de rendement

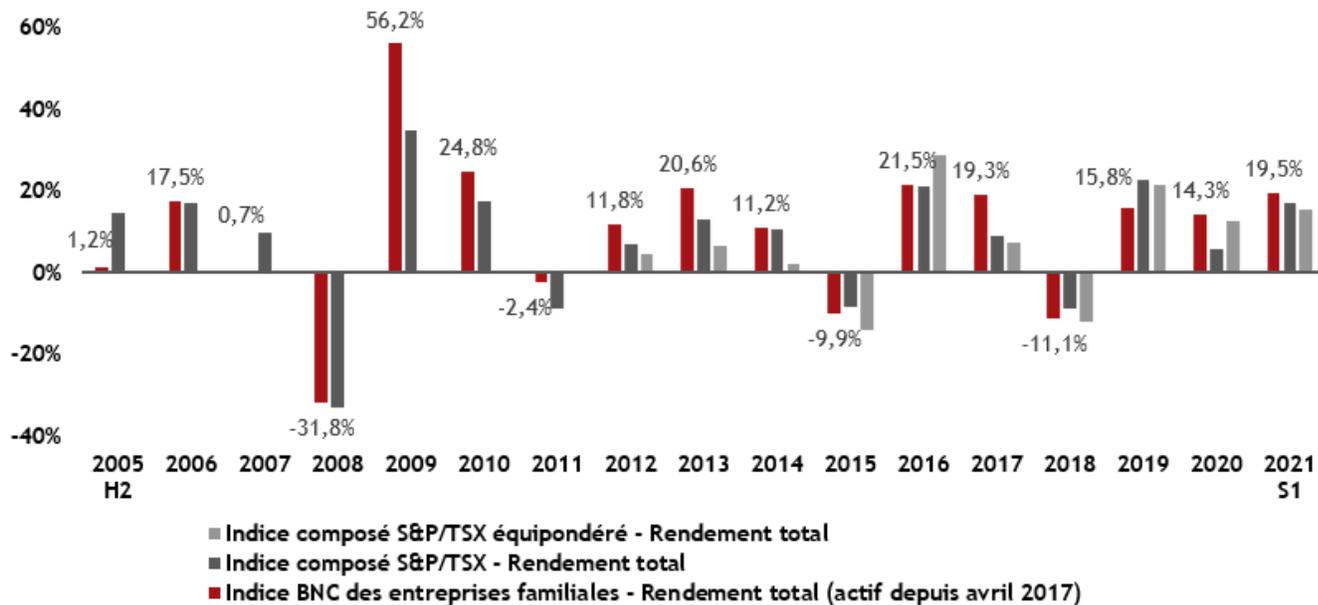
De juin 2005 à juin 2021, la période de référence de l'Indice BNC des entreprises familiales, l'Indice a généré un rendement cumulatif total de 325,1 % comparativement à 221,9 % pour l'indice composé S&P/TSX. Le rendement annuel moyen de la période s'est établi à 9,4 % pour l'Indice familial contre 7,6 % pour l'indice S&P/TSX.

Graphique 5 - Rendement supérieur de l'Indice BNC des entreprises familiales⁷



Bien que nous mesurons la performance de l'Indice BNC des entreprises familiales sur un horizon long terme en soulignant la capacité des entreprises familiales à générer de l'alpha au fil des générations, il est également intéressant de noter que, tant au cours de la crise financière de 2008 que lors des perturbations de marché liées à la COVID-19 en 2020-2021, l'Indice BNC des entreprises familiales a surperformé l'indice composé S&P/TSX. C'est à se demander si les entreprises à contrôle familial inspirent particulièrement confiance en période d'incertitude par rapport à leurs homologues à actionnariat diffus. Cette hypothèse pourrait s'appuyer sur le fait qu'un bon nombre des sociétés contrôlées par des familles incluses dans l'indice ont déjà fait preuve de résilience après avoir fait face avec succès à divers chocs économiques dans le passé. Environ 70% des entreprises membres de l'Indice BNC des entreprises familiales ont vu se relayer au moins 2 générations de contrôle familial.

Graphique 6 - Rendement total annuel de l'Indice BNC des entreprises familiales⁸

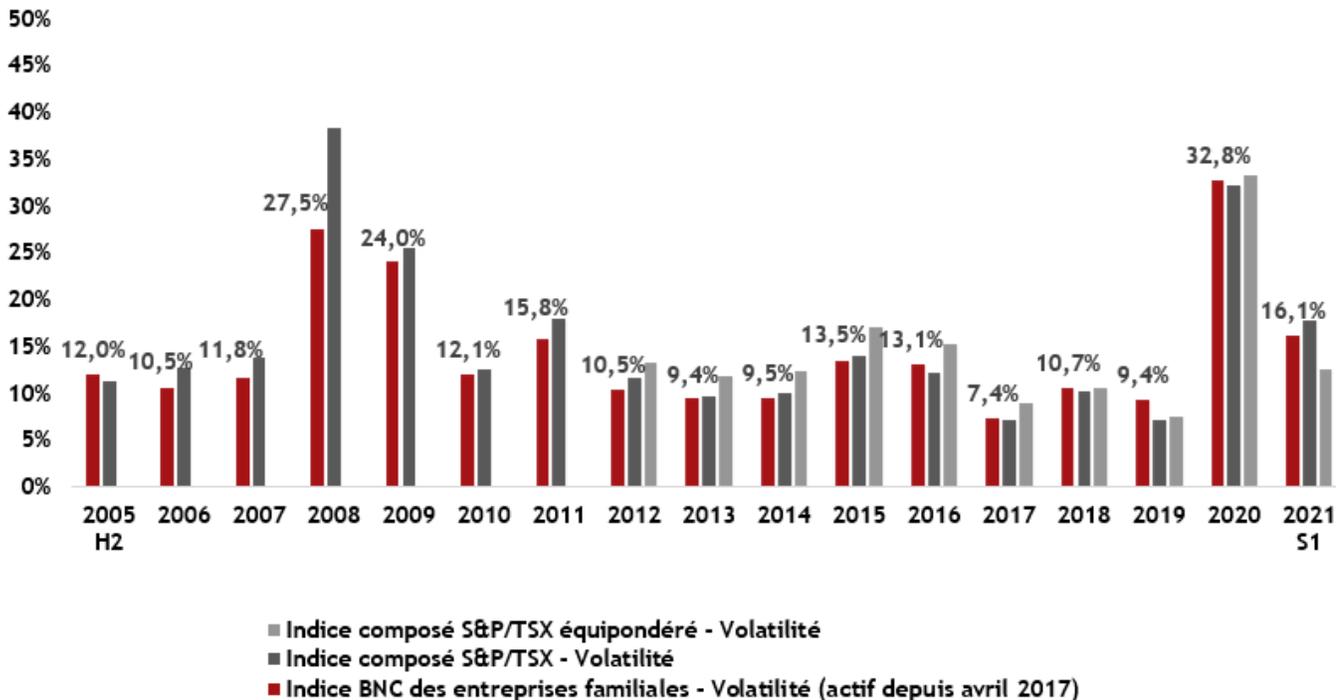


⁷ Source : FBN, SPDJI, Bloomberg; données du 30 juin, 2021

⁸ Source : Base de données FBN, SPDJI, Bloomberg (Note : 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 était similaire à celle de l'indice composé S&P/TSX. Il est intéressant de noter, comme le graphique ci-dessous l'illustre, que, vu l'exposition moins importante de l'Indice familial au secteur financier, sa volatilité a beaucoup moins augmenté dans les conditions extrêmes de la crise financière de 2008 que celle de l'indice S&P/TSX. Cependant, lors de la déroute boursière liée à la COVID-19 au début de cette année, l'augmentation de sa volatilité était similaire à celle de l'indice de référence.

Graphique 7 – Volatilité annuelle⁹



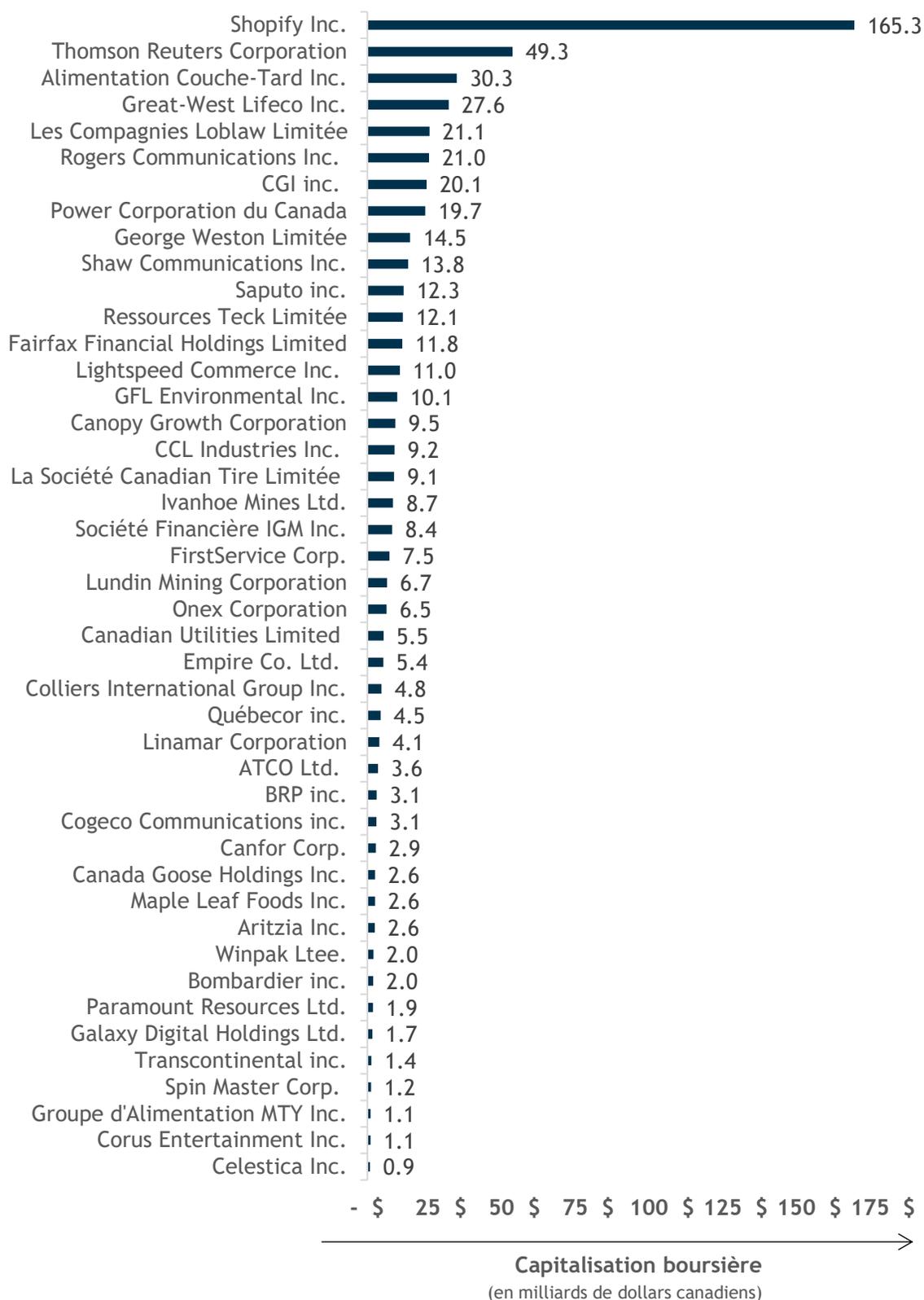
Pondérations et répartitions

L'Indice BNC des entreprises familiales utilise une méthodologie à pondérations égales. Chaque société de l'indice a la même pondération (1/44e), quelle que soit sa capitalisation boursière. Une pondération selon la capitalisation boursière donnerait une influence disproportionnée aux plus grosses sociétés comme Shopify et Alimentation Couche-Tard. En date du réexamen annuel de juin 2021, la capitalisation boursière des sociétés de l'Indice variait de 1,0 milliard \$¹⁰ à 165,3 milliards \$. La capitalisation boursière totale des sociétés actuelles de l'Indice BNC des entreprises familiales représente approximativement 22% de la capitalisation boursière totale de l'indice composé S&P/TSX, un pourcentage inchangé depuis notre dernière publication.

⁹ Source : Base de données FBN, SPDJI, Bloomberg; données du 30 juin 2021

¹⁰ Note : 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)¹¹

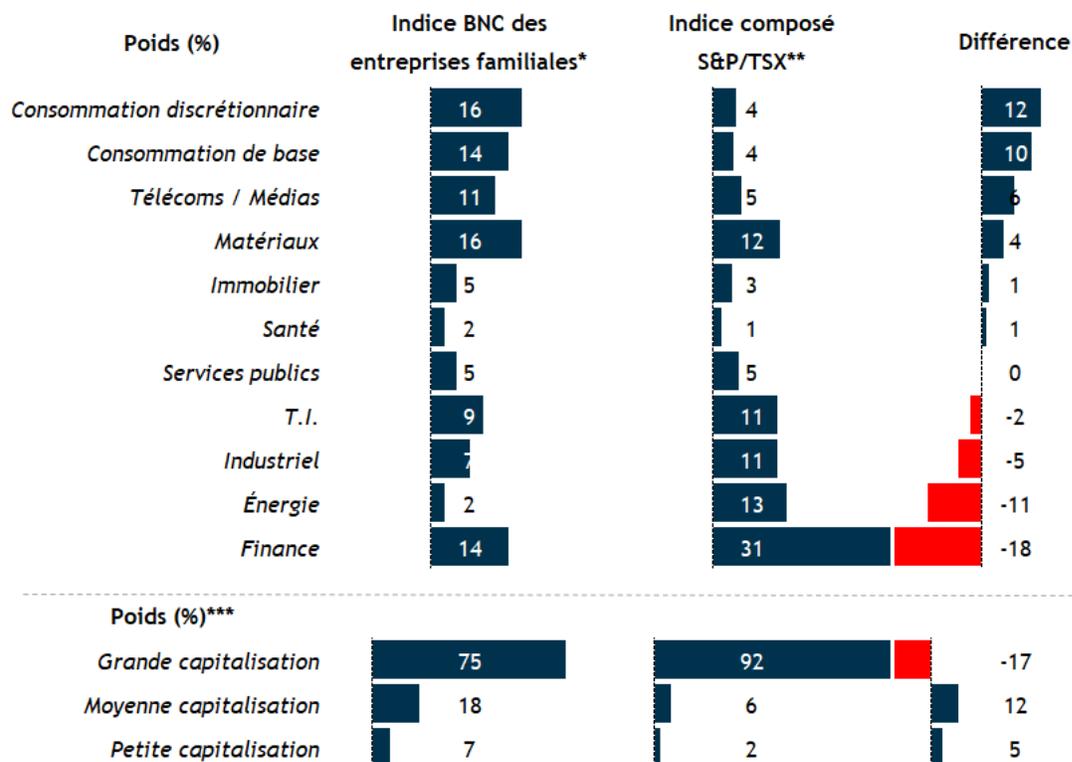


¹¹ Source : Bloomberg; données suite au réexamen annuel de l'Indice, soit au 30 juin 2021.

En plus du calcul du rendement quotidien de l'Indice BNC des entreprises familiales et de la publication de toutes les données sur le site Web de S&P DJI Custom Indices et par l'entremise de tiers tels que Bloomberg, S&P Dow Jones Indices rééquilibre les pondérations sur une base trimestrielle. L'Indice BNC des entreprises familiales surpondère actuellement les secteurs de la consommation de base, de la consommation discrétionnaire et des télécommunications et sous-pondère ceux de l'énergie et des services financiers. Les secteurs les plus représentés sont ceux de la consommation (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 : « Depuis 1967, la position d'un actionnaire ou d'un groupe d'actionnaires réunis est limitée à 10 % de toute catégorie d'actions d'une banque. Cette restriction a été introduite pour prévenir la concentration de la propriété et du contrôle des institutions financières canadiennes et donner l'assurance du maintien de la propriété et du contrôle de ces institutions par des Canadiens, mais elle a aussi eu pour effet d'empêcher certains liens commerciaux et financiers importants en amont. »¹² 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/capitalisations¹³



* Indice à pondération égale

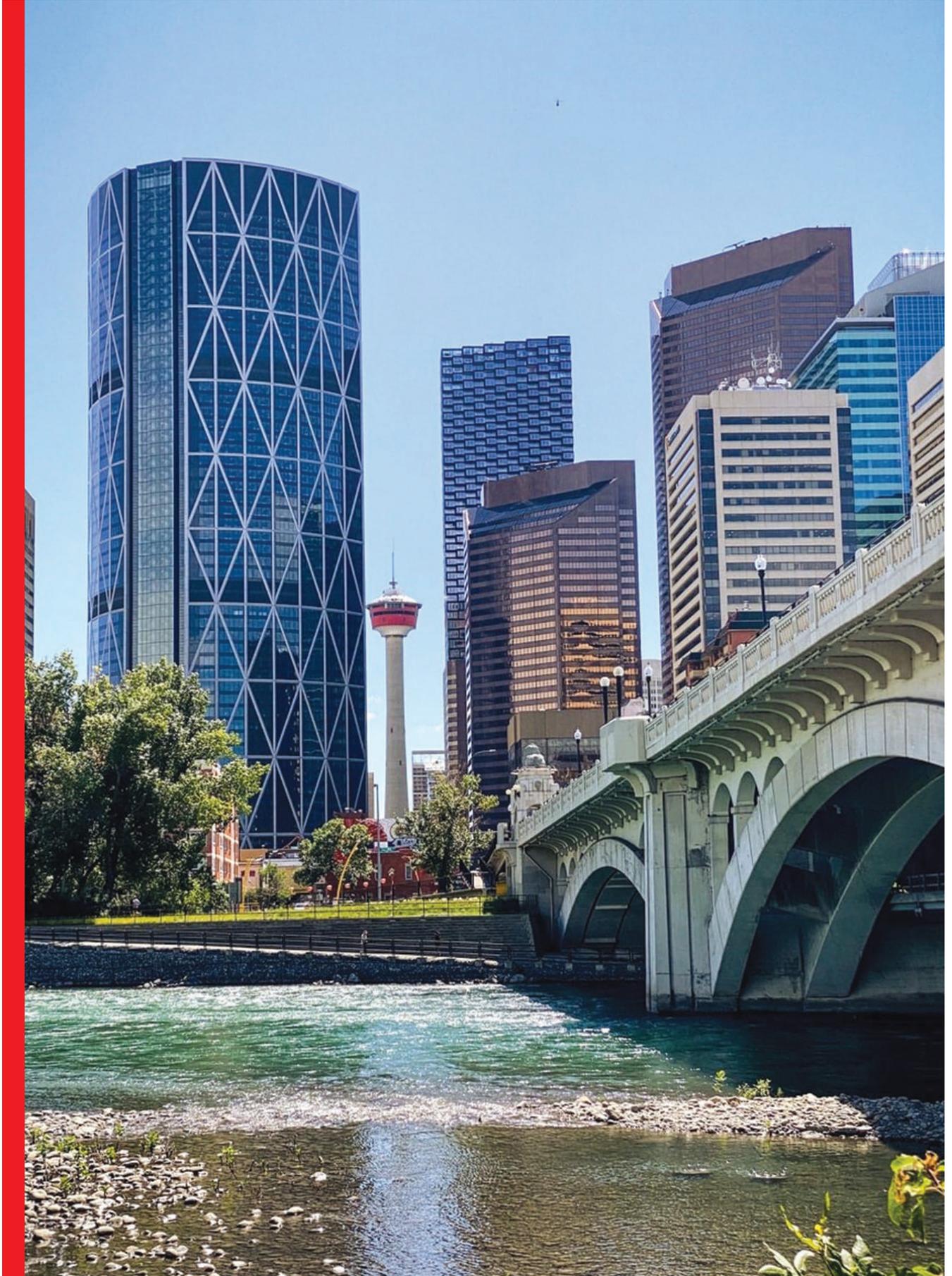
** Indice pondéré en fonction de la capitalisation boursière

*** Grande capitalisation > 5G\$, Moyenne capitalisation entre 2G\$ et 5G\$, Petite capitalisation < 2G\$

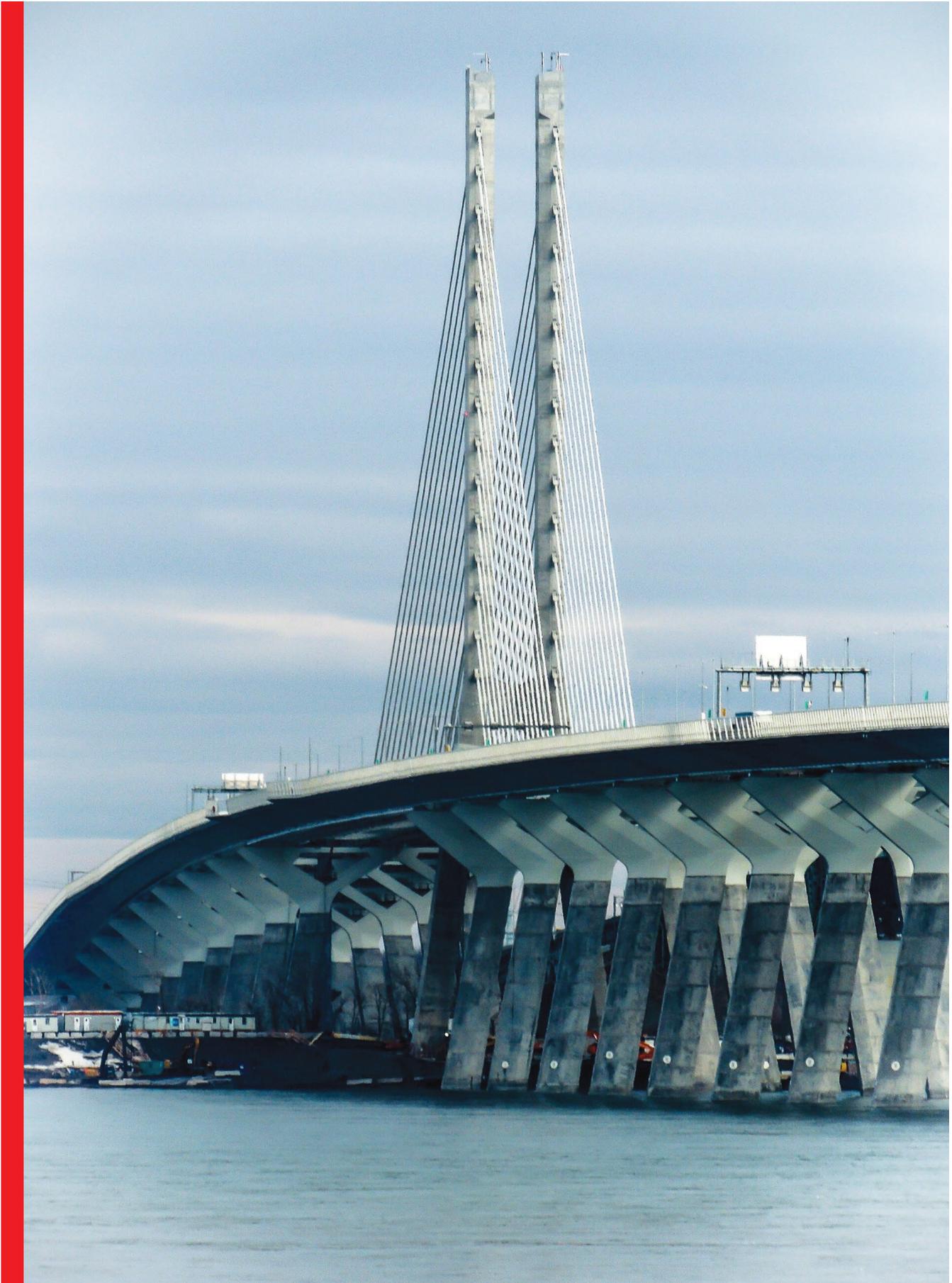
La plus grande diversification entre les sociétés à grande, moyenne et petite capitalisation que présente l'Indice BNC des entreprises familiales – les grandes capitalisations représentent 75% comparativement à 92% dans l'indice composé S&P/TSX – est due à sa méthodologie qui égalise les pondérations.

¹² Charles Freedman (site Web de la Banque du Canada), « The Canadian Banking System », mars 1998

¹³ Base de données FBN, SPDJI, Bloomberg; données du 30 juin 2021 (sur la base d'une pondération égale)



Calgary, Alberta, Canada



Pont Samuel De Champlain, Montréal, Québec, Canada

2. Dirigeants d'entreprises familiales canadiennes phares



Manteaux de type parka de Canada Goose (Photo : Canada Goose)

Entretien avec Dani Reiss

Président, PDG & président exécutif du conseil - Canada Goose

Canada Goose

Q : Professeur Karl Moore

Vos parents ou votre grand-père ont-ils joué un rôle dans votre décision de vous joindre à l'entreprise?

R : Dani Reiss

Mon grand-père Sam Tick a immigré au Canada et a amené avec lui son grand esprit entrepreneurial. Il a fondé Canada Goose à Toronto en 1957, qui s'appelait à l'époque Metro Sportswear Ltd. Mon père David Reiss a repris l'entreprise dans les années 1970 et m'a découragé de me joindre à l'entreprise familiale. Mes parents trouvaient que c'était un secteur difficile et voulaient plutôt que je devienne un professionnel, comme un avocat, un médecin ou un banquier.

Q : Professeur Karl Moore

Lorsque vous étiez enfant, vos parents discutaient-ils d'affaires au souper?

R : Dani Reiss

Mes parents parlaient d'affaires tout le temps. Pas

avec moi, mais ces discussions faisaient partie de mon environnement. Mon père m'emmenait à l'usine quand j'étais enfant. Il me faisait faire des petits boulots comme balayer les planchers, sortir les ordures et travailler dans le stationnement ou à la réception. J'ai probablement exercé tous les emplois de l'entreprise, sauf la fabrication de manteaux. Je ne sais toujours pas comment faire fonctionner une machine à coudre! Fait intéressant, certains des employés qui fabriquaient nos vestes à l'époque, surtout des femmes, travaillent toujours pour l'entreprise à ce jour. Aujourd'hui, certaines d'entre elles sont même devenues grand-mères. Je ne m'attendais vraiment pas à ce que mes interactions pendant mon emploi d'été me préparent à diriger l'entreprise plus tard, par inadvertance.

Q : Professeur Karl Moore

Les employés savaient évidemment qui vous étiez. Vous étiez le fils du propriétaire. Ils ont sûrement été gentils avec vous. D'un autre côté, ils vous ont peut-être donné du fil à retordre. Quelle a été votre expérience?

R : Dani Reiss

Oui, ils ont été gentils avec moi. Mais tout n'était pas parfait. Je me souviens d'avoir vécu quelques petites frictions. Lorsque je travaillais comme réceptionniste, on m'a demandé de transcrire des lettres pour certains employés. Comme j'étais diplômé en littérature anglaise, j'ai dû corriger les

fautes d'orthographe et de grammaire. Je me souviens que certains employés disaient : « Qui est ce jeune qui corrige mon travail? » Mes emplois d'été au sein de l'entreprise ont été des expériences de travail formatrices. À l'extérieur de Canada Goose, j'avais aussi une petite entreprise de paris sportifs, mais ma conjointe et moi-même l'avons fermée avant la fin de mes études universitaires. Ce n'est que récemment que j'ai compris que ces expériences ont aiguisé mon esprit entrepreneurial.

Q : Professeur Karl Moore

Votre esprit entrepreneurial vous a aidé, vu votre rôle actuel de chef de la direction chez Canada Goose, parce que vous avez dû agir comme entrepreneur pour transformer l'entreprise afin qu'elle connaisse le niveau de succès dont elle jouit aujourd'hui. Votre grand-père a lancé l'entreprise, mais il semble qu'elle ait vraiment pris son envol sous votre gouverne. D'où vient cette vision et comment se compare-t-elle à celle de votre père?



*Dani Reiss dans une usine de Canada Goose à Toronto
(Photo : Canada Goose)*

R : Dani Reiss

Lorsque j'ai commencé à travailler ici en 1997, nous avions des revenus d'entreprise de 3 millions de dollars. Plus de la moitié de ces ventes étaient des ventes sous marque privée. Nous fabriquions des parkas d'expédition pour d'autres entreprises. Aujourd'hui, nous sommes une marque mondiale de produits de luxe axée sur le style de vie, avec une présence dans plus de 40 pays et des revenus qui devraient atteindre 1 milliard de dollars cette année. Nous avons passé plus de 20 ans à bâtir une marque pour les consommateurs. Avant que je ne devienne chef de la direction, c'était une entreprise

de marque privée, qui n'était essentiellement connue que par les gens qui vivaient et travaillaient dans l'endroit le plus froid de la planète. Pour ce qui est de comparer ma vision à celle de mon père, mon père était un entrepreneur. Il a conçu et développé bon nombre de nos produits emblématiques. Il a bâti une entreprise qui a atteint un chiffre d'affaires de 8 millions de dollars à son apogée. Le créneau de mon père était la fabrication, tout comme le mien est la stratégie de marque.

Q : Professeur Karl Moore

Comment en êtes-vous venu à gérer l'entreprise familiale et à prendre le relais de votre père et de votre grand-père?

R : Dani Reiss

Je ne vois pas Canada Goose comme une entreprise familiale typique. Pour moi, il s'agit plutôt d'une histoire d'entrepreneuriat. J'ai travaillé avec mon père au début, mais nous n'avons pas beaucoup travaillé ensemble. À un moment donné, après avoir travaillé pour l'entreprise pendant une trentaine d'années, il m'a dit : « C'est à toi de me dire si tu veux prendre la relève. » Au départ, je pensais que je ne faisais que m'amuser et je ne m'attendais pas à diriger l'entreprise. Il a certainement le mérite de m'avoir donné cette occasion. Pour ce qui est de ma vision de l'entreprise, j'ai pris un excellent produit et je l'ai fait passer des endroits les plus froids du monde aux centres urbains partout dans le monde. Nous voulions que notre message soit entendu dans tous nos marchés cibles : nos manteaux sont les meilleurs et les plus chauds. Nous avons pensé que nous pourrions montrer à la population des grands centres qu'il n'y a pas de problème à porter des parkas conçus pour survivre en Arctique en milieu urbain. Je savais que nous pourrions créer une demande mondiale pour ce produit dans les grandes villes. Ensuite, notre entreprise serait en mesure de vendre un plus grand nombre de manteaux que mon père a aidé à concevoir. J'ai assumé le rôle de chef de la direction à partir de 2001.

Q : Professeur Karl Moore

Y a-t-il eu un moment de révélation lorsque cette idée stratégique vous est venue? Ou y a-t-il eu un moment où vous avez pensé que vous pourriez les vendre qu'au Canada?



Magasin de Canada Goose au coin des rues Royale et Saint-Honoré à Paris, en France (Photo : Canada Goose)

R : Dani Reiss

J'ai vécu un certain nombre de moments de révélation. Lorsque j'ai commencé à travailler chez Canada Goose, j'ai fait un stage de trois mois avant de partir en voyage. Je pensais ainsi financer ce projet. J'ai fini par aimer cette expérience, car elle était concrète et authentique. Au cours de mes mois passés à voyager, j'ai perçu l'occasion d'augmenter nos ventes à l'étranger. Nous avons commencé à assister à des salons professionnels pour vendre nos manteaux, ce que nous ne faisons pas auparavant. Nous avons déjà réalisé des ventes en Italie et en Suède. J'ai constaté qu'il y avait une demande en Europe et je me suis rendu compte que les Européens étaient intéressés par nos manteaux. Au Canada, les grossistes disaient : « Personne ne veut acheter des parkas faits au Canada et les porter en ville, c'est trop cher et trop chaud. » Lorsque je suis allé en Europe, les consommateurs avaient une différente perception de notre marque. Pour eux, c'était comme « acheter une partie du Canada ». Je percevais le manteau Canada Goose comme la montre suisse. On pourrait dire que l'endroit où sont fabriqués les produits revêt une importance particulière, autant que le produit lui-même. Les gens ont une vision romancée du Canada, notre pays jouit d'une excellente réputation et la marque du Canada est forte. Un autre moment clé a été la prise de conscience de l'importance de la fabrication

en sol canadien. En Europe, nous étions perçus comme une marque de produits de luxe. Je me promenais dans un magasin de vêtements de luxe à Londres et j'ai vu notre manteau affiché entre deux autres manteaux de luxe de marques célèbres, ce qui a vraiment été un moment de révélation pour moi. Je me disais : « Si l'on voit notre entreprise de cette façon en Europe à l'heure actuelle, pourquoi ne pourrions-nous pas être perçus ainsi partout dans le monde? » À l'époque, nos concurrents transféraient leur production à l'étranger. Pour nous, le fait de rester au Canada s'est avéré l'un de nos principaux avantages concurrentiels.

Q : Professeur Karl Moore

Vous avez mentionné que la mondialisation a entraîné des conséquences négatives pour l'industrie manufacturière canadienne, mais en fait, vous avez transformé Canada Goose en marque mondiale. Votre vision de la mondialisation était-elle différente à l'époque?

R : Dani Reiss

La mondialisation signifiait essentiellement que les entreprises fabriquaient leurs produits à l'étranger dans des environnements où les coûts étaient moins élevés, plutôt que de les fabriquer à l'intérieur de leurs frontières. Notre philosophie était l'inverse : nous avons gardé nos usines au Canada

et nous avons exporté nos produits à l'international. Ironiquement, nous avons d'abord exporté vers l'Europe et le Japon. Nous avons commencé à bâtir la perception dans l'esprit des gens que nous étions une marque de produits de luxe pour les consommateurs. Bon nombre de gens pensent à tort que nous incarnions une grande histoire de réussite canadienne, et que notre entreprise a connu le plein essor au pays avant de se développer à l'échelle mondiale. Mis à part nos ventes dans le nord du Canada, les détaillants canadiens ne pensaient pas pouvoir vendre nos produits en ville. Je me souviens m'être assis dans un café de Stockholm en hiver, et je comptais les passants qui portaient des manteaux Canada Goose. Je me demandais alors, « Pourquoi ne pourrions-nous pas les vendre à Toronto? Rien ne nous empêche d'y arriver. »

« Au Canada, les grossistes disaient : "Personne ne veut acheter des parkas faits au Canada et les porter en ville, c'est trop cher et trop chaud." Lorsque je suis allé en Europe, les consommateurs avaient une différente perception de notre marque. Pour eux, c'était comme "acheter une partie du Canada." »

Q : Professeur Karl Moore

Il fait froid à Toronto, mais ce n'est pas le Yukon!

R : Dani Reiss

Il peut faire assez froid à Toronto. Il fait plus froid qu'à Tokyo, où beaucoup de nos clients achètent les parkas les plus chauds et les plus lourds de notre collection.

Q : Professeur Karl Moore

Comment Canada Goose se porte-t-elle aujourd'hui et où en serez-vous dans cinq ans?

R : Dani Reiss

Nous avons tellement de possibilités de croissance, mais nous sommes devenus une marque vraiment emblématique. Comme je l'ai dit, nos revenus seront supérieurs à 1 milliard de dollars. Nous ne sommes plus une petite entreprise. J'ai l'impression que tout cela est arrivé très rapidement, mais je suis avec l'entreprise depuis 25 ans déjà. À mesure qu'une entreprise prend de l'expansion, elle est

confrontée à de nouveaux défis, à bien des égards. Les yeux sont tournés vers l'entreprise, et il faut viser juste dans différents domaines. Chaque année, Canada Goose se transforme. D'une année à l'autre, mon travail ne reste jamais le même. Je dis à tous ceux que j'embauche que leur emploi sera différent l'an prochain. Il n'y a pas beaucoup d'entreprises à croissance rapide qui valent plus d'1 milliard de dollars au Canada. Je pense que c'est parce qu'il n'est pas si facile d'avoir des revenus d'entreprise supérieurs à un milliard de dollars, de fabriquer des biens et de les vendre à l'échelle mondiale. Aujourd'hui, nous embauchons 20 % de la main-d'œuvre du secteur des vêtements au Canada, et nous avons maintenant huit usines à Toronto, Scarborough, Winnipeg et Boisbriand, près de Montréal. Nous employons plus de 5 000 personnes partout dans le monde. Je ne pense pas seulement en termes d'orientation annuelle, mais sur trois, cinq ou dix ans. Je veux réaliser tout notre potentiel. Il est important pour nous que Canada Goose soit une marque pertinente et un élément emblématique du paysage mondial des produits de consommation. Nous voulons que les consommateurs admirent et respectent nos produits. Pour moi, c'est la définition d'une marque emblématique. Les gens me demandent à quelles marques je compare Canada Goose. Pour moi, Canada Goose se compare à Rolex, Apple et Land Rover. Je me compare très peu aux autres entreprises de vêtements. Il ne s'agit pas seulement du produit en tant que tel, mais aussi de la façon dont les gens le perçoivent.

« En matière de changements climatiques, notre but est de garder la planète au frais et ses habitants au chaud. »

Q : Professeur Karl Moore

Quelles sont les valeurs de Canada Goose?

R : Dani Reiss

Entrepreneuriat, passion, authenticité, persévérance et innovation.

Q : Professeur Karl Moore

Quelle est la raison d'être de Canada Goose?

R : Dani Reiss

Je crois que le Canada doit rebâtir son industrie manufacturière, qui a été malmenée par la mondialisation, ironiquement. Je suis très fier du fait que nous avons pu continuer à fabriquer nos produits au Canada. Il s'agit de l'une de nos principales raisons d'être. Je pense que le fait d'avoir de bonnes valeurs d'entreprise, d'être une bonne entreprise citoyenne, c'est aussi quelque chose qui est très important pour moi et pour tous les membres de l'entreprise depuis le début. Nous voulions redonner à la collectivité de la bonne façon. En matière de changements climatiques, notre but est de garder la planète au frais et ses habitants au chaud. Nous pouvons y arriver en développant notre marque mondiale et en continuant de croître, tout en redonnant aux collectivités et en aidant à construire un monde meilleur grâce à nos engagements d'envergure, comme l'atteinte de la carboneutralité d'ici 2025. Cette vision est également partagée par l'ensemble de nos employés. Par exemple, bien que la fourrure soit une ressource durable que nous utilisons dans nos produits depuis des années, nous cesserons de produire des manteaux faits de fourrure d'ici la fin de l'année 2022. Nous allons fabriquer des manteaux de la même qualité et tout aussi fonctionnels, sans utiliser de fourrure.

Q : Professeur Karl Moore

Pensez-vous aux parties prenantes ou aux actionnaires?

R : Dani Reiss

Je pense à l'incidence de mes décisions à long terme. Les actionnaires sont importants. Par contre, certains ne sont que de passage. Par définition, l'augmentation de la valeur pour l'actionnaire est très importante. C'est écrit quelque part dans un document important! Mais l'idée de créer de la valeur pour les parties prenantes ne concerne pas seulement nos actionnaires, mais aussi nos employés, la collectivité, l'ensemble de notre chaîne d'approvisionnement et nos différents points de contact. Pour ce faire, il faut prendre des décisions responsables qui assureront notre durabilité à long terme.

Q : Professeur Karl Moore

Bain Capital est votre principal actionnaire. De quelle manière vous font-ils part de leur savoir-faire et de leurs conseils en tant que propriétaires? S'agit-il d'actionnaires plutôt activistes ou passifs?

R : Dani Reiss

Ils ne sont ni activistes ni passifs. Ils sont entre les deux. Ils ont été d'excellents partenaires pour moi. J'ai toujours cru que Bain Capital était le bon partenaire pour nous parce que la société croyait en nos valeurs et comprenait les fondements de notre entreprise. Elle croit que l'équipe de direction et moi-même pouvons atteindre nos objectifs, et l'histoire leur donne raison. L'équipe de Bain Capital est très bien informée et dispose des moyens nécessaires pour nous soutenir au besoin.

Q : Professeur Karl Moore

Vous occupez le rôle de PDG ainsi que président exécutif du conseil. Combien de temps passez-vous avec le conseil d'administration au cours d'un mois ou d'une année?



Le professeur Moore et les auteurs de L'avantage familial rencontrent Dani Reiss à la salle d'exposition de Canada Goose, à New York (photo de Canada Goose)

R : Dani Reiss

Le conseil d'administration est une structure importante. Nos administrateurs ont beaucoup d'expérience, qu'il s'agisse d'une expérience propre au secteur ou d'une vaste expérience financière. Nous tenons des réunions trimestrielles du conseil d'administration, mais nous communiquons avec les administrateurs au besoin entre les trimestres, selon ce qui se passe dans l'ensemble de l'entreprise. Je communique avec les membres du conseil d'administration de façon ponctuelle pour obtenir leurs conseils. Je m'entoure toujours de personnes compétentes et intelligentes et j'ai de bons conseillers, ce qui s'est avéré très important. Le conseil d'administration

est un moyen d'obtenir davantage de soutien de ce type. Le fait de disposer d'un conseil d'administration avec de bonnes pratiques de gouvernance et de le mettre en œuvre correctement revêt une grande valeur.

Q : Professeur Karl Moore

Lorsque vous avez effectué votre premier appel public à l'épargne en 2017, y a-t-il eu des réticences au sujet de la structure d'actions à droit de vote multiple?

R : Dani Reiss

Il n'y a eu aucune réticence. Nous avons obtenu des résultats fantastiques avec notre premier appel public à l'épargne, et les actions à droit de vote multiple faisaient partie de la structure. Nos actionnaires et les gens qui croient en nous veulent que ce soit moi qui prenne les décisions à long terme pour l'entreprise. La stabilité à long terme est importante pour les grands investisseurs, notamment les investisseurs institutionnels.

Q : Professeur Karl Moore

La pandémie de COVID-19 a entraîné des périodes de transformation et d'adaptation majeures. Quelle a été la stratégie d'adaptation de Canada Goose?

R : Dani Reiss

Il y a eu un virage notable vers l'achat en ligne. Je crois que la pandémie a accéléré ce phénomène déjà existant. Nous nous sommes concentrés sur les ventes en ligne au moment où les magasins fermaient partout dans le monde. La culture et le mode de fonctionnement propre à notre entreprise nous ont préparé à la pandémie. Même si cet incident a complexifié nos activités de planification stratégique et d'établissement des budgets, nous avons pu faire un virage très rapide. Au début de la pandémie, nous avons commencé à fabriquer de l'équipement de protection individuelle, que nous avons donné à des établissements de soins de santé qui en avaient besoin. Par la suite, nous avons commencé à répondre aux marchés publics et à travailler avec les gouvernements provinciaux et fédéral pour prendre des décisions. Nous n'en avons tiré aucun profit. Il y a toujours un moment pour faire de l'argent, et ce n'était pas ce moment-là. Dans cette situation, nous

estimions devoir aider notre pays et je suis très fier des efforts de notre entreprise en ce sens. Nous avons l'impression de contribuer au tissu social, sans vouloir faire de mauvais jeu de mots. Après s'être adaptée aux premiers mois de la pandémie, la Chine a mieux maîtrisé la propagation du virus au troisième et au quatrième trimestre de 2020 que partout ailleurs. Elle a fermé ses frontières rapidement et a mis en place des confinements. La Chine a ouvert la quasi-totalité de son économie, et nous exerçons nos activités normales dans le pays. Nous avons connu notre meilleur troisième trimestre l'an dernier. Nous avons réalisé notre plan sur cinq ans en seulement deux ans.

Q : Professeur Karl Moore

En ce qui concerne les produits de Canada Goose, à votre avis, quels sont les secteurs de croissance potentiels?

R : Dani Reiss

Il est certainement possible de développer nos gammes de produits. Nous lançons constamment de nouvelles catégories de produits et explorons nos options en ce sens. Nous avons une stratégie. Nous avons démontré que nous sommes capables de nous lancer dans de nouvelles catégories. À mes débuts, il y avait 20 styles de manteaux Canada Goose. Si vous jetez un coup d'œil à notre salle d'exposition aujourd'hui, vous pourrez en voir plusieurs centaines. Jusqu'à il y a environ huit ans, nous n'avions pas beaucoup de manteaux légers en vente, seulement les parkas plus lourds. Nous avons maintenant beaucoup de manteaux en duvet légers. Nous avons aussi des imperméables, des coupe-vents et des vêtements en molleton adaptés à différents climats. Il y a quatre ans, nous avons commencé à vendre des vêtements en tricot et aujourd'hui, la catégorie génère environ 50 millions de dollars de revenus. Nous avons aussi récemment fait notre entrée sur le marché de la chaussure.

Q : Professeur Karl Moore

Canada Goose est manifestement une icône canadienne à l'échelle mondiale. Croyez-vous que la présence de l'entreprise deviendra encore plus importante sur les marchés mondiaux? Par exemple, le marché des biens de luxe en Chine est celui qui connaît la croissance la plus rapide.

Canada Goose, Christian Dior, H&M, Nike, Hugo Boss et Dolce & Gabbana ont eu de la difficulté à faire des affaires en Chine pour diverses raisons. Comment décririez-vous l'approche de Canada Goose par rapport au marché chinois?

R : Dani Reiss

L'entreprise deviendra certainement plus importante sur les marchés mondiaux. Les possibilités de croissance géographique sont nombreuses. Nous connaissons toujours beaucoup de succès en Chine. Nous avons près de 20 magasins là-bas, et d'autres sont à venir. Nous devons envisager une stratégie à long terme. De notre vivant, la Chine deviendra la plus grande économie du monde. Nous avons des tonnes d'opportunités de croissance à l'étranger. Et la Chine est ouverte aux affaires. Dans ce pays, Canada Goose bénéficie d'une présence forte. J'ai l'impression que nous apportons un peu du Canada partout où nous allons.

Q : Professeur Karl Moore

Compte tenu de votre présence mondiale, comment vous assurez-vous que vous demeurez à l'écoute de votre clientèle?

« Nous devons envisager une stratégie à long terme. De notre vivant, la Chine deviendra la plus grande économie du monde. [...] La Chine est ouverte aux affaires. Dans ce pays, Canada Goose bénéficie d'une présence solide. »

R : Dani Reiss

Nous sommes une marque mondiale, mais nous comprenons aussi qu'il est important d'être en contact direct avec notre clientèle. En Chine, par exemple, nous avons mis en œuvre une stratégie d'entrée méthodique et réfléchie, en choisissant de nous adresser directement aux consommateurs. Nous avons choisi de diriger nos activités en Chine de l'intérieur. Nous nous sommes dotés d'une équipe locale qui comprend le marché. Nous aimons aussi rejoindre nos clients partout dans le monde en appuyant les designers locaux. Nous avons récemment collaboré avec Angel Chen, une designer de calibre international de Shanghai. Je crois qu'il s'agit d'une façon de tisser des liens avec les collectivités locales. C'est important, que la collectivité locale se trouve dans l'Arctique canadien ou en Chine. Notre marque s'engage à offrir des expériences et à susciter des émotions.

REVENUS DE CANADA GOOSE EN 2021 PAR GÉOGRAPHIE COMPARATIVEMENT AUX DÉPENSES MONDIALES DANS L'INDUSTRIE DES PRODUITS DE LUXE

(% de revenus)

- L'Asie est aujourd'hui le plus grand marché en terme de revenus, grâce à une large distribution directe aux consommateurs et à une reprise rapide suite à la COVID-19
- Les États-Unis, l'Asie, et la région EMEA représentent de grandes opportunités à long terme, telles que représentées par les dépenses en vêtements de luxe qui sont à un stade de développement prématuré
- Avec une forte demande sur les marchés internationaux, l'expansion de la stratégie de vente « directe au consommateur » est essentielle pour atteindre le potentiel mondial de la marque



Source : Présentation aux investisseurs de Canada Goose (Le 23 juin 2021)



Publicité de Canada Goose dans un centre commercial situé à Changchun, en Chine



Magasin Canada Goose dans le centre commercial Hey Avenue situé à Ningbo, en Chine (Photo : Canada Goose)

Fondée en 1957 sous le nom de Metro Sportswear Ltd. par le grand-père de Dani Reiss, Canada Goose tire ses origines d'un petit entrepôt à Toronto, au Canada. Aujourd'hui, sous la direction de M. Reiss, Canada Goose (NYSE : GOOS, TSX : GOOS) est passée d'un petit fabricant à une marque mondiale de produits de luxe et à un important fabricant de vêtements de performance haut de gamme. Chaque collection est inspirée par les exigences rigoureuses de l'Arctique, garantissant que chaque produit, qu'il s'agisse de parkas, d'imperméables, de vêtements d'intérieur ou d'accessoires, est conçu avec la fonctionnalité en tête. Canada Goose s'inspire de l'innovation incessante et de l'artisanat sans compromis. L'entreprise est reconnue comme un chef de file pour son engagement à fabriquer ses produits en sol canadien. En 2020, Canada Goose a annoncé le lancement de sa plateforme d'objectifs HUMANATURE, alliant ses initiatives axées sur la durabilité et les valeurs de l'entreprise. Canada Goose souhaite ainsi renforcer son engagement à garder la planète au frais et ses habitants au chaud. Canada Goose est également propriétaire de Baffin, une entreprise canadienne de design et de fabrication de chaussures de performance pour l'extérieur et à usage industriel.



(Photo : Alimentation Couche-Tard)

Entretien avec Karinne Bouchard

Administratrice de sociétés - Alimentation Couche-Tard

Alimentation Couche-Tard

Q : Professeur Karl Moore

Couche-Tard est l'une des plus grandes multinationales du Canada, avec une capitalisation boursière d'environ 50 milliards de dollars. Vous avez récemment quitté votre poste de chef global de la trésorerie pour siéger au conseil d'administration de l'entreprise. Vous êtes également la fille d'Alain Bouchard, vous représentez donc la deuxième génération des fondateurs de l'entreprise au sein du conseil d'administration. Quel a été votre parcours?

R : Karinne Bouchard

J'ai étudié en finances à l'Université McGill, puis j'ai fait une maîtrise en finances à l'Université de

Sherbrooke et, plus tard, j'ai obtenu le titre de Comptable professionnelle agréée. J'ai toujours été attirée par la finance et j'ai travaillé chez les Aliments Maple Leaf, à Toronto, avant de me joindre à Couche-Tard.

Q : Professeur Karl Moore

Comment avez-vous fait vos premiers pas chez Couche-Tard?

R : Karinne Bouchard

J'ai commencé à travailler chez Couche-Tard comme directrice de magasin dans l'un de nos dépanneurs. Après la naissance du premier de mes trois enfants, j'ai décidé de travailler en comptabilité et en finances, parce que j'adore travailler avec les chiffres, et c'est ce que je voulais faire, être dans le domaine de la finance. Mais, à ce moment-là, Couche-Tard était une entreprise beaucoup plus petite qu'elle ne l'est aujourd'hui.

J'ai quitté Couche-Tard et j'ai travaillé en finance pour le groupe Bombardier Aéronautique et le programme Challenger de Bombardier pendant quatre ans, jusqu'à ce que je donne naissance à mon deuxième enfant.



Alain Bouchard (au milieu) avec ses quatre enfants, de gauche à droite, Rose, Camille, Jonathan et Karinne

Q : Professeur Karl Moore

Qu'est-ce qui a fait en sorte que vous êtes revenue chez Couche-Tard?

R : Karinne Bouchard

Mon père ne m'a jamais poussée à travailler chez Couche-Tard. Je me souviens avoir rencontré le conseiller en orientation de mon école secondaire. Je lui ai dit que je ne pensais jamais faire carrière chez Couche-Tard. Je me suis rendu compte qu'il y a un moment dans la vie où l'on ne veut tout simplement pas faire la même chose que son père. Toutefois, un jour, en 2012, mon père m'a emmenée dîner pour me demander si je voulais me joindre à Couche-Tard en tant que trésorière de l'entreprise. Il pensait que j'étais la meilleure personne pour ce rôle. J'ai accepté, ce qui a marqué le début de neuf merveilleuses années de carrière au sein de l'entreprise.

Q : Professeur Karl Moore

Lorsque vous étiez jeune, votre père parlait-il d'affaires au souper?

R : Karinne Bouchard

Oui, tout le temps! Ma mère et lui discutaient toujours d'affaires. Quand j'étais petite, c'était amusant, j'allais avec mon père visiter des magasins et il m'achetait des bonbons. Son bureau se trouvait au deuxième étage d'un des premiers magasins. Plus tard, entre les âges de 12 et 16 ans, je me souviens d'être allée à Laval, où se trouve aujourd'hui le siège social. Mon père me montrait une carte avec des petits points rouges et bleus, qui représentaient ses magasins et ceux qu'il envisageait d'acquérir, principalement des établissements Provi-soir. Je me souviens qu'il m'a dit : « Un jour, ma Karinne, on va avoir tous ces points rouges. » C'était le début. Je me souviens que j'étais dans le salon de notre maison lorsque mon père et les trois autres fondateurs faisaient affaire au téléphone avec des institutions bancaires pour leur première acquisition importante.

Q : Professeur Karl Moore

Vous rappelez-vous quand ils ont ouvert le premier magasin?



Dépanneur Provi-soir au Québec dans les années 80

R : Karinne Bouchard

Eh bien, je suis née cette année-là, en 1979!

Q : Professeur Karl Moore

Votre père avait-il cette vision d'une grande entreprise?

R : Karinne Bouchard

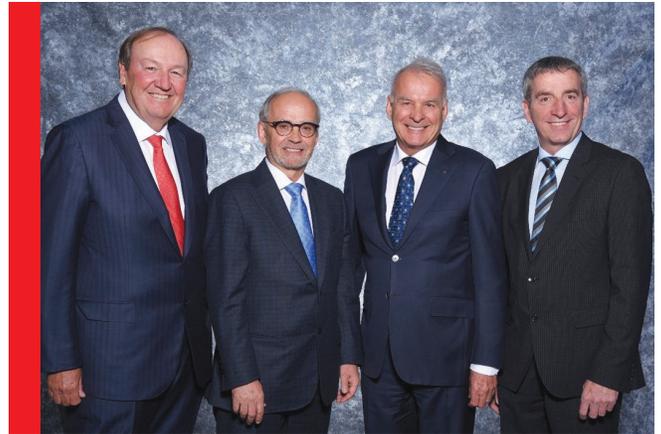
Ils ont commencé avec un magasin en 1979, l'année de ma naissance, et maintenant Couche-Tard compte plus de 14 000 magasins dans le monde. Il était toujours très confiant, et il n'a jamais oublié que son propre père avait fait faillite, ce qui a été un grand choc pour lui. Après avoir perdu leur argent, sa famille a dû habiter à huit dans une maison mobile. Il ne cessait de dire que Couche-Tard chercherait toujours à prendre de l'expansion, en un sens, pour ne pas être vulnérable et pour ne jamais être confrontée à la faillite en raison de sa taille. Il voulait s'étendre partout au Québec, puis au Canada, ensuite en Amérique du Nord et, aujourd'hui, dans le monde.

Q : Professeur Karl Moore

Avez-vous des frères et sœurs? Jouent-ils un rôle dans l'entreprise?

R : Karinne Bouchard

Oui, nous sommes quatre. Deux de ma mère et deux de ma belle-mère. J'étais, jusqu'en septembre 2021, la seule enfant de ma famille à travailler chez Couche-Tard. Au-delà de notre famille, parmi les autres enfants des fondateurs de Couche-Tard, Éric Fortin, le fils de Richard Fortin, un des quatre fondateurs, s'est également joint au conseil d'administration récemment.



Les quatre cofondateurs d'Alimentation Couche-Tard
De gauche à droite : Richard Fortin, Réal Plourde,
Alain Bouchard, Jacques D'Amours

Q : Professeur Karl Moore

Lorsque vous vous êtes jointe au Conseil, vous avez quitté votre poste à temps plein de chef global de la trésorerie. De quelle manière ce changement s'est-il déroulé?

« Il ne cessait de dire que Couche-Tard chercherait toujours à prendre de l'expansion, en un sens, pour ne pas être vulnérable et pour ne jamais être confrontée à la faillite en raison de sa taille. Il voulait s'étendre partout au Québec, puis au Canada, ensuite en Amérique du Nord et, aujourd'hui, dans le monde. »

R : Karinne Bouchard

Avant la pandémie de COVID-19, au début de 2020, je travaillais entre 60 et 80 heures par semaine. Il m'arrivait régulièrement de travailler passé minuit et je voyageais à l'étranger une semaine sur trois. J'avais un jeune enfant, qui a quatre ans aujourd'hui, et je me suis rendu compte que ce n'était pas ce que je voulais. J'ai vraiment changé mes priorités. J'ai dû choisir entre ma fonction au sein de l'entreprise et ma participation aux différents conseils. J'ai décidé de quitter mon rôle opérationnel chez Couche-Tard. Je suis maintenant administratrice de Couche-Tard et je siège à cinq autres conseils, dont celui de Stingray Group, ce qui représente des défis passionnants. Je travaille aussi avec mon père à la gestion des placements familiaux.

Q : Professeur Karl Moore

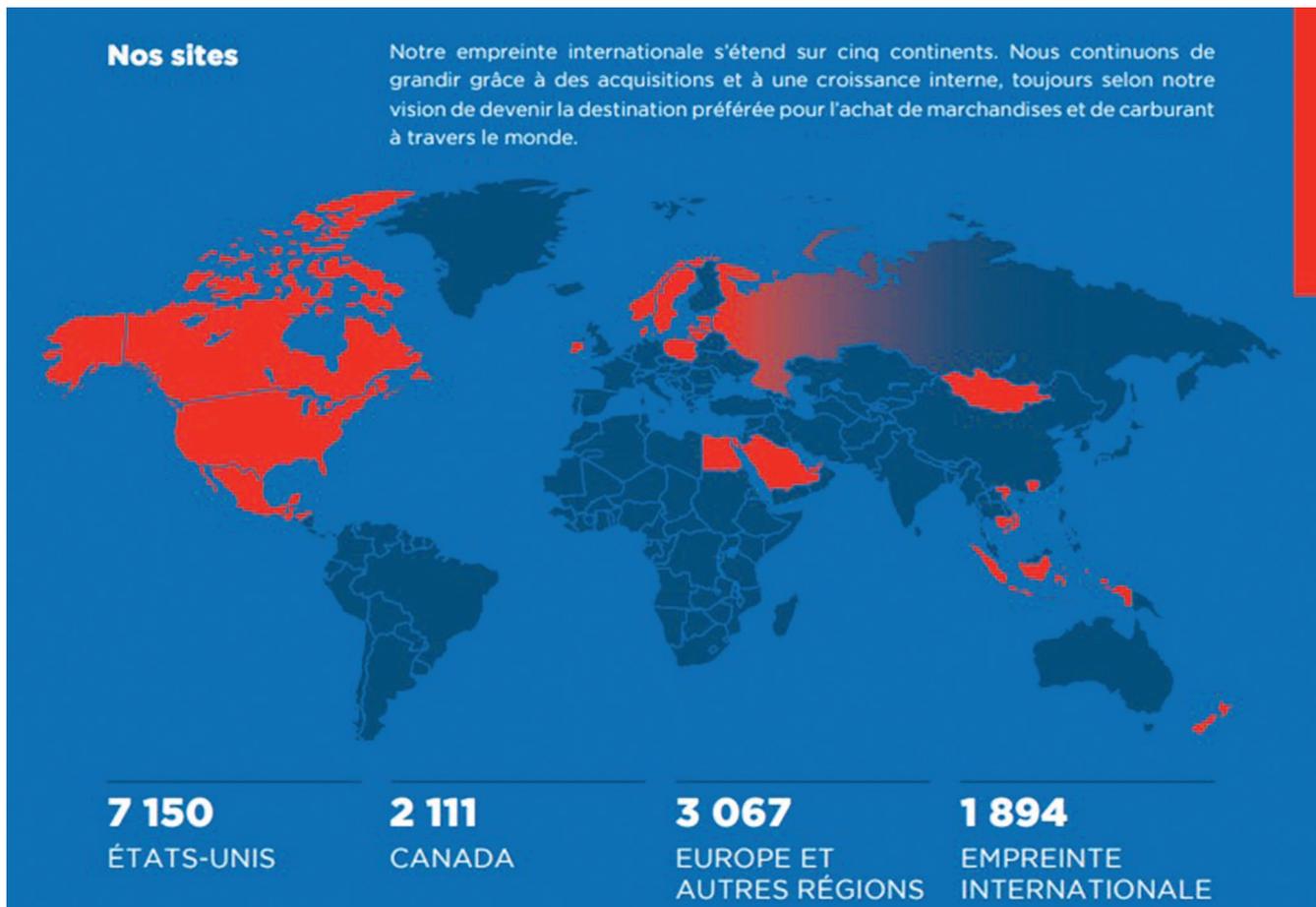
Dans les mois qui ont précédé votre transition à votre nouveau poste, l'équipe de direction et vous-même avez dû être occupés non seulement à vous adapter au contexte de la pandémie de COVID-19, mais aussi à préparer ce qui serait devenu l'acquisition la plus importante de Couche-Tard à ce jour. Couche-Tard a annoncé en janvier 2021 qu'elle avait soumis une lettre d'offre indicative visant l'acquisition à l'amiable de l'entreprise Carrefour SA pour 20 milliards de

Q : Professeur Karl Moore

Comment qualifieriez-vous votre expérience avec les entreprises familiales européennes?

R : Karinne Bouchard

L'Europe a une histoire beaucoup plus riche d'entreprises familiales de longue date. Je me souviens d'avoir assisté à une conférence de gestion de patrimoine organisée en France par Deloitte avant la pandémie, et le sujet de la discussion était la succession. Il y avait un certain



L'empreinte internationale de Couche-Tard. (Source : Rapport annuel 2021 de Couche-Tard)

dollars américains, qui a finalement été annulée en raison de l'opposition de l'État français. Croyez-vous qu'il ait été bénéfique d'être perçu comme une entreprise familiale par les autres grandes familles qui avaient une participation significative dans Carrefour SA?

R : Karinne Bouchard

Je crois que c'était absolument un avantage dans cette situation, oui.

nombre d'entreprises familiales plus anciennes, avec même quelques « G9 » (propriétaires d'entreprise de neuvième génération) dans un panel et j'étais là pour représenter une entreprise assez jeune, étant membre de la deuxième génération de propriétaires. La plupart des familles que j'ai rencontrées au cours de l'évènement étaient impressionnées par le fait que nous avons bâti une entreprise de plusieurs milliards de dollars en une seule génération.



(Photo d'Alimentation Couche-Tard)

Q : Professeur Karl Moore

Est-ce que Couche-Tard a été active dernièrement en ce qui a trait aux acquisitions?

R : Karinne Bouchard

Oui, nous avons toujours été très actifs sur le plan des acquisitions. Nous avons réalisé plus de 60 acquisitions depuis 2004. Autrefois notre croissance provenait surtout des acquisitions, mais nous mettons maintenant davantage l'accent sur la croissance organique, qui devrait représenter au moins la moitié de notre croissance dans les années à venir. Notre dernière acquisition a été Circle K Hong Kong en janvier 2021.

Q : Professeur Karl Moore

Parlant de Hong Kong, Couche-Tard a récemment conclu une acquisition là-bas. Pouvez-vous résumer l'expérience de Couche-Tard en Asie-Pacifique? Quelle est l'empreinte actuelle de l'entreprise dans cette région?

R : Karinne Bouchard

Dans les pays d'Asie, tout est une question de densité, de commodité, d'accès à pied et de circulation pédestre. Ces éléments font partie de notre stratégie pour accéder aux marchés à forte croissance où l'on ne vend pas de carburant. Nous avons commencé par cette acquisition, mais nous évaluons la possibilité d'accéder à davantage de marchés asiatiques où le potentiel de croissance est élevé. À Hong Kong, où nous détenons environ 340 magasins corporatifs et 33 magasins franchisés à Macao, notre entreprise Circle K HK se classe deuxième par la part de marché qu'elle occupe dans l'une des régions

d'Asie les plus densément peuplées et les plus développées économiquement¹⁴. L'Australie était également dans notre ligne de mire pour notre expansion en Asie-Pacifique. Cependant, nous avons dû retirer notre offre de 5,6 milliards de dollars américains pour Caltex Australia au début de 2020, en raison du début de la pandémie.

« Dans les pays d'Asie, tout est une question de densité, de commodité, d'accès à pied et de circulation pédestre. Ces éléments font partie de notre stratégie pour accéder aux marchés à forte croissance où l'on ne vend pas de carburant. »

Q : Professeur Karl Moore

Quelle a été l'incidence de la pandémie de COVID-19 sur Couche-Tard?

R : Karinne Bouchard

Je me souviens qu'au début, nous établissions des plans de 30 jours, 60 jours, 90 jours et 180 jours pour les liquidités de l'entreprise. La pandémie dure maintenant depuis deux ans, et, heureusement, nous n'avons pas eu à mettre en œuvre notre scénario le plus défavorable. Je dirais que nous avons été en mesure de réagir rapidement sur le plan opérationnel en Amérique du Nord en mettant en œuvre les pratiques exemplaires de nos magasins européens, qui ont été touchés tôt au début de la pandémie. En raison de la nature de nos activités, nous avons été considérés comme des services essentiels dans tous les pays où nous exerçons nos activités, ce qui nous a permis de garder nos magasins

¹⁴ NDLR : Les Canadiens ne le savent peut-être pas, mais, sous la bannière de Circle K, l'empreinte de Couche-Tard en Asie augmente rapidement. Grâce à un réseau de magasins franchisés, elle compte plus de 450 emplacements en Indonésie, près de 400 magasins Circle K au Vietnam, 40 au Cambodge et 3 en Nouvelle-Zélande.



Laboratoire de vente au détail de Couche-Tard situé à l'École Bensadoun de commerce au détail de l'Université McGill. Il s'agit de l'un des premiers magasins « sans friction » au Canada (photo d'Alimentation Couche-Tard)

ouverts. Nous avons connu une année record l'an dernier. Quoiqu'il en soit, du point de vue commercial, je dirais que les problèmes liés à la chaîne d'approvisionnement constituent la principale difficulté actuellement. Et c'est un gros problème, qui touche non seulement les petites entreprises, mais aussi des géants industriels comme Frito-Lay et Pepsi. La pénurie de main-d'œuvre est aussi un facteur de risque.

Q : Professeur Karl Moore

Dans les moments difficiles, il faut sortir des sentiers battus. Quelles innovations sont apportées au marché par Couche-Tard?

R : Karinne Bouchard

Nous nous concentrons sur les tendances à long terme de notre marché. Premièrement, les clients veulent plus de commodité. Ils veulent faire livrer les marchandises à leur porte, payer plus rapidement et passer le moins de temps possible dans nos dépanneurs. Nous mettons actuellement à l'essai des magasins « sans friction », où les clients peuvent simplement ramasser leurs marchandises et quitter le magasin sans passer à la caisse. Une autre tendance est de répondre aux besoins du marché des véhicules électriques. Nous voulons offrir des bornes de recharge et attirer cette clientèle dans nos magasins. Nous

mettons ce modèle à l'essai en Norvège, le chef de file mondial de l'adoption des véhicules électriques, que nous considérons comme notre laboratoire mondial pour les véhicules électriques. Nous nous attendons à ce que les véhicules électriques et les véhicules alimentés au gaz atteignent la parité de coût vers 2025. Notre intention sera de consolider le marché et d'améliorer les marges.

« Le plus grand avantage d'être une entreprise familiale est la culture d'entreprise inculquée par ses fondateurs. Je me souviens que lorsque j'étais chef global de la trésorerie, chaque sou était important. C'est notre argent, c'est notre travail acharné que nous avons poursuivi toute notre vie. »

Q : Professeur Karl Moore

Selon vous, quels sont les avantages d'être une entreprise familiale?

R : Karinne Bouchard

Le plus grand avantage d'être une entreprise familiale est la culture d'entreprise inculquée par ses fondateurs. Je me souviens que lorsque j'étais chef global de la trésorerie, chaque sou était

important. C'est notre argent, c'est notre travail acharné que nous avons poursuivi toute notre vie. Les quatre fondateurs sont toujours les actionnaires les plus importants et Couche-Tard est le résultat de leur culture prônant le travail acharné. C'est le fondement de notre réussite à long terme.

Q : Professeur Karl Moore

Grâce aux actions à droit de vote multiple, les quatre fondateurs, dont votre père, Alain Bouchard, détenaient 68% des droits de vote. Les actions à droit de vote multiples sont arrivées à échéance (en décembre 2021) et sont en processus de regroupement en actions à droit de vote subalterne à une seule catégorie. Les fondateurs renonceront essentiellement au contrôle de la société. Cette situation change-t-elle la donne?

R : Karinne Bouchard

Auparavant, c'était une préoccupation pour nous. Cela fait maintenant tellement longtemps que nous parlons de cette situation que nous l'avons mise derrière nous. Aujourd'hui, les 4 fondateurs détiennent 23% des parts, ce qui est considérable compte tenu de la taille de l'entreprise. Nous considérons que notre propriété combinée est un peu comme une famille élargie. Nous avons aussi d'importants actionnaires qui sont près de nous.

Q : Professeur Karl Moore

Que se passera-t-il lorsque les quatre fondateurs prendront leur retraite?

R : Karinne Bouchard

L'entreprise Couche-Tard a été construite autour de la culture des quatre fondateurs, et je ne pense pas que cette culture va changer. C'est pour cette raison que je suis ici et que je me suis jointe au conseil d'administration aux côtés d'Éric Fortin. En plus de Jacques D'Amours et de Réal Plourde, nous sommes deux de la famille Bouchard et deux de la famille Fortin qui font partie du conseil d'administration. Nous voulons garder la même culture, même si Couche-Tard est maintenant une multinationale hautement décentralisée.



Fondée en 1980, Alimentation Couche-Tard exploite un réseau de plus de 14 200 magasins (connus comme « dépanneurs » au Québec) dans 26 pays et territoires. Avec des revenus de 45,7 milliards de dollars américains en 2021, elle se classe au premier rang des entreprises non financières les plus importantes au Canada sur le plan des revenus. Les quatre cofondateurs, Alain Bouchard, Jacques D'Amours, Richard Fortin et Réal Plourde, détenaient plus d'environ 68% des droits de vote de la société par le biais d'actions à droit de vote multiple, mais cet arrangement a pris fin dans les derniers mois de 2021. Par conséquent, les quatre fondateurs détiennent désormais au plus 23% des droits de vote. Alain Bouchard, fondateur et président-directeur général, a ouvert son dépanneur au Québec en 1980 et a fondé les entreprises qui sont devenues Alimentation Couche-Tard. L'entreprise exploite la plupart de ses magasins à l'échelle mondiale sous la bannière Circle K. Couche-Tard est entrée sur le marché américain en 2001. Elle a fait l'acquisition de la Circle K Corporation en 2003 et a lancé son expansion en Europe en 2012 en faisant l'acquisition de Statoil Fuel & Retail. À la fin de 2020, Couche-Tard a franchi une étape importante de sa stratégie de croissance en faisant l'acquisition de 341 magasins corporatifs Circle K à Hong Kong et de 32 magasins franchisés à Macao.



Usine de Saltaguse, Saltaguse, Estonie (Source : Lallemand)



Production de bactéries à l'usine de Mirabel, Québec, Canada (Source : Lallemand)

Entrevue avec Jean, Antoine et Frédéric Chagnon

Jean Chagnon – Membre du conseil d'administration,
Vice-président senior et
conseiller spécial – Lallemand

Antoine Chagnon – Président-directeur général –
Lallemand

Frédéric Chagnon – Président-directeur général –
Lallemand Division Santé
des plantes

Lallemand

Q : Professeur Karl Moore

Jean, Antoine, et Frédéric, nous aimerions entendre le point de vue d'un père et de ses fils, respectivement les deuxième et troisième générations de l'une des plus grandes entreprises familiales canadiennes. Pouvez-vous décrire votre entreprise et sa perspective mondiale?



Les unités d'affaires de Lallemand (Source : Lallemand)

R : Antoine Chagnon

Lallemand est présente dans plus de 45 pays sur 5 continents. Nous employons plus de 4 500 personnes à travers notre réseau mondial d'usines de production de levures, de bactéries et de champignons, de laboratoires de recherche, de centres de distribution

et de bureaux commerciaux. La production est gérée à l'échelle mondiale pour chacune de nos 12 unités commerciales qui servent différents marchés finaux. Sur certains marchés, nous avons des marques régionales fortes que nous avons l'intention de préserver. La levure de boulangerie était le produit original, mais l'entreprise a depuis évolué vers une variété de micro-organismes basés sur notre savoir-faire en matière de fermentation.

Q : Professeur Karl Moore

Quel est le niveau de contrôle que votre famille exerce sur l'entreprise?

R : Jean Chagnon

Notre famille contrôle 97 % des actions. Les 3 % restants sont répartis entre les cadres. Nous sommes une entreprise privée.

Q : Professeur Karl Moore

Pouvez-vous nous parler de vos débuts dans l'entreprise? Commençons chronologiquement avec Jean, puis avec Antoine, suivi de Frédéric.

R : Jean Chagnon

J'ai rejoint l'entreprise en 1975. J'avais 26 ans. Après avoir terminé mes études à HEC Montréal, j'ai travaillé pour le gouvernement canadien en tant qu'analyste des systèmes opérationnels à Edmonton et à Ottawa. J'ai poursuivi mes études supérieures à Oxford, avec la promesse que je reviendrais travailler pour le gouvernement. Après avoir obtenu mon diplôme, le gouvernement m'a demandé de rejoindre le ministère de l'industrie et du commerce. Après quelques années, on m'a offert un poste à Washington DC pour assister le directeur canadien de la

Banque interaméricaine de développement.

À ce moment-là, mon père, qui venait d'avoir 65 ans, m'a dit qu'il serait obligé de vendre l'entreprise si je n'étais pas intéressé à me joindre à l'entreprise familiale. Pour mettre en contexte, dans les années 1900, il n'y avait pas beaucoup de Canadiens

français dans le monde des affaires, car ceux qui n'étaient pas agriculteurs étaient censés rejoindre le clergé, une profession comme la médecine ou le droit, ou devenir fonctionnaires. HEC Montréal, l'école de commerce que mon père, mon oncle, mon cousin et moi-même avions fréquentée, avait été créée en 1907 dans le but de commencer à changer cette situation, de sorte que les postes de direction d'entreprises ne soient plus comblés à l'exclusivité par des Canadiens anglophones. Je me souviens que mon père se demandait pourquoi je semblais préférer faire carrière dans la fonction publique plutôt que de rejoindre l'entreprise familiale. J'ai alors réalisé que mon parcours professionnel correspondrait au vieux cliché de l'entrepreneur canadien-français qui doit vendre son entreprise parce que ses fils ont préféré d'autres professions plutôt que de prendre le risque de la succession de l'entreprise familiale. À l'époque, je craignais l'échec, j'avais peur de travailler pour mon père parce que nous nous étions toujours disputés. Quand il disait blanc, je disais noir. Mon père a compris mon ambivalence et m'a fait une proposition. Premièrement, il m'a dit que, si je me joignais à l'entreprise, il allait promouvoir le jeune directeur d'usine, Bob Briscoe, au poste de président et qu'il serait mon patron. Mon père ne resterait qu'à titre de président du conseil d'administration. Deuxièmement, il ne voulait pas que je déménage près de lui, mais il m'a demandé de m'installer à Toronto où se trouvaient la plupart de nos clients.

J'ai finalement accepté sa proposition, mais comme j'avais une aversion pour le risque, je n'ai pas quitté mon emploi. J'ai pris un congé de deux ans qui m'offrait un filet de sécurité : si jamais ça ne marchait pas chez Lallemand, je pourrais rejoindre de nouveau les rangs de la fonction publique. C'est dans ce contexte que j'ai commencé chez Lallemand, au bureau des commandes, comme manutentionnaire et comme représentant commercial à temps partiel. J'étais basé à Toronto, et à l'époque, l'entreprise comptait environ 50 employés, dont seulement 5 à Toronto et les autres à Montréal.

Q : Professeur Karl Moore

Qu'est-ce qui a poussé votre père, Roland Chagnon, à acquérir Lallemand?

R : Jean Chagnon

Mon père connaissait l'un des premiers financiers canadiens-français dans les années 1950,

Jean-Louis Lévesque, qui gérait l'argent des religieuses. Il faisait des prêts aux entreprises en utilisant les économies des congrégations religieuses. M. Lévesque était un créancier de Lallemand qui avait connu des difficultés après la guerre. Il a saisi l'entreprise en 1947 en tant que créancier. Il cherchait un acheteur qui serait intéressé à la restructurer et mon père, qui avait alors 42 ans, avait été vérificateur puis directeur général d'un grand magasin financé par le même M. Lévesque. Il était sans emploi et songeait à acheter sa propre entreprise plutôt que de trouver un nouvel emploi. M. Lévesque a contacté mon père qui, selon lui, bien qu'il ne connaissait rien à la levure, avait les compétences de gestion nécessaires pour redresser l'entreprise en difficulté et rembourser intégralement les créanciers. C'est ainsi qu'en 1952, avec le soutien financier de son frère Marcel, il a acquis l'entreprise fortement endettée. Il lui aura ensuite fallu 20 ans pour rembourser ce prêt!

L'une des raisons pour lesquelles il a acquis l'entreprise est qu'il était convaincu qu'il s'agissait d'un secteur d'activité relativement à l'abri des récessions, contrairement à ce qu'il avait connu lorsqu'il a gradué d'HEC en 1930, soit la Grande dépression. Il voyait la demande pour le pain et les produits de boulangerie comme relativement stable à travers les cycles, et il pensait que les flux de trésorerie pourraient être solides si la société était bien gérée.



Roland et Jean Chagnon soulignant le 10^e anniversaire de l'acquisition de Lallemand (Source : Lallemand)

Cependant, au début des années 1970, de nouveaux concurrents sont entrés sur le marché canadien de la levure avec des solutions créatives. Une souche plus rapide emballée dans un sac de 50 livres (plutôt qu'en blocs de 1 livre) provenant d'Anheuser-Busch aux États-Unis a pu être importée en contournant un tarif d'importation de 18,5% et une nouvelle levure sèche « instantanée » offerte par un concurrent hollandais est également apparue sur le marché. L'abondance soudaine de nouvelles formes de levure, qui ont également fait l'objet d'un « dumping » sur le marché canadien, a fait chuter les prix et les clauses de la dette de Lallemand ont été compromises, ce qui l'a forcé à vendre des parties rentables de son entreprise qui n'étaient pas des levures. Obligé de se concentrer uniquement sur la levure et de trouver des moyens de relever le défi des produits importés, il a envoyé le jeune directeur d'usine, Bob Briscoe, visiter des usines de levure dans le monde entier pour trouver des moyens de s'améliorer. Bob a rapporté de nombreuses nouvelles idées stratégiques et opérationnelles qu'il a rapidement mises en œuvre, ce qui a permis à notre produit d'être au même niveau, voire de dépasser les produits de ses pairs en termes de qualité. À la surprise générale, Lallemand est devenue plus rentable en concentrant son attention sur un seul produit.

Q : Professeur Karl Moore

Antoine, quand avez-vous rejoint l'entreprise et quelles ont été les principales étapes de votre carrière?

R : Antoine Chagnon

J'y suis arrivé en 2004. C'était après avoir travaillé en Allemagne. Enfant, j'étais passionné par le design et la mécanique des voitures, en particulier les voitures allemandes, ce qui m'a conduit à poursuivre des études de génie mécanique à l'Université McGill et, plus tard, à compléter une maîtrise en ingénierie à Cornell. J'ai suivi des cours d'allemand à l'école pour me préparer à l'emploi de mes rêves. Dans le cadre d'un programme de carrière universitaire, j'ai profité de l'occasion d'aller travailler pour Audi au siège social d'Ingolstadt. J'ai ensuite travaillé pour Siemens à Munich dans leur groupe de conseil en gestion interne. Cependant, je passais surtout mon temps à faire des présentations PowerPoint, et je ne saisisais pas vraiment l'impact de mon travail.

Bien que mes deux frères et moi-même ayons été exposés à l'entreprise familiale dès notre plus jeune âge, ayant voyagé avec notre père pendant l'année scolaire lors de ses nombreux voyages d'affaires à l'étranger, nous n'avons jamais ressenti de pression pour nous joindre à l'entreprise, même si, aujourd'hui, je suis le PDG de l'entreprise et mon frère Frédéric dirige notre unité de Santé des plantes, qui d'ailleurs connaît une croissance rapide mondialement. Je dirais que ce qui m'a vraiment poussé à rejoindre l'entreprise en Allemagne, c'est le décès de mon grand-père en 2003.



Échantillon de Produits offerts par Lallemand. Selon les aiguilles d'une montre à partir du coin en haut à gauche : biofongicide LALSTOP® K61, de Lallemand Division Santé des plantes, levure boulangère sèche Instaferm®, par Lallemand Baking, Levure probiotique pour nutrition animale, par Lallemand Animal Nutrition and LaBrew Köln™ pour brasser la bière à la maison, par Lallemand Brewing (Source : Lallemand)

R : Jean Chagnon

Lorsque mon père est décédé, j'avais 54 ans et son décès m'a fait penser à ma succession éventuelle à Lallemand. J'ai alors demandé si l'un d'entre eux était intéressé à nous joindre et faire un essai pendant un an ou deux pour voir si cela lui plaisait. Antoine nous a rejoint à ce moment-là.

R : Antoine Chagnon

Ma période d'essai de deux ans a duré bien plus longtemps! Je me souviens qu'à mon arrivée officielle dans l'entreprise en 2004, ma première tâche a été de gérer et d'intégrer l'acquisition d'une entreprise de levure basée à Passau, en Allemagne, appelée F.X. Wieninger GmbH & Co. L'industrie européenne de la levure était complètement fragmentée, en particulier en Allemagne. Jusqu'alors, il avait fallu 10 ans à mon père et à quelques collègues pour convaincre M. Kampmann de nous vendre son entreprise, ce qu'il a finalement fait. Je me souviens avoir travaillé avec le propriétaire, âgé de 79 ans, dans un environnement commercial européen à l'ancienne, pour moderniser la production de l'usine selon nos normes et assurer une intégration en douceur avec Lallemand.

R : Jean Chagnon

L'industrie de la levure était encore plus fragmentée en Europe que dans le reste du monde. Depuis les années 1980, nous avons joué le rôle d'un des consolidateurs du secteur et avons fait des centaines d'acquisitions non seulement en Europe et en Amérique du Nord, mais aussi en Afrique du Sud et plus récemment en Amérique du Sud, consolidant notamment des usines de levure et des usines de bactéries. L'expansion internationale et la diversification des unités commerciales que j'ai commencées se sont poursuivies avec Antoine et Frédéric.

Q : Professeur Karl Moore

Frédéric, quand et dans quel contexte avez-vous rejoint l'entreprise?

R : Frédéric Chagnon

Officiellement en 2013. Mais avant cela, j'avais travaillé chez Lallemand tous les étés depuis l'âge de 15 ans, en effectuant une multitude de travaux différents. J'ai travaillé dans l'entrepôt à nettoyer et balayer les sols, à aider à charger les camions, sur la ligne d'emballage à l'usine et à faire quelques autres travaux ici et là. J'ai ensuite travaillé pour des concurrents de Lallemand dans diverses régions du monde, notamment en Allemagne, en Autriche et en Afrique du Sud, jusqu'à ce que je commence mon doctorat. Après avoir terminé mes études de premier cycle à l'Université McGill, dans ce qu'on appelait à

l'époque biosystèmes et génie agricole, j'ai poursuivi des études supérieures et j'ai été accepté dans un programme de doctorat à l'Imperial College de Londres, au Royaume-Uni. Cependant, mon superviseur m'avait informé par la suite que le financement de mes recherches n'avait pas abouti, et j'ai donc décidé d'entreprendre mon doctorat au MIT à la place. Comme le doctorat était un travail à temps plein, je n'ai pas continué à travailler pour Lallemand pendant les étés. Après mon doctorat, j'ai poursuivi mes études postdoctorales et je suis devenu chercheur scientifique. En 2006, on m'a demandé d'appliquer pour un poste de professeur. C'est à ce moment que j'ai commencé à mettre les choses en perspective et, après y avoir longuement réfléchi, j'ai décidé que je ne voulais pas travailler dans le milieu universitaire toute ma vie. Rejoindre l'entreprise familiale était quelque chose que j'avais toujours envisagé, mais je voulais vraiment avoir plus de contacts avec le monde dynamique des affaires. J'ai donc décidé de travailler dans le domaine du conseil à New York pendant quelques années avant de rejoindre Lallemand.

Lorsque j'ai pris mes fonctions chez Lallemand, j'ai été jumelé avec l'ancien PDG de l'entreprise sud-africaine que nous avons acquise et qui est resté dans l'entreprise après l'acquisition. Il a fini par prendre sa retraite et a participé au développement de nos unités commerciales en Asie. Cela m'a donné l'occasion de passer un certain temps à voyager à travers tous les pays d'Asie en essayant de comprendre le marché pour diverses unités commerciales là-bas. En 2014, la personne qui dirigeait notre unité de Santé des plantes, axée sur le développement et la commercialisation de produits pour l'agriculture végétale, m'a approché et m'a demandé si j'étais intéressé à rejoindre l'équipe en raison de mon expérience en génie agricole. J'étais fasciné par ce domaine à l'époque (et je le suis encore aujourd'hui), alors j'ai accepté et j'ai agi en quelque sorte comme bras droit du président pendant environ douze mois avant d'être nommé président de cette même unité d'affaires.

Q : Professeur Karl Moore

Avez-vous toujours eu l'intention de rejoindre l'entreprise familiale ou est-ce que c'était quelque chose qui vous est venu après votre doctorat et votre carrière de consultant?

R : Frédéric Chagnon

Si vous m'aviez posé la question lorsque j'effectuais des stages d'été, soit lorsque je passais beaucoup de temps avec mon grand-père, c'était vraiment quelque chose que j'envisageais. Je sentais que c'était autant un privilège d'avoir cette opportunité qu'un devoir. Pendant que je faisais mon doctorat, je ne pensais à rien d'autre, car c'était extrêmement rigoureux. Cependant, je pense qu'au fond de moi, la réponse à cette question a toujours été oui. J'ai toujours été fasciné par Lallemand. J'étais vraiment intéressé par l'entreprise et ses produits. C'est aussi quelque chose qui se reflète dans toute l'entreprise. Nous avons beaucoup de chance d'avoir des gens qui sont aussi passionnés par ce que nous faisons ici.



(De la gauche à la droite) Jean, Frédéric, Nicolas, Antoine et (assis) Roland Chagnon soulignant le 50^e anniversaire de l'acquisition de Lallemand par Roland et Marcel Chagnon (Source : Lallemand)

Q : Professeur Karl Moore

Quels sont, à votre avis, les facteurs de différenciation qui font de Lallemand une multinationale à succès?

R : Frédéric Chagnon

Si nous regardons ça d'un point de vue d'une entreprise familiale, nous avons une vision à long terme. Nous ne sommes vraiment pas là pour faire de l'argent rapidement et vendre. Il s'agit de construire quelque chose sur le long terme, sur

plusieurs générations. Et cela nous donne une stratégie différente et une approche différente du marché. Cela oriente également notre comportement sur le marché. Ceci est l'une des clés du succès de Lallemand. La discipline issue des origines de mon grand-père et des débuts de l'entreprise a été perpétuée par mon père. Nous regardons toujours le long terme, et jusqu'à aujourd'hui, nous continuons à être rigoureux dans nos analyses et essayons de rester disciplinés. Nous visons un rendement des capitaux propres de 25%, ce qui, de tous les indicateurs de performance clés, est un objectif puissant car il est universel et invariable à l'échelle. Dans l'ensemble, je pense vraiment que notre succès est le fruit de notre vision à long terme et de notre culture unique.

« Si nous regardons cela à travers la vision d'une entreprise familiale, nous avons une vision à long terme. Nous ne sommes vraiment pas là pour faire de l'argent rapidement et partir. Il s'agit vraiment de construire quelque chose sur le long terme, sur plusieurs générations. »

– Frédéric Chagnon

Q : Professeur Karl Moore

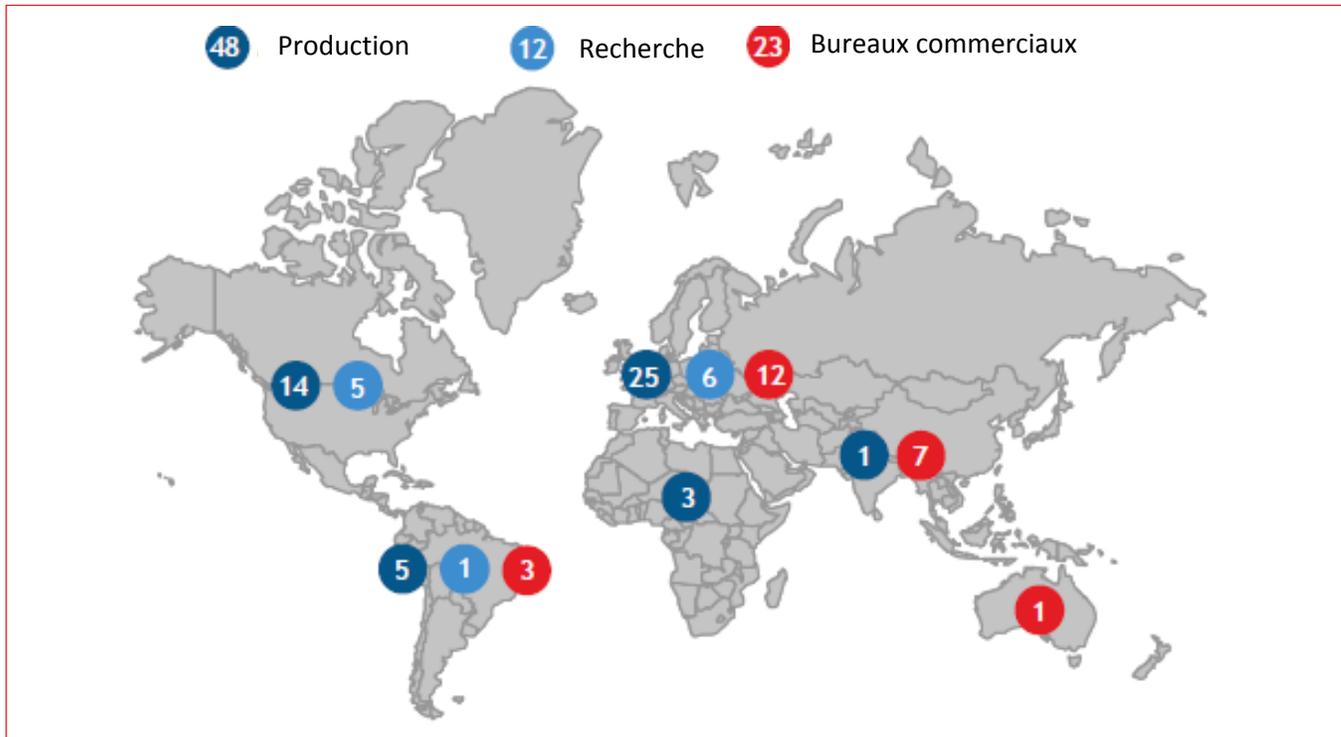
À quoi ressemble la culture d'entreprise de Lallemand?

R : Antoine Chagnon

Les personnes qui travaillent dans notre secteur sont passionnées par leur métier. Ils ont un véritable intérêt pour les levures, les bactéries, les champignons et l'utilisation de ces micro-organismes dans notre vie quotidienne. Rien ne décrit mieux notre culture que leur passion collective. Un autre aspect de notre culture qui se reflète dans la façon dont nous sommes organisés est que nous sommes assez décentralisés. Un grand nombre de nos cadres travaillent dans le monde entier et pas nécessairement à notre siège social. L'entrepreneuriat fait également partie de notre culture. Nos employés doivent avoir un sentiment de liberté pour expérimenter, tester et commettre des erreurs. Les grandes innovations naissent souvent de petites expériences.

R : Frédéric Chagnon

J'ajouterais que nous avons également une culture très ouverte que ce soit dans nos interactions avec



L'empreinte mondiale de Lallemand (Source : Lallemand)

les employés, les concurrents et nos partenaires actuels et potentiels. Nous sommes humbles et nous savons que nous n'avons pas le monopole des bonnes idées.



Antoine et Frédéric Chagnon soulignant le 20^e anniversaire de l'acquisition de l'usine Slutaguse (en Estonie) par Lallemand (Source : Lallemand)

Q : Professeur Karl Moore

Pour en revenir à l'expansion internationale de Lallemand évoquée plus tôt, est-ce que c'est un avantage d'être une entreprise familiale pour réaliser des acquisitions ici comme à l'étranger?

R : Antoine Chagnon

Lorsque l'on développe une entreprise familiale, je crois que tout repose sur la relation durable entre ses propriétaires. Notre connaissance unique du secteur, nos relations et notre persévérance dans la négociation avec les autres parties nous ont permis de consolider et d'internationaliser nos activités.

« Lorsque l'on développe une entreprise familiale, je crois que tout repose sur la relation durable entre ses propriétaires. Notre connaissance unique du secteur, nos relations et notre persévérance dans la négociation avec les autres parties nous ont permis de consolider et d'internationaliser nos activités. »

– Antoine Chagnon

Q : Professeur Karl Moore

Antoine, quand êtes-vous revenu d'Allemagne à Montréal?

R : Antoine Chagnon

En fait, après avoir travaillé quatre ans dans notre usine de levure à Passau, j'ai quitté l'Allemagne pour les États-Unis afin de faire mon MBA à la Columbia Business School. Je suis revenu à Montréal en 2009 juste après, pour diriger notre unité commerciale des Bio-ingrédients. Puis, en 2013, j'ai assumé le poste de président et chef de l'exploitation de notre Groupe de la Levure jusqu'en 2015, lorsque j'ai pris le relais de mon père en tant que président et chef de la direction de l'entreprise. Mon père est resté membre du conseil d'administration et Vice-président senior et conseiller spécial de l'entreprise.

Q : Professeur Karl Moore

Quelle est l'une des meilleures décisions d'entreprise que vous ayez prises?

R : Antoine Chagnon

C'est très certainement l'une de mes premières. Il était important d'arrêter de produire de l'alcool dans nos usines allemandes et de nous concentrer sur la production de levure. La raison pour laquelle il y avait tant d'entreprises fragmentées sur le marché allemand de la levure était qu'il existait un monopole d'État qui garantissait un prix artificiel pour l'alcool. Il était fondé sur un droit traditionnel très ancien de soutien aux producteurs pour vendre l'alcool selon une formule de coût majoré. Toutes ces entreprises répercutaient les coûts sur l'alcool grâce au soutien de l'État. Ce régime a pris fin, ce qui a rendu le commerce de l'alcool marginalement rentable et a conduit à une consolidation du secteur.

R : Jean Chagnon

L'éternel problème de toute entreprise est de savoir quels sont ses coûts d'opportunité. Il est difficile mais important de fermer une unité commerciale non prometteuse, même si elle est encore un centre de profit, car il est important de concentrer l'attention toujours trop rare de la direction sur les activités les plus prometteuses.

R : Antoine Chagnon

La décision de licencier les personnes impliquées dans la production d'alcool a été difficile à prendre, mais c'était aussi une leçon importante. C'était la première fois que je prenais une décision réelle qui aurait un impact direct sur des personnes que je connaissais, et qui aurait

finallement un impact positif sur nos résultats. Pris cumulativement, ces décisions conduisent à la viabilité de l'entreprise à long terme.

Q : Professeur Karl Moore

Lorsque vous concluez une acquisition, vous invitez les entreprises acquises dans la famille. S'agit-il d'un processus typique ou bien d'un mariage où vous courtisez d'abord la cible avec votre passion et votre culture d'entreprise?

R : Antoine Chagnon

Environ 95% de nos acquisitions proviennent de nos relations. Les acquisitions se font de manière organique. Nous n'essayons pas de pousser une transaction qui n'aurait pas de sens.

Q : Professeur Karl Moore

En termes de R&D, où puisez-vous votre inspiration pour l'innovation de produits?

« Plus on réussit et plus on devient grand, plus la tentation sera d'essayer de tout faire. La chose la plus difficile à faire est d'amener les gens à penser : "je ne ferai pas cela, du moins pas maintenant car nous devons d'abord nous concentrer sur nos projets existants." »
 – Jean Chagnon

R : Jean Chagnon

Outre nos recherches et la liberté laissée à nos employés pour expérimenter, nous obtenons nombre de nos idées en voyageant dans le monde et en visitant d'autres entreprises. Lorsque j'ai rejoint l'entreprise, j'ai commencé à visiter agressivement d'autres entreprises de levure dans le monde et je suis toujours revenu, comme Bob Briscoe l'avait fait, avec de petites idées qui ont fait une grande différence. Par exemple, en Argentine, nous avons découvert que la salinité de l'eau dans leur processus et la cellophane utilisée dans leur emballage augmentaient la stabilité du produit et permettaient ainsi des expéditions sur de longues distances. Ces deux idées ont été appliquées et nous ont permis de gagner des parts de marché non-négligeables. L'innovation consiste également à trouver des solutions aux problèmes que nous ou nos clients rencontrons. Mais comme nos ressources humaines

sont toujours trop limitées pour résoudre tous les problèmes que nous identifions, nous consacrons notre temps d'abord aux problèmes à résoudre. Premièrement, améliorer les problèmes de qualité, deuxièmement, améliorer la productivité ou les coûts, troisièmement, explorer les nouvelles applications possibles pour nos produits existants et quatrièmement, déterminer quels nouveaux produits pourraient remplacer nos produits existants dans des applications existantes. Plus on réussit et plus on devient grand, plus la tentation sera d'essayer de tout faire. La chose la plus difficile à faire est d'amener les gens à penser: « je ne ferai pas cela, du moins pas maintenant car nous devons d'abord nous concentrer sur nos projets existants ».

R : Antoine Chagnon

Une autre source d'innovation provient de nos échanges avec les experts de notre industrie. Nous participons à diverses conférences et salons professionnels dans le monde entier pour échanger sur l'innovation des produits et entrer en contact avec nos clients. Et oui, nous voyageons beaucoup pour superviser les opérations, développer les affaires et explorer les opportunités. Avant mars 2020, je passais 75% de mon temps à l'extérieur de Montréal.

R : Frédéric Chagnon

De mon côté aussi. Avant mars 2020, je voyageais probablement 300 jours par an. Nous voyageons pour renforcer les relations, tant en interne qu'en externe. Notre entreprise n'a pas de centre de masse, à proprement parler. Nous collaborons à partir de différentes régions du monde pour contribuer au succès de l'entreprise.

Q : Professeur Karl Moore

Quelles sont les principales tendances du marché des levures, bactéries et champignons?

R : Antoine Chagnon

L'un de nos segments à la croissance la plus rapide est ce que l'on pourrait appeler les segments de la santé et de la nutrition, qui comprennent la santé humaine, animale et végétale. Dans tous ces domaines, on assiste à un changement des solutions chimiques aux solutions biologiques basées sur les micro-organismes. Dans l'industrie des biocarburants, nous constatons également

une demande croissante de carburants issus de ressources renouvelables, comme le bioéthanol, qui fait appel à des levures génétiquement modifiées produisant plus d'énergie avec moins d'intrants. Dans la production de boissons alcoolisées, comme le vin, les clients sont également avides de solutions qui leur permettent, par exemple, de produire en toute sécurité avec moins de sulfites, ou des solutions pour contrer les effets du changement climatique. Aujourd'hui, le marché ne cherche pas à produire plus d'alcool, mais des boissons aminées plus savoureuses et plus « propres » (avec moins de résidus chimiques et moins d'amines biogènes). Ainsi, même si les sociétés occidentales vieillissent et que la demande d'alcool diminue, il y a toujours plus de demande pour des levures innovantes. Dans le domaine de la nutrition, il y a une demande croissante de protéines d'origine végétale, car beaucoup passent d'un régime à base d'animaux à un régime à base de plantes, où les molécules dérivées de la levure jouent un rôle actif dans la reproduction du goût et des nutriments.



Usine de Grenaa, Danemark (Source : Lallemand)

Q : Professeur Karl Moore

Plus précisément, dans quelles zones géographiques la division des soins aux plantes est-elle concentrée et quelles sont les perspectives de croissance?

R : Frédéric Chagnon

Comme nous opérons dans le domaine de l'agriculture végétale, nos produits complétant ou remplaçant les engrais chimiques, les insecticides, les fongicides, etc., nous évoluons dans un marché hautement réglementé. L'enregistrement d'un produit coûte des millions de dollars et prend plusieurs

années; cela a un impact sur la vitesse à laquelle nous pouvons apporter des innovations sur le marché. Notre approche consiste à concentrer nos efforts sur certains segments de marché clés dans les zones géographiques où nous sommes présents (Europe, Amérique du Nord et Amérique latine, répartis de manière égale). Nous continuons à construire les fondations, car l'entreprise n'a officiellement démarré qu'en 2006. Quand je suis arrivé, en 2014, nous étions une trentaine de personnes. Nous avons déjà connu une certaine croissance, puisque nous avons maintenant une équipe de 600 personnes. Toutefois, le potentiel de croissance est encore important, car le marché mondial des intrants agricoles autres que les semences est très vaste (environ 250 milliards de dollars à l'échelle mondiale), et le segment biologique de ce marché ne représente encore qu'une très petite fraction de ce marché, qui croît d'environ 15% par an.

Q : Professeur Karl Moore

Le conseil d'administration de Lallemand est constitué d'une majorité d'administrateurs indépendants, comme ceux des sociétés cotées en bourse. Comment en êtes-vous arrivé à cette structure de gouvernance des meilleures pratiques, même si Lallemand est une entreprise privée?

R : Jean Chagnon

Mon père a décidé d'auto-imposer certaines règles de gouvernance et les structures pour assurer une stabilité à long terme. Il a veillé à ce que l'entreprise compte sur des membres externes pour débattre de toute question et s'assurer que le pouvoir ne devienne pas trop concentré. Par exemple, les salaires et la rémunération des membres de la famille doivent être approuvés par un comité de rémunération dont la majorité est composée de membres non familiaux. Ainsi, les membres de la famille qui travaillent dans l'entreprise ne peuvent pas extraire des bénéfices par des primes supplémentaires plutôt que par des dividendes qui vont à tous les actionnaires familiaux, qu'ils travaillent ou non dans l'entreprise.

Q : Professeur Karl Moore

Pensez-vous que Lallemand devrait devenir public?

R : Jean Chagnon

Nous avons exploré l'idée de devenir public dans le passé pour soutenir des acquisitions à grande échelle, mais cela ne s'est pas produit. En 1986,

nous nous sommes préparés à devenir une société cotée en bourse afin de réunir les fonds nécessaires pour financer une acquisition à grande échelle. Un projet de prospectus avait même été préparé. Un concurrent clé, Fleischmann's Yeast, était à vendre en Amérique du Nord et nous étions prêts à faire une offre. Malheureusement pour nous, la société a été vendue avant que nous puissions soumettre notre offre. Par ailleurs, nous envisagions aussi une autre acquisition susceptible de nous transformer à un moment donné, et nous étions prêts à ouvrir notre actionnariat à un actionnaire extérieur (un fonds de capital-investissement, comme on l'appelle aujourd'hui). Mais là encore, cette acquisition potentielle ne s'est pas concrétisée. Dans les deux cas, nous aurions gardé le contrôle. En résumé, pourquoi une entreprise choisit-elle d'entrer en bourse? Soit parce qu'elle a besoin de capitaux et que c'est le seul moyen de lever prudemment des fonds supplémentaires en dehors de la dette, soit parce que certains actionnaires de l'entreprise veulent se retirer. Jusqu'à présent, ces deux situations ne se sont pas présentées.

« (...) Pourquoi une entreprise choisit-elle d'entrer en bourse? Soit parce qu'elle a besoin de capitaux et que c'est le seul moyen de lever prudemment des fonds supplémentaires en dehors de la dette, soit parce que certains actionnaires de l'entreprise veulent se retirer. Jusqu'à présent, ces deux situations ne se sont pas présentées. »
 – Jean Chagnon

Q : Professeur Karl Moore

Beaucoup de PDG à qui je parle disent qu'ils se sentent souvent seuls au sommet. Les gestionnaires veulent votre poste et le conseil d'administration peut vous licencier, si bien que vous ne pouvez pas vous ouvrir sur n'importe quel sujet lorsque vous avez quelque chose en tête. Antoine et Jean, en tant que PDG, qu'avez-vous respectivement tendance à consulter comme conseillers?

R : Antoine Chagnon

Plusieurs personnes. Bien sûr, mon père est mon conseiller naturel, c'est facile de lui parler franchement. Je pense que le conseil d'administration est également un atout fantastique pour moi en tant

que PDG. Nos administrateurs de société sont les gardiens de la connaissance à long terme de l'entreprise. Il s'agit d'hommes et de femmes d'affaires très expérimentés, issus du secteur ou de personnalités de premier plan dans les régions où nous opérons. Je peux leur soumettre des idées stratégiques. Ils aident également à résoudre les débats que nous pouvons avoir entre les principaux responsables et à désamorcer des situations difficiles. Ils me font parfois changer d'avis.

« Mon père est mon conseiller naturel, il est facile de lui parler franchement. Je pense que le conseil d'administration est également un atout fantastique pour moi en tant que PDG. »
– Antoine Chagnon

R : Jean Chagnon

De mon point de vue, mon plus grand soutien a été le conseil d'administration. Le président de l'entreprise était mon mentor. La plupart des membres du conseil sont restés après le départ de mon père et ils ont continué à me conseiller. J'ai appris à gagner leur confiance et ils m'ont fait confiance en retour. Qu'est-ce qu'une entreprise après tout? C'est une structure juridique fondée sur un solide réseau de confiance. Tout ce qui concerne une entreprise, est basé sur un réseau de confiance. Dans toute entreprise, vous passez votre vie à développer des relations. Les clients vous font confiance pour fournir des produits ou des services de qualité. Les employés vous font confiance pour conserver leur emploi, les fournisseurs pour des opportunités commerciales, les créanciers pour rembourser vos dettes à temps, le conseil d'administration pour gérer avec diligence et fournir les rendements promis aux actionnaires. Chaque jour, nous travaillons pour mériter leur confiance.

« Qu'est-ce qu'une entreprise après tout? C'est une structure juridique fondée sur un solide réseau de confiance. Tout ce qui concerne une entreprise, est basé sur un réseau de confiance. Dans toute entreprise, vous passez votre vie à développer des relations. Les clients vous font confiance pour fournir des produits ou des services de qualité. Les employés vous font confiance pour conserver leur emploi, les fournisseurs pour des opportunités commerciales, les créanciers pour rembourser vos dettes à temps, le conseil d'administration pour gérer avec diligence et fournir les rendements promis aux actionnaires. Chaque jour, nous travaillons pour mériter leur confiance. »
– Jean Chagnon



Lallemand a été fondée à Montréal, au Canada, à la fin du XIXe siècle par Fred A. Schurer (surnommé « L'Allemand »), un jeune immigrant d'Alsace, en France. Lallemand est une entreprise privée et l'un des chefs de file mondiaux dans le développement, la production et la mise en marché de levures, de bactéries et d'ingrédients dérivés. Elle offre des solutions microbiologiques pour des douzaines d'industries différentes, de la santé et la nutrition humaines et animales à la boulangerie, l'œnologie, le brassage, les ingrédients alimentaires, les probiotiques et les biocarburants.

L'entreprise a été acquise par M. Roland Chagnon en 1952. En 1981, il confie la direction de l'entreprise à son fils, Jean Chagnon, qui transportera l'entreprise à l'échelle internationale. L'entreprise est toujours détenue par la famille Chagnon et est actuellement dirigée par Antoine Chagnon et supportée par son frère Frédéric, représentant la troisième génération de propriétaires familiaux. M. Antoine Chagnon a accepté le poste de président et chef de la direction en 2015 en remplacement de son père, qui est demeuré dans l'entreprise à titre de premier vice-président et de conseiller spécial. Il est toujours membre du conseil d'administration de l'entreprise. M. Frédéric Chagnon a rejoint l'entreprise en 2015 pour diriger le développement mondial du segment de soins aux plantes.

Lallemand compte 4 300 employés dans plus de 45 pays et sur 5 continents.



Marina Bay, Singapour



Paris, France

3. Entreprises familiales: Une perspective globale



Conversation avec Arjun Khullar

Directeur général et responsable des stratégies intégrées
- GIC Private Limited
Singapour

La perspective de l'investisseur global

Q : Professeur Karl Moore

Comment décririez-vous la philosophie de placement de GIC ou sa raison d'être?

R : Arjun Khullar

Il est important de se rappeler l'histoire derrière GIC et la raison pour laquelle nous avons été créés. L'année dernière a marqué une étape importante. Nous avons célébré le 40^e anniversaire de GIC et nous nous sommes remémoré la philosophie principale de notre organisation, soit la préservation et la croissance du capital pour les gens de Singapour. Bien que cet énoncé de mission semble

très simple, c'est aussi un énoncé très ambitieux qui nous motive et guide ce que nous faisons au sein de GIC. Depuis la fondation de GIC, l'accent a toujours été mis sur comment devenir un investisseur à long terme. L'accent n'a pas été mis uniquement sur les 5, 10 ou 15 prochaines années, mais vraiment sur une perspective intergénérationnelle. Au cours des 40 dernières années, 2 générations ont grandi et sont passées. Au sein de GIC, nous nous voyons comme un fonds de prévoyance pour les temps difficiles qui sera investi à perpétuité. Je pense que cela a joué un rôle clé dans la façon dont GIC a été organisée, dans la gestion de notre rendement et dans la façon dont nous sommes évalués.

Q : Professeur Karl Moore

Pensez-vous que cela vous différencie grandement des autres fonds souverains?

R : Arjun Khullar

Je pense qu'il est difficile de faire des comparaisons, mais je peux souligner trois attributs.

La longévité : Nous avons été l'un des premiers fonds souverains non liés aux ressources naturelles à voir le

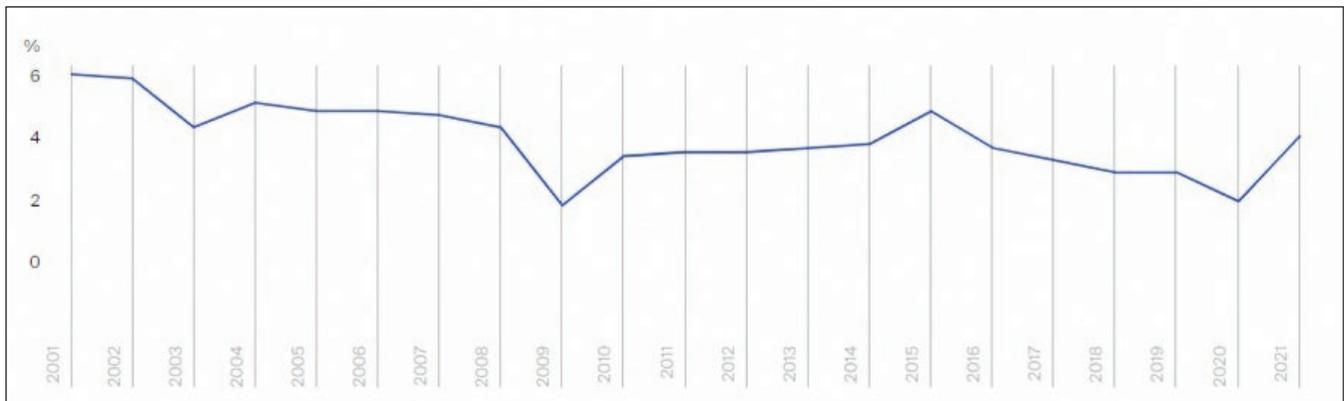
jour il y a 40 ans. Je crois qu'il faut beaucoup de temps pour acquérir de l'expérience en matière de placement et adopter une philosophie de placement. Nous existons depuis assez longtemps, et c'est certainement un avantage concurrentiel pour nous.

La flexibilité : Nous avons la possibilité et la capacité d'investir dans différentes catégories d'actifs et nous avons la souplesse nécessaire pour passer d'une catégorie à l'autre.

R : Arjun Khullar

Le Groupe a été créé il y a environ neuf ans, et notre philosophie à l'époque était d'essayer de créer de nouvelles possibilités de placement pour GIC, au-delà de ce que nous faisons déjà. Le Groupe, comme le reste de GIC, dispose d'une grande souplesse pour investir dans les marchés publics et privés, dans diverses catégories d'actif et dans diverses régions géographiques.

Rendements à long terme de GIC (taux de rendement réel mobile sur 20 ans depuis 2001)



Conformément au rapport annuel 2020-2021 de GIC. Exercice terminé le 31 mars 2021.

Une orientation à long terme : GIC vise fondamentalement le long terme. Lorsque nous sommes évalués par notre client, et dans nos rapports annuels, nous faisons référence à un rendement sur 20 ans. Je pense que lorsque vous faites souvent référence à ces rendements à long terme, à l'interne aussi, cela influe sur le comportement des gens de sorte que vous pensez vraiment à très long terme. Ainsi, lorsque nous examinons une entreprise familiale, nous pensons très souvent à ce dont elle aura l'air dans 15 ou 20 ans. Nous leur demandons de décrire leur philosophie d'entreprise, leur point de vue sur la participation de la famille, etc. Lorsque vous pensez 20 ans dans le futur, vous supposez que chaque investissement que vous ferez durera plutôt longtemps. Cela change votre façon de voir les choses.

Q : Professeur Karl Moore

Arjun, en tant que chef du groupe de stratégies intégrées (ISG) de GIC, quelles sont votre approche en matière d'investissement et votre opinion sur les entreprises familiales?

Premièrement, nous passons beaucoup de temps à collaborer avec des entreprises familiales et des entrepreneurs aux États-Unis, en Europe et au Canada. Je crois que les entreprises familiales des marchés développés ont été un peu laissées de côté, même si elles sont une grande source de valeur.

Deuxièmement, je pense que compte tenu de notre expérience en Asie, nous croyons que les entreprises familiales bien gérées cadrent tout à fait avec notre vision à long terme. Elles sont prêtes à faire d'importants investissements à long terme, et cela nous interpelle beaucoup. L'un de nos grands défis est que nous avons du capital à investir à très long terme, alors la question clé est la suivante : comment nous assurer de l'investir dans un bon actif? Ce que nous aimons, c'est que si nous investissons notre argent dans des entreprises familiales bien gérées qui ont une philosophie semblable à la nôtre, nous pouvons continuer à fournir du capital de croissance à ces entreprises, sans égard à la propriété publique ou privée. Si un membre de la famille souhaite se retirer, il ou elle aura peut-être besoin de

financement pour le faire, et nous pouvons lui venir en aide de ce côté aussi. Nous sommes aussi très discrets, et les familles en sont reconnaissantes. Puisque nous avons de la souplesse dans la façon dont nous investissons, nous pouvons le faire d'une manière qui fonctionne pour la famille, dans la mesure où le rendement est proportionnel au risque que nous prenons. Souvent, nous constatons que les familles veulent aussi un investisseur qui leur offre des contacts. Pour les familles d'Europe et d'Amérique du Nord qui veulent avoir accès à un réseau asiatique, nous sommes en mesure de le faire en raison de notre présence sur le terrain et de notre exposition à long terme dans la région. Je pense que cela contribue également à nos relations en Asie parce que nous assurons la pollinisation croisée de différentes entreprises de portefeuille partout dans le monde.

« Pour les familles d'Europe et d'Amérique du Nord qui veulent avoir accès à un réseau asiatique, nous sommes en mesure de le faire en raison de notre présence sur le terrain et de notre exposition à long terme dans la région. Je pense que cela contribue également à nos relations en Asie parce que nous assurons la pollinisation croisée de différentes entreprises de portefeuille de partout dans le monde. »

Q : Professeur Karl Moore:

Avez-vous tendance à siéger à des conseils d'administration et à y participer, ou préférez-vous plutôt vous tenir à l'écart? Quelle est votre approche en ce qui concerne les interactions avec les entreprises familiales?

R : Arjun Khullar

Notre philosophie générale est que nous sommes des investisseurs à long terme. Nous voulons être de bons investisseurs, mais nous ne sommes pas nécessairement de bons gestionnaires d'entreprises. Je pense que la première chose à faire lorsque nous investissons auprès d'une entreprise familiale, c'est de nous assurer que nous sommes à l'aise avec son intégrité et ses valeurs. C'est notre priorité.



Le Prof. Moore et Vincent Joli-Coeur discutent avec Arjun Khullar au siège social de GIC à Singapour.

La deuxième consiste à examiner la qualité de la gestion et les activités sous-jacentes. Une fois que nous nous sentons à l'aise avec cela, nous prenons habituellement une participation minoritaire et avons des sièges sur le conseil d'administration. Nous avons aussi généralement des clauses restrictives standard qui protègent les investisseurs minoritaires. Toutefois, notre philosophie principale est qu'il faut faire confiance à l'équipe avec laquelle nous faisons affaire. C'est pourquoi nous sommes un investisseur minoritaire. C'est aussi pourquoi, très souvent, lorsque nous discutons avec les familles, nous passons beaucoup de temps à apprendre à les connaître. Nous voulons qu'ils apprennent à nous connaître aussi, parce que nous allons entretenir une relation à long terme. Il est donc très important de bâtir la confiance et de réellement découvrir ce que ces personnes aiment, ce qui les motive, leur façon de penser et d'embaucher, ainsi que leurs philosophies et leurs valeurs. Beaucoup de ces renseignements peuvent être tirés des rapports annuels, mais il s'agit aussi de les rencontrer, de les connaître et de comprendre le genre de personnes qu'elles sont réellement.

« Je pense que la première chose à faire lorsque nous investissons auprès d'une entreprise familiale, c'est de nous assurer que nous sommes à l'aise avec son intégrité et ses valeurs. C'est notre priorité. »

Q : Professeur Karl Moore

Intéressant! Quelle est la perception de GIC par rapport aux entreprises familiales?

R : Arjun Khullar

En un sens, les entreprises familiales nous conviennent parfaitement, car beaucoup d'entrepreneurs ont tendance à se transformer en entreprises intergénérationnelles, et nous considérons GIC comme étant un fonds intergénérationnel. Du point de vue d'une entreprise familiale, il est souhaitable d'avoir un partenaire qui sera présent du début à la fin. Chez GIC, nous savons qu'en investissant dans des entreprises, il y aura des hauts et des bas. C'est quelque chose que nous comprenons et que nous sommes prêts à accepter. Nous portons une attention particulière à ce que la famille de l'entrepreneur ait la plus grande intégrité et traite ses partenaires de façon juste et équitable, et que lorsque les choses se corsent, nous pouvons travailler ensemble pour les améliorer. À mon avis, l'un des principaux avantages des entreprises familiales, c'est qu'elles sont prêtes à adopter cette vision à long terme.

Q : Professeur Karl Moore

Devriez-vous parler du rendement pour les parties prenantes plutôt que du rendement pour les actionnaires?

R : Arjun Khullar

Je pense qu'on ne peut pas avoir un bon rendement pour les actionnaires sans avoir un bon rendement pour les parties prenantes, car les deux sont liés. Dans notre cas, nous pensons toujours au rendement pour les parties prenantes parce que s'il est mauvais, il n'y aura pas de rendement durable pour les actionnaires, et un rendement durable à long terme est essentiel pour nous.

Q : Professeur Karl Moore

Quel est le rôle du conseil d'administration d'une entreprise dans le contexte d'une entreprise familiale? Devrait-il contribuer à la stratégie?

R : Arjun Khullar

Je pense que cela dépend vraiment de l'organisation. Je pense que dans le cas d'une entreprise familiale, il est probable que l'entrepreneur dirige la stratégie et mette en place la vision. Je pense que le conseil d'administration devrait être au courant de la stratégie de l'entrepreneur, suivre les progrès et

sans aucun doute, agir comme groupe de rétroaction. L'entrepreneur devrait également être disposé à recevoir les recommandations du conseil d'administration et à écouter les points de vue divergents. En ce qui concerne GIC, notre longue expérience de placement dans un vaste éventail de régions géographiques et d'industries nous donne d'excellentes connaissances institutionnelles que nous partageons également au profit de nos bénéficiaires. En fin de compte, leur réussite devient également la nôtre.

« En un sens, les entreprises familiales nous conviennent parfaitement, car beaucoup d'entrepreneurs ont tendance à se transformer en entreprises intergénérationnelles, et nous considérons GIC comme étant un fonds intergénérationnel. »



Fondée en 1981, en 1981, GIC est un fonds souverain de Singapour qui s'inscrit dans une stratégie des finances publiques de la cité-État. GIC fut le premier fonds souverain à ne pas être financé par des revenus de ressources naturelles, mais plutôt par les réserves d'un gouvernement. L'entreprise a également été établie sur la base que les réserves de Singapour devraient être gérées par une entité nationale locale plutôt que par des gestionnaires de fonds externes. Cette orientation à long terme fut mise en place dès le départ par son premier président, Lee Kuan Yew, qui était premier ministre à l'époque.

Aujourd'hui, GIC est l'un des plus importants fonds souverains au monde, comptant plus de 1 800 employés répartis dans 10 bureaux aux quatre coins du monde.



Conversation avec Charles Paris de Bollardière

Secrétaire du Conseil d'administration chez
TotalEnergies SE (2009-2021)

La perspective européenne

Q : Professeur Karl Moore

Cher Charles, compte tenu de votre longue expérience dans les conseils d'administration d'entreprises européennes, que ce soit au sein d'entreprises familiales comme Steria ou de sociétés françaises multinationales à actionnariat diffus comme TotalEnergies, quelles sont les principales différences entre ces différents types d'entreprises?

R : Charles Paris de Bollardière

Je crois que l'une des principales raisons du succès et de la longévité des entreprises familiales

est l'affectio societatis, un concept du Code civil français établi sous Napoléon en 1804 (article 1832). La notion d'affectio societatis est centrale au droit français. Selon ce concept, la pierre angulaire de toute entreprise réside dans la concertation de deux personnes ou plus partageant la même idée, la même vision, et qui s'engagent mutuellement à réaliser la raison d'être d'une telle association. La France compte de nombreuses entreprises où les propriétaires familiaux et les employés partagent la même vision et une orientation à long terme. Je dirais que le principal facteur distinctif est la nature personnelle et durable des relations au sein d'une entreprise familiale, entre les propriétaires, les employés et le réseau de parties prenantes. Généralement, on considère cette association entre les parties-prenantes comme clé pour assurer l'alignement naturel des objectifs à long terme, c'est une manifestation clé de l'affectio societatis. Ce concept peut également être considérablement renforcé lorsque les employés

| Entreprise | Capitalisation boursière | Structure de propriété |
|---|--------------------------|--------------------------------|
| LVMH | 328 G€ | Fort actionnariat familial |
| L'ORÉAL | 195 G€ | |
|  HERMÈS PARIS | 136 G€ | |
|  TotalEnergies | 120 G€ | Fort actionnariat des employés |

Capitalisation boursière au 31 mars 2022

possèdent une participation importante dans une entreprise, comme c'est le cas pour TotalEnergies, où les employés possèdent environ 6,8% de l'entreprise. Les employés peuvent ainsi développer une mentalité de propriétaire à long terme. Il est intéressant de noter que les quatre plus grandes entreprises de la bourse de Paris, Euronext, ont un fort actionnariat de la famille ou des employés.

Q : Professeur Karl Moore

Pouvez-vous donner des exemples d'*affectio societatis* dans les grandes entreprises familiales françaises?

R : Charles Paris de Bollardière

Oui, permettez-moi de commencer par Wendel. Il s'agit de l'une des plus vieilles entreprises françaises, comptant plus de 315 années d'histoire. Elle a été fondée dans la région de la Lorraine en 1704 et s'est concentrée sur la production d'acier. Après la nationalisation *de facto* des producteurs d'acier par le gouvernement français dans les années 1970, l'entreprise s'est tournée vers les investissements à long terme et est aujourd'hui l'une des principales sociétés de placement cotées en Europe. À ce jour, cette entreprise compte toujours sur la famille Wendel en tant qu'actionnaire principal. Aujourd'hui, 1 600 descendants de Jean-Martin Wendel détiennent conjointement 39% des actions de Wendel, aux côtés d'autres investisseurs, comme des investisseurs institutionnels et des employés. Depuis sa transformation en 1977, Wendel a investi

dans de nombreuses entreprises industrielles, comme le fournisseur de matériaux de construction Saint-Gobain, la société de services informatiques Capgemini, la société de biotechnologie BioMérieux, la firme d'essai, d'inspection et de vérification Bureau Veritas et le spécialiste des revêtements de sol Tarkett. Depuis plus de trois siècles, Wendel maintient avec succès le statut d'*affectio societatis*, liant ses 1 600 propriétaires familiaux à ses parties prenantes autour des mêmes objectifs et valeurs d'affaires.

Le concept d'*affectio societatis* se manifeste également dans le secteur de la vente au détail de produits de luxe en France, où les acteurs clés sont contrôlés par des familles françaises. C'est le cas, notamment, de chefs de file mondiaux comme Moët Hennessy Louis Vuitton (LVMH), L'Oréal, Kering et Hermès.

Le succès de LVMH a commencé lorsque Bernard Arnault a fait l'acquisition de Christian Dior en 1984. Dans les années 1990, il prend le contrôle de LVMH et continue d'investir des milliards d'euros pour acquérir plus de 70 marques de produits de luxe et les intégrer sous l'égide de LVMH. Aujourd'hui, LVMH est le conglomérat de biens de luxe dont la valeur est la plus élevée au monde, et les enfants de M. Arnault occupent divers postes de direction au sein du groupe. Par exemple, son fils Alexandre dirige Rimowa à titre de président de l'entreprise. Il a également été nommé vice-président exécutif, Produits et communication de l'entreprise Tiffany & Co,

acquise en 2021 pour 15,8 milliards de dollars américains. Rimowa et Tiffany & Co comptent parmi les marques les plus connues et les plus prospères de LVMH, et Alexandre y joue un rôle essentiel.



Quant à Kering, le groupe de produits de luxe français qui possède Gucci, Bottega Venetta, Balenciaga, Yves Saint-Laurent et bien d'autres marques, l'histoire de l'entreprise remonte à 1963, alors qu'elle était une entreprise de commerce de bois fondée par François Pinault. Elle est maintenant dirigée par son fils François-Henri Pinault, qui est le chef de la direction depuis 2005.

Un autre exemple est Hermès International S.A. Ses origines remontent à 1837, année de sa fondation par Thierry Hermès. Sous la direction de Jean-Louis Dumas, fils de Robert Dumas-Hermès, devenu président à la fin des années 1970, l'entreprise a pris son envol et est devenue une société publique en 1993. Aujourd'hui, l'entreprise est gérée par son neveu, Axel Dumas, qui représente la sixième génération de l'entreprise familiale. La famille Dumas-Hermès contrôle environ 78% d'Hermès. À mon avis, la relation étroite entre les propriétaires familiaux, les employés et les actionnaires favorise l'alignement naturel et de la vision à long terme que partagent les entreprises familiales.

« À mon avis, la relation étroite entre les propriétaires familiaux, les employés et les actionnaires favorise l'alignement naturel à long terme à la vision que partagent les entreprises familiales. »



Q : Professeur Karl Moore

Pouvez-vous donner des exemples de cette vision à long terme pour les entreprises privées familiales en Europe?

R : Charles Paris de Bollardière

Oui, j'ai été administrateur indépendant pendant 12 ans, puis président du comité d'audit de Steria, une entreprise privée française, chef de file du secteur des technologies de l'information, contrôlée par la famille Carteron. Elle a par la suite fusionné avec une autre société, Sopra, et est maintenant connue sous le nom de Sopra Steria, qui est cotée en bourse. La famille Pasquier est son nouvel actionnaire contrôlant. Aujourd'hui, Sopra Steria figure parmi les 5 principaux acteurs européens de la transformation numérique, et son chiffre d'affaires annuel de 2021 est de 5,2 milliards d'euros.

Q : Professeur Karl Moore

Y a-t-il des mesures incitatives particulières en France qui appuient la propriété familiale?

R : Charles Paris de Bollardière

Oui, tout d'abord, le gouvernement français a réduit le fardeau fiscal sur le contrôle à long terme, reconnaissant que le maintien du contrôle a toujours été difficile pour les familles, en particulier celles des secteurs hautement capitalistiques. Cette situation s'est aggravée en 1981 lorsque le président socialiste de l'époque, François Mitterrand, a mis en œuvre l'impôt sur les grandes fortunes (IGF), un impôt important sur la richesse, qui a dissuadé les grandes familles d'accumuler et de transmettre leur richesse aux générations futures, entre autres sous forme de capital social.

Le régime de l'IGF a été transformé en décembre 2017 par le président Emmanuel Macron et son premier ministre Édouard Philippe en un nouvel impôt sur la fortune immobilière (IFI), qui prévoit désormais l'imposition sur les biens immobiliers de valeur, et non sur les actifs productifs liquides. Essentiellement, le gouvernement français voulait créer des mesures incitatives pour retenir les capitaux permettant la création d'emplois et pour attirer des investissements supplémentaires dans le pays. Cette mesure a également envoyé le message que le gouvernement comprenait que la propriété à long terme des entreprises favorise l'innovation et la création d'emplois, ce qui est bon pour l'économie en général.

Deuxièmement, la loi appelée « Pacte Dutreil » a été adoptée en 2003 et elle prévoit une réduction de l'impôt sur la succession lorsque la génération héritière conserve ses parts dans l'entreprise familiale. Il s'agit d'une mesure incitative substantielle permettant aux familles de garder le contrôle, car les droits de succession, dont le taux maximal s'élève à 45%, représentent un fardeau important en France, comparé à des pays voisins comme la Belgique ou la Suisse, où il n'y a pratiquement pas de droits de succession.

Q : Professeur Karl Moore

Au Canada, comme c'est le cas pour certaines des 44 entreprises incluses dans l'Indice BNC des entreprises familiales, les actions à droit de vote à plusieurs catégories peuvent être mises en œuvre comme moyen de contrôle. Les actions à droit de vote multiple sont-elles autorisées en France?

R : Charles Paris de Bollardière

Hormis les anciennes structures de gouvernance, les actions à droit de vote multiple ne sont pas autorisées en France, à l'exception des actions qui bénéficient d'un droit de vote double lorsqu'elles sont détenues pendant une certaine période. Au cours des dernières années, toutes les sociétés françaises cotées en bourse ont dû modifier leur règlement pour intégrer les dispositions d'un nouveau cadre réglementaire, la loi « Florange », notamment le doublement automatique des droits de vote des investisseurs inscrits pour chaque action détenue depuis au moins deux ans. Le gouvernement français a adopté la loi Florange en 2014 dérogeant au principe « une action, un vote » qui prévalait jusqu'alors.

En outre, en Europe, il n'est pas rare de voir des familles influentes s'unir ou coopérer pour contrôler une entreprise. De nombreuses entreprises familiales possèdent des intérêts minoritaires dans des sociétés appartenant à d'autres familles ou investissent côte à côte pour contrôler une société donnée. Par exemple, dans le cas de Carrefour, l'une des plus grandes chaînes d'épiceries en France, que l'entreprise canadienne Alimentation Couche-Tard a tenté d'acquérir l'an dernier pour 20 milliards de dollars américains, la famille Moulines, propriétaire des Galeries Lafayette SA, la famille Arnault, à la tête de LVMH, et le magnat brésilien Abilio Diniz qui possédait ensemble un bloc de contrôle substantiel de l'entreprise ont agi conjointement en réponse à Couche-Tard.

« [...] En Europe, il n'est pas rare de voir des familles influentes s'unir ou coopérer pour contrôler une entreprise. »

Q : Professeur Karl Moore

Que pensez-vous de l'importance du contrôle familial au Canada, compte tenu des 44 entreprises incluses dans l'Indice BNC des entreprises familiales?

R : Charles Paris de Bollardière

Je dois dire que je suis impressionné par l'importance du contrôle familial canadien à l'échelle mondiale. En tant qu'observateur étranger ayant visité le Canada à maintes reprises, je sais que le Canada, comme la France, est une économie où les familles jouent un rôle de premier plan. Je constate que de plus en plus d'entreprises canadiennes adoptent également une stratégie d'internationalisation. La stratégie de mondialisation adoptée par Couche-Tard en est un bon exemple. Je note également l'importance que les fondateurs accordent à la stratégie globale (M. Alain Bouchard et sa fille Karinne au conseil d'administration, M. Fortin et son fils y sont également représentés) tout en comptant sur une solide équipe de gestion dirigée par un membre externe n'étant pas relié aux fondateurs. Je trouve qu'il s'agit d'une excellente combinaison.

En examinant différentes entreprises comme CGI, où le fondateur Serge Godin et sa fille Julie Godin sont représentés au conseil d'administration et contrôlent



École 42 à Paris, France (Photo : William Beaucardet)

l'entreprise par le biais d'actions avec droit de vote multiple, on remarque également leur présence croissante en Europe. CGI a fait l'acquisition de la société de technologies de l'information britannique Logica en 2012 et a récemment annoncé son intention d'acquérir Umanis, une entreprise de services numériques française.

En ce qui concerne Canada Goose, une autre entreprise canadienne qui jouit d'une solide réputation à l'échelle mondiale, elle amène le Canada un peu partout, non seulement sur les

pententes de ski des Alpes, mais aussi à Paris lorsque la température baisse!

Cela dit, je pense aussi que la France et le Canada ont des économies matures et que nos entreprises les plus prospères comprennent qu'elles peuvent exporter leur succès et prendre de l'expansion à l'étranger. Bien que nos deux pays tentent de créer des occasions pour nos grandes entreprises, nous voulons également créer un terrain fertile pour favoriser l'émergence de licornes en pleine expansion, dirigées par des fondateurs, qui

deviendront probablement eux-mêmes des entreprises familiales multigénérationnelles. Je pense à Xavier Niel, fondateur de Free, un fournisseur d'accès Internet français, et d'Iliad, l'opérateur de téléphonie mobile, qui a ouvert l'école 42 à Paris pour créer un équivalent européen à la « Silicon Valley » où les talents de la technologie rencontrent le capital-risque. Qui sait d'où viendra le prochain Facebook ou Shopify?

« Je pense que le nombre croissant d'entreprises canadiennes qui font des percées sur le marché international témoigne de la réussite globale du Canada dans la création d'un cadre dans lequel les entreprises peuvent prospérer. »

Pour répondre à votre question sur l'importance du contrôle familial pour un pays, je pense que le Canada a créé un cadre de gouvernance qui fonctionne bien pour tous les parties prenantes, ce qui est la pierre angulaire du succès à long terme et de l'affectio societatis. Je pense que le nombre croissant d'entreprises canadiennes qui font des percées sur le marché international témoigne de la réussite globale du Canada dans la création d'un cadre dans lequel les entreprises peuvent prospérer. Il s'agit également d'un témoignage de la qualité des biens et des services exportés par les nombreuses entreprises familiales du Canada.



Charles Paris de Bollardière

Photo : © Stéphane de Bourgies

Jusqu'à récemment, Charles Paris de Bollardière était secrétaire du conseil d'administration de TotalEnergies SE, l'une des sept plus importantes sociétés pétrolières du monde. Auparavant, il a occupé plusieurs postes d'administrateur au sein d'entreprises européennes, entre autres dans une entreprise familiale, Steria SCA (aujourd'hui Sopra Steria), où il a été membre du conseil de surveillance de 2000 à 2012.

M. de Bollardière a un point de vue unique sur les entreprises européennes et les entreprises familiales du Vieux Continent.

Il a commencé sa carrière chez Total en 1979, où il a assumé des mandats en tant qu'ingénieur de champs pétroliers en France et en Indonésie. En 1986, il est passé à la Division des finances, où il a occupé divers postes. Au sein de la Division, il a été nommé trésorier de l'entreprise en 1999. En 2009, il a été nommé secrétaire du conseil d'administration de TotalEnergies SE par décision du conseil, poste qu'il a occupé jusqu'en septembre 2021.

Conclusion

Le Canada a l'avantage d'être le deuxième plus grand pays du monde en superficie. Le Canada est également privilégié d'être doté de réserves considérables en ce qui a trait des principales ressources clés du monde, comme de l'énergie hydroélectrique à faible coût, des réserves de pétrole et de gaz parmi les plus importantes au monde, de l'eau douce, du blé, de la potasse et du canola, parmi tant d'autres ressources naturelles. Classé cinquième producteur mondial de gaz naturel et cinquième producteur mondial de pétrole, le Canada est prêt à relever les défis qui l'attendent. Avec un grand pouvoir viennent de grandes responsabilités.

Le Canada est bien positionné pour faire partie des leaders de la transition « verte » et lutter contre les changements climatiques. Le Canada peut également compter sur le leadership du grand nombre de ses dirigeants d'entreprise présentés depuis notre rapport initial L'avantage familial en 2015, qui sont prêts à devenir les acteurs de changement dans cet environnement.

À l'autre bout du monde, en Australie, un autre pays doté d'abondantes ressources naturelles et l'un des plus grands exportateurs de charbon et de gaz au monde, le Premier ministre Anthony Albanese, récemment élu, s'est engagé publiquement à faire de son pays une « superpuissance des énergies renouvelables ». Dans ce pays, certaines entreprises familiales canadiennes, telles que Canadian Utilities Limited, jouent un rôle de premier plan dans la transformation de l'énergie pour des projets tels que le Clean Energy Innovation Park, la première chaîne logistique de production d'hydrogène à l'échelle commerciale en Australie.

Au Canada, Nancy Southern, présidente et chef de la direction d'ATCO Ltd. et présidente et chef de la direction de Canadian Utilities Limited (deux entreprises membres de l'Indice BNC des entreprises familiales), a récemment fait ce commentaire en entrevue :

« L'hydrogène peut être un bâtisseur de nation. D'un océan à l'autre, c'est quelque chose qui peut être fait pour apporter une grande prospérité à notre pays. Pour répondre aux besoins énergétiques du monde et décarboniser en même temps. »

*Nancy Southern - "The business of nation building: the future of our energy sector" -
Chambre de commerce de Calgary (3 février 2022)*

Un autre Canadien sur la scène mondiale qui prend la tête de la transition énergétique est Dominic Barton, le nouveau président du conseil d'administration de Rio Tinto, l'une des plus grandes sociétés minières du monde. Dans un récent discours, à l'assemblée générale annuelle de Rio Tinto Limited, il a déclaré :

« Je crois sincèrement que Rio Tinto a la possibilité d'apporter une contribution importante à la société en fournissant les matériaux qui permettront au monde de passer à une économie à plus faible émission de carbone. »

Dominic Barton - Discours de Dominic Barton à l'assemblée générale annuelle 2021 de Rio Tinto (5 mai 2022)

Le Canada est le deuxième plus important pays d'exploitation de Rio Tinto (après l'Australie), et l'un des plus grands producteurs privés d'énergie hydroélectrique au pays. À ce titre, Rio Tinto jouera certainement un rôle majeur dans la transition énergétique au Canada. En fait, Rio Tinto produit de l'aluminium dont la qualité et l'empreinte carbone sont parmi les plus faibles au monde, et tout cela dans notre cour arrière.

En dehors du monde de l'énergie, des entreprises canadiennes familiales, comme Canada Goose, s'engagent à atteindre des objectifs ambitieux tels que l'obtention d'une émission nette nulle d'ici 2025.

Conclusion (Continued)

« Le changement climatique est réel et se produit. Les gouvernements ne sont pas les seuls à devoir jouer un rôle dans la résolution du problème. Les entreprises qui ne le font pas n'existeront plus dans 20 ans. »

*Dani Reiss, Président, PDG & président exécutif du conseil, Canada Goose -
Rapport sur le développement durable 2021*

Chez Alimentation Couche-Tard, l'accent est mis sur le renforcement de sa position de leader mondial des solutions de recharge pour véhicules électriques (« VE »). La société s'appuie sur son laboratoire de VE en Norvège, leader mondial de l'adoption de ces véhicules, où elle dispose plus de 600 stations de recharge, pour constituer la colonne vertébrale de l'expansion de son réseau mondial de recharge de VE.

Chez Lallemand, beaucoup d'attention et de capitaux sont investis dans le segment biologique des intrants agricoles autres que les semences, un marché de 250 milliards de dollars à l'échelle mondiale, et dans le remplacement des engrais chimiques et des insecticides par des produits naturels issus de l'agriculture végétale.

Notre prochain rapport « automne 2022 » mettra en lumière le rôle joué par les entreprises familiales canadiennes pour aider le Canada à devenir une superpuissance de l'énergie propre, à contribuer à la croissance durable et à la transition vers une économie à faible empreinte de carbone.

– Vincent Joli-Coeur



Toronto, Ontario, Canada

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

Alimentation Couche-Tard Inc.

| | | | |
|------------------|------------------------|-----------------|------------------------|
| ATD (TSX) | COTE | COURS CIBLE | RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ |
| C\$50.82 | Rendement moyen | C\$57.00 | 12.9% |

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 date du 31 janvier 2021, le réseau d'ATD comprenait plus de 9,200 dépanneurs en Amérique du Nord, plus de 2,700 établissements en Europe et plus de 340 à Hong Kong, principalement exploités sous la marque Circle K. Historiquement, ATD croît par expansion endogène et par acquisitions.

Faits Saillants

L'augmentation des FVGA doit être compensée par une solide reprise des marges sur les carburants/volumes

(1) La croissance du volume de carburant en glissement annuel était positive, mais reste inférieure au niveau d'avant la pandémie étant donné les tendances au télétravail et les pressions toujours présentes de la pandémie. Pour l'avenir, ATD s'attend à ce que les volumes de carburant remontent aux niveaux de 2019 à mesure que les économies se remettent en marche. (2) ATD a continué d'afficher de solides marges sur les carburants grâce aux conditions favorables du marché et à l'optimisation de la chaîne d'approvisionnement; nous nous attendons à ce que ces tendances se maintiennent. (3) Les FVGA ont augmenté en raison de la hausse des coûts de main-d'œuvre, des frais de marketing et des tensions inflationnistes générales. ATD essaie d'atténuer ces pressions par diverses initiatives (optimisation des coûts, embauche/initiatives de fidélisation, augmentations de prix), mais nous nous attendons à ce que les tendances à la hausse des FVGA continuent à court terme.

La direction réitère ses aspirations financières

(1) ATD a réitéré son objectif de croissance endogène du BAIIA de l'exercice 2023 à \$5.1 milliards (en accord avec notre opinion). La direction a mentionné des progrès dans ses diverses initiatives : Fresh Food Fast, prix/promotion, assortiment, optimisation des coûts et expansion du réseau. (2) ATD a racheté pour environ \$510 millions d'actions au T3 2022 et \$231 millions d'actions après la fin du trimestre.

Facteurs de Risque

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

Évaluation

Notre cours cible correspond à 16.0 fois notre estimation du BPA pour les exercices 2023 et 2024 (compte tenu du change).

DONNÉES BOURSIÈRES

| | |
|--------------------------------|-------------|
| Haut et bas – 52 semaines (\$) | 55.42-39.58 |
| Dividende par action (\$) | 0.40 |
| Rend. dividende (%) | 0.8 |
| Actions en circulation (M) | 1,061.7 |
| Capitalisation boursière (M\$) | 53,955.6 |
| Valeur de l'entreprise (M\$) | 62,786.5 |

Données sur les actions en \$CA

ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

| Fin d'exercice: | 2021A | 2022E | 2023E |
|---------------------------|----------|----------|----------|
| décembre | | | |
| Chiffre d'affaires (\$M) | 45,760.1 | 61,743.4 | 66,614.1 |
| BAIIA raj. (\$M) | 5,004.8 | 5,085.6 | 5,071.0 |
| BAII raj. (\$M) | 3,619.9 | 3,692.1 | 3,552.9 |
| Bénéfice net (\$M) | 2,716.6 | 2,675.2 | 2,539.3 |
| BPA rajusté (\$) | 2.45 | 2.51 | 2.51 |
| Dividende / action (CA\$) | 0.32 | 0.40 | 0.46 |
| C/B (x) | 16.3 | 16.0 | 16.0 |
| VE/BAIIA (x) | 9.9 | 9.7 | 9.8 |

Tous les chiffres en USD sauf indication contraire

Source: Refinitiv, FBN et rapports de la société

Rendement du titre (Source: FactSet)



ATCO Ltd.

| | | | |
|--|--------------------------------|--------------------------------|--|
| ACO.X / ACO.Y (TSX; TSX) C\$42.16; C\$42.00 | COTE Rendement moyen | COURS CIBLE C\$45.00 | RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ 11.2% |
|--|--------------------------------|--------------------------------|--|

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%. Globalement, nous estimons qu'environ 90% du BAIIA ajusté 2023e d'ATCO proviennent de son segment Services publics/Électricité, près de -2% de l'unité Infrastructures énergétiques, près de -7%, de l'unité Structures et logistique et environ <1%, de Neltume Ports.

Profil de croissance

Le programme d'investissement en immobilisations d'ATCO de \$3.2 milliards dans les services publics pour la période de 2021-2023, 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 (~97%) sur des marchés choisis. ATCO a précédemment annoncé la conclusion d'un contrat pour acquérir les droits de réaliser le projet de pompage-turbinage du centre-ouest (Central West Pumped Hydro Project) de 325 MW près de Sydney, en Australie, pour un investissement potentiel d'environ \$500 millions. Une décision finale d'investissement n'est pas attendue avant 2023, pour un début d'exploitation commerciale en 2026. De plus, ATCO et Suncor ont annoncé une collaboration sur les premières phases de la conception et de l'ingénierie d'un projet potentiel propre d'hydrogène capable de produire >300,000 tonnes d'hydrogène par an tout en captant >90% des émissions de carbone au Heartland Energy Centre (ISD : 2028).

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 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 de ses activités internationales sont exposés au risque de change.

...

DONNÉES BOURSIÈRES

| | |
|-----------------------------------|-------------|
| Haut et bas – 52 semaines (\$) | 54.97-27.72 |
| Dividende par action (\$) | 1.85 |
| Rend. dividende (%) | 4.5 |
| Actions en circulation (M) | 114.7 |
| Actions en circulation - dil. (M) | 114.7 |
| Capitalisation boursière (M\$) | 4,753.5 |
| Valeur de l'entreprise (M\$) | 23,658.7 |

ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

| Fin d'exercice: | 2021E | 2022E | 2023E |
|--|---------|---------|---------|
| décembre | | | |
| BAIIA (\$M) | 1,789.3 | 2,013.9 | 2,025.1 |
| VE/BAIIA (x) | 12.1 | 11.8 | 11.7 |
| Dép. immobilisations d'entretien (\$M) | 480.0 | 480.0 | 480.0 |
| BAIIA disponible (\$M) | 1,309.3 | 1,533.9 | 1,545.1 |
| VE/BAIIA disp. (x) | 18.0 | 15.4 | 15.3 |
| C/B (x) | 12.5 | 12.5 | 12.3 |
| FPER/action (\$) | 2.46 | 2.62 | 2.87 |
| C/FPER (x) | 16.8 | 15.9 | 14.5 |
| Dividende / action (\$) | 1.79 | 1.85 | 1.87 |
| Rend. dividende (%) | 4.3 | 4.5 | 4.5 |
| Ratio de distribution raj. (%) | 73 | 70 | 65 |
| Dettes nettes / BAIIA (x) | 5.1 | 4.6 | 4.5 |

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 \$45.00 repose sur un rendement en dividendes corrigé du risque de 4.50% appliqué à notre estimation du dividende pour 2023 de \$1.87 par action, sur un coefficient de 13.0 appliqué à notre estimation du BAIIA disponible pour 2023 et sur notre évaluation des FTA par action de \$45.00.

Bombardier Inc.

| | | | |
|-------------------------|------------------|----------------|------------------------|
| BBD.B / BBD.A | COTE | COURS CIBLE | RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ |
| (TSX; TSX) | Rendement | C\$2.65 | 44.8% |
| C\$1.83; C\$1.85 | supérieur | | |

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

Les tendances restent positives sur le marché des avions d'affaires: Notre cote Rendement supérieur repose essentiellement sur le renforcement actuel du marché de l'aviation d'affaires. Au dernier trimestre, le carnet de commandes de Bombardier a crû à \$12.2 milliards, comparativement à \$11.2 milliards le trimestre précédent. Le taux d'utilisation des avions d'affaires, considéré habituellement comme un bon indicateur avancé de l'activité de passation de nouvelles commandes dans le monde, est supérieur aux niveaux d'avant la pandémie. Vu le contexte positif, Bombardier compte faire augmenter ses livraisons d'avions de 15% à 20% en 2023.

Les marges devraient s'améliorer: Bombardier vise un BAIIA de \$1.5 milliard en 2025 (marge d'environ 20%) grâce à une amélioration des marges tirée d'un programme de réduction des coûts qui devrait entraîner \$400 millions d'économies annuelles et à une hausse des marges sur le programme Global 7500 dont les coûts sont à la baisse, et du fait qu'elle tire une proportion plus importante de son chiffre d'affaires des activités de service après-vente, aux plus fortes marges. Pour l'exercice 2022, Bombardier table sur un chiffre d'affaires de \$6.5 milliards, avec un BAIIA de \$825 millions.

Amélioration du bilan et des flux de trésorerie: La situation financière de Bombardier s'est nettement améliorée. La société dispose maintenant de \$2.1 milliards de liquidités, et elle n'a aucune dette arrivant à échéance avant la fin de 2024. Ses flux de trésorerie disponibles sont devenus positifs en 2021, et son objectif de dépasser les \$500 millions de FTD en 2025 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 8.5 d'après nos estimations pour 2025, avec l'application d'une décote de 10% par année.

DONNÉES BOURSIÈRES

| | |
|--------------------------------|-----------|
| Haut et bas – 52 semaines (\$) | 2.28-0.53 |
| Dividende par action (\$) | 0.00 |
| Rend. dividende (%) | 0.0 |
| Capitalisation boursière (M\$) | 4,507.9 |
| Valeur de l'entreprise (M\$US) | 9,282.3 |

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

| Fin d'exercice: | 2021A | 2022E | 2023E |
|--------------------------------------|---------|---------|---------|
| décembre | | | |
| Chiffre d'affaires (\$M) | 6,085.0 | 6,537.0 | 7,080.0 |
| BAIIA (\$M) | 641.0 | 854.8 | 1,072.4 |
| Bénéfice net (\$M) | 5,041.0 | (160.7) | 42.0 |
| BPA rajusté (\$) | (0.08) | (0.08) | 0.02 |
| Flux de trésorerie disponibles (\$M) | 103.0 | 77.5 | 245.6 |
| Dette nette (trés.) (\$M) | 5,372 | 5,374 | 5,209 |
| Dette nette / BAIIA (x) | 8.9 | 6.7 | 5.2 |
| VE/BAIIA (x) | 14.5 | 10.9 | 8.7 |
| C/B (x) | NA | NA | 72.3 |

Tous les chiffres en USD sauf indication contraire

Source: Bombardier, Refinitiv et FBN

Rendement du titre (Source: FactSet)



BRP Inc.

| | | | |
|---|--|---------------------------------|---|
| DOO / DOOO (TSX; NASDAQ) C\$95.94; US\$76.83 | COTE Rendement supérieur | COURS CIBLE C\$136.00 | RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ 42.4% |
|---|--|---------------------------------|---|

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 récréatif biplaces côte à côte (VCC), des produits marins et du segment des trois roues de route.

Faits Saillants

La demande de sports motorisés reste solide: Le secteur des sports motorisés pâtit actuellement des problèmes des chaînes d'approvisionnement qui limitent le nombre d'articles disponibles à la vente chez les distributeurs, mais la demande sous-jacente dans le canal de la vente au détail reste solide. BRP prévoit un chiffre d'affaires 2023E en hausse de 24% à 29% et un BPA en croissance de 8% à 12%. À la fin du T4, les stocks des distributeurs étaient en baisse de 60% par rapport à il y a deux ans, ce qui entraînera une reconstitution des stocks tout au long de 2024, qui profitera au chiffre d'affaires de BRP au-delà de l'exercice actuel.

Les lancements de nouveaux produits entraînent des gains de parts de marché: Au T4, les ventes au détail de BRP étaient en baisse de 7% a/a en raison du peu de disponibilité d'articles en vente chez les distributeurs ainsi que de données comparatives difficiles à soutenir. Cette contraction était toutefois plus légère que celle du secteur dans son ensemble (environ 11%-14%), ce qui donne à anticiper des gains de parts de marché, que la direction estime à environ 3% dans le secteur global des sports motorisés l'année dernière, et de 10% sur les six dernières années. BRP maintiendra une stratégie dynamique de lancement de nouveaux produits, avec notamment le ponton Sea-Doo Switch, disponible depuis peu sur le marché, et le lancement attendu de nouveaux modèles électriques, en particulier une nouvelle moto électrique en 2024, un nouveau segment pour l'entreprise.

Une société connue pour rémunérer ses actionnaires: BRP est bien connue pour rémunérer ses actionnaires. Elle ne devrait pas faire défaut à sa réputation cette année, où elle a déjà relevé son dividende de 23% et annoncé une offre publique de rachat importante pour \$250 millions d'actions. 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 affaires: 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 7.0 à nos prévisions pour l'exercice 2024.

DONNÉES BOURSIÈRES

| | |
|-----------------------------------|--------------|
| Haut et bas – 52 semaines (\$) | 129.98-73.74 |
| Dividende par action (\$) | 0.64 |
| Rend. dividende (%) | 0.7 |
| Actions en circulation (M) | 83.7 |
| Actions en circulation - dil. (M) | 84.2 |
| Capitalisation boursière (M\$) | 8,029.4 |
| Valeur de l'entreprise (M\$) | 9,951.0 |

ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

| Fin d'exercice: | 2022A | 2023E | 2024E |
|--------------------------------------|---------|---------|----------|
| décembre | | | |
| Chiffre d'affaires (\$M) | 7,647.9 | 9,555.7 | 10,101.3 |
| BAIIA (\$M) | 1,462.1 | 1,623.7 | 1,691.0 |
| Bénéfice net (\$M) | 794.6 | 886.5 | 926.8 |
| BPA rajusté (\$) | 9.92 | 10.81 | 11.33 |
| Flux de trésorerie disponibles (\$M) | 19.5 | 818.3 | 717.6 |
| Dette nette (trés.) (\$M) | 1,922 | 1,405 | 738 |
| Dette nette / BAIIA (x) | 1.3 | 0.9 | 0.4 |
| VE/BAIIA (x) | 6.8 | 6.1 | 5.9 |
| C/B (x) | 9.7 | 8.9 | 8.5 |

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

| | | | |
|--------------------|----------------------------|------------------|------------------------|
| CTC.A (TSX) | COTE | COURS CIBLE | RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ |
| C\$178.47 | Rendement supérieur | C\$236.00 | 35.4% |

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

Un programme ambitieux

Nous avons un avis positif sur le programme de CTC, qui cherche à dégager de la croissance tout en renforçant ses activités. (1) CTC investira \$3.4 milliards sur quatre ans. En particulier, elle investira \$2.2 milliards dans une approche tous circuits connectés, \$675 millions pour renforcer ses chaînes d'approvisionnement et \$500 millions pour les infrastructures de TI. (2) Les objectifs financiers sur quatre ans (jusqu'en 2025) sont les suivants: croissance consolidée des VÉI (hors pétrole) de plus de 4% par année; RCI du secteur Détail d'au moins 15% (13.6% en 2021); et un BPA dilué d'au moins \$26 (\$18.91 en 2021). (3) Les autres piliers de sa croissance sont le développement de ses propres marques (avec une pénétration devant augmenter de 38% actuellement à plus de 43%) et l'expansion de son programme Récompenses Triangle (augmentation du taux de pénétration des ventes dans le cadre du programme de fidélité de 58% actuellement à plus de 63%).

Les inquiétudes des investisseurs limitent l'expansion des ratios

Les investisseurs nourrissent (a) un inconfort global face à la situation macroéconomique et à la capacité des consommateurs de composer avec l'inflation et la hausse des taux d'intérêt; (b) des craintes vis-à-vis de la société et de l'expansion de ses marges dans le contexte de la hausse de l'inflation et des pressions sur les chaînes d'approvisionnement, etc.; et (c) des incertitudes quant aux résultats de 2020/2021, qui pourraient avoir profité de facteurs positifs temporaires destinés à disparaître. En outre, les investisseurs institutionnels semblent globalement se désintéresser du secteur discrétionnaire.

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 doit aussi faire face à une concurrence accrue, en particulier de la part de détaillants étrangers.

Évaluation

Nous évaluons CTC grâce à la méthode de la somme des parties en attribuant un coefficient de 11.5 à notre estimation du BPA du secteur Détail pour 2023, de 9.5 à celui des Services financiers, plus la participation de CTC dans CT REIT.

DONNÉES BOURSIÈRES

| | |
|--------------------------------|---------------|
| Haut et bas – 52 semaines (\$) | 213.85-168.80 |
| Dividende par action (\$) | 5.67 |
| Rend. dividende (%) | 3.2 |
| Actions en circulation (M) | 61.0 |
| Capitalisation boursière (M\$) | 10,885.5 |
| Valeur de l'entreprise (M\$) | 15,617.6 |

ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

| Fin d'exercice: | 2021A | 2022E | 2023E |
|--------------------------|----------|----------|----------|
| décembre | | | |
| Chiffre d'affaires (\$M) | 16,292.1 | 16,316.7 | 16,726.6 |
| BAIIA raj. (\$M) | 2,666.8 | 2,682.8 | 2,788.0 |
| BAII raj. (\$M) | 1,965.3 | 1,956.8 | 2,025.1 |
| Bénéfice net (\$M) | 1,157.7 | 1,154.3 | 1,210.3 |
| BPA rajusté (\$) | 18.91 | 19.36 | 20.77 |
| Dividende / action (\$) | 4.83 | 5.67 | 7.19 |
| C/B (x) | 9.4 | 9.2 | 8.6 |
| VE/BAIIA (x) | 5.9 | 5.8 | 5.6 |

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

Source: Refinitiv, FBN et rapports de la société

Rendement du titre (Source: FactSet)



Canadian Utilities Limited

| | | | |
|---------------------------|------------------|-----------------|------------------------|
| CU / CU.X | COTE | COURS CIBLE | RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ |
| (TSX; TSX) | Rendement | C\$36.00 | 4.5% |
| C\$36.18; C\$35.94 | moyen | | |

Profil

Canadian Utilities Limited (détenue à 53% par ATCO Ltd.) possède et exploite pour environ \$20 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 2019, ATCO Ltd. (TSX: ACO'X / ACO'Y) détenait 38.3% des actions ordinaires sans droit de vote de catégorie A de CU et 90.3% des actions avec droit de vote de catégorie B.

Profil de croissance

Le plan d'investissement en immobilisations sur trois ans de CU comprend \$0.8 milliard pour la distribution d'électricité, \$0.8 milliard pour le transport d'électricité, \$0.8 milliard pour la distribution de gaz naturel, \$0.6 milliard pour le transport du gaz naturel et \$0.2 milliard pour la distribution internationale de gaz naturel, ce qui doit entraîner une croissance de la base tarifaire au milieu de l'année d'environ 6% (TCAC d'environ 2%) de \$14.0 milliards en 2020 à \$14.8 milliards en 2023. Par ailleurs, la société s'attend à compenser tout obstacle à l'expansion de la base tarifaire par son acquisition du pipeline Pioneer de 130 Mpi3/j (pouvant être augmenté à 440 Mpi3/j) pour \$255 millions (moins \$63 millions pour 30 km vendus à NGTL), intégrée dans la base tarifaire (RCP de 8,5% pour une participation de 37%). Augmentant sa diversification géographique, CU a annoncé un accord en vue d'acquiescer le droit de réaliser le projet Central West Pumped Hydro Storage de 325 MW près de Sydney, en Australie. Cependant, la décision finale d'investissement n'est pas attendue avant 2023. Récemment, Canadian Utilities et Suncor ont annoncé une collaboration sur les premières phases de la conception et de l'ingénierie d'un projet potentiel propre d'hydrogène capable de produire >300,000 tonnes d'hydrogène par an tout en captant >90% des émissions de carbone (ISD : 2028).

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 abonnés. 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 de ses activités internationales sont exposés au risque de change.

...

DONNÉES BOURSIÈRES

| | |
|--------------------------------|-------------|
| Haut et bas – 52 semaines (\$) | 42.97-25.25 |
| Dividende par action (\$) | 1.78 |
| Rend. dividende (%) | 5.0 |
| Actions en circulation (M) | 277.1 |
| Capitalisation boursière (M\$) | 9,905.2 |
| Valeur de l'entreprise (M\$) | 20,273.2 |

ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

| Fin d'exercice: | 2021E | 2022E | 2023E |
|--|---------|---------|---------|
| décembre | | | |
| BAIIA (\$M) | 1,607.3 | 1,841.6 | 1,862.0 |
| VE/BAIIA (x) | 11.5 | 11.0 | 10.9 |
| Dép. immobilisations d'entretien (\$M) | 480.0 | 480.0 | 480.0 |
| BAIIA disponible (\$M) | 1,127.3 | 1,361.6 | 1,382.0 |
| VE/BAIIA disp. (x) | 17.9 | 14.9 | 14.7 |
| C/B (x) | 16.7 | 16.1 | 16.0 |
| FPER/action (\$) | 2.89 | 3.04 | 3.05 |
| C/FPER (x) | 12.4 | 11.8 | 11.7 |
| Dividende / action (\$) | 1.76 | 1.78 | 1.79 |
| Rend. dividende (%) | 4.9 | 5.0 | 5.0 |
| Ratio de distribution raj. (%) | 61 | 58 | 59 |
| Dette nette / BAIIA (x) | 6.0 | 5.2 | 5.0 |

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 \$36.00 est basé sur un rendement en dividende corrigé du risque de 5.0% appliqué à notre estimation des dividendes de 2023 de \$1.79 par action, sur un coefficient de 15.0 appliqué à notre estimation de BAIIA disponible 2023e et sur notre évaluation basée sur l'actualisation des flux de trésorerie de \$36.00 par action. Nous attribuons à CU la cote Rendement moyen.

CGI Inc.

| | | | |
|---|--|---------------------------------|---|
| GIB.A / GIB (TSX; NYSE) C\$103.40; US \$81.81 | COTE Rendement supérieur | COURS CIBLE C\$135.00 | RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ 30.6% |
|---|--|---------------------------------|---|

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 76,000 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 \$2.7 milliards de liquidités disponibles, et

PI et numérique - les changements structurels du marché.

Nous croyons que le Groupe CGI s'est bien positionné pendant la pandémie pour récolter les fruits d'investissements visant une croissance endogène, tandis que le désendettement a bien préparé CGI pour exécuter la partie fusions et acquisitions de sa stratégie de croissance. Les deux potentiels de croissance semblent atteindre leur vitesse de croisière en même temps - ce que nous n'avons pas vu chez CGI depuis un moment. 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.

a continué...

Analyste **Richard Tse** • (416) 869-6690 • richard.tse@nbc.ca
Adjoint **Mihir Raul** • (416) 869-8049 • mihir.raul@nbc.ca
Adjoint **James Burns** • (416) 869-8808 • james.burns@nbc.ca

DONNÉES BOURSIÈRES

| | |
|-----------------------------------|--------------|
| Haut et bas – 52 semaines (\$) | 116.88-99.26 |
| Dividende par action (\$) | 0.00 |
| Rend. dividende (%) | 0.0 |
| Actions en circulation (M) | 243.0 |
| Actions en circulation - dil. (M) | 246.8 |
| Capitalisation boursière (M\$) | 25,520.3 |
| Dette nette (M) | 1,893.4 |
| Valeur de l'entreprise (M\$) | 27,413.6 |

ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

| Fin d'exercice: décembre | 2021A | 2022E | 2023E |
|---|----------|----------|----------|
| Chiffre d'affaires (\$M) | 12,126.8 | 12,707.1 | 13,152.2 |
| BAIIA (\$M) | 2,462.7 | 2,604.2 | 2,709.2 |
| BPA rajusté (\$) | 5.41 | 6.04 | 6.37 |
| FTE (\$) | 2,116 | 1,992 | 2,122 |
| Flux de trésorerie disponibles (\$M) | 1,815.2 | 1,670.9 | 1,834.3 |
| FTD / action (\$) | 7.35 | 6.77 | 7.43 |
| VE/Ventes (x) | 2.3 | 2.2 | 2.1 |
| VE/BAIIA (x) | 11.1 | 10.5 | 10.1 |
| C/B (x) | 19.1 | 17.1 | 16.2 |
| C/FT (x) | 14.1 | 15.3 | 13.9 |

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

Source: Refinitiv, FBN et rapports de la société

Rendement du titre (Source: FactSet)



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

Évaluation

Nous réitérons notre cote Rendement supérieur et le cours cible de \$135 basé sur les FTA, ce qui correspond à un ratio VE/BAlIA de 13.5 d'après nos estimations pour l'exercice 2022. Ce titre reste une position de base dans le secteur canadien de la technologie.

Cogeco Communications Inc.

| | | | |
|------------------|----------------------------|------------------|------------------------|
| CCA (TSX) | COTE | COURS CIBLE | RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ |
| C\$103.48 | Rendement supérieur | C\$141.00 | 39.0% |

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 (le 30 novembre 2012), de MetroCast Connecticut (le 8 juin 2015) et de la participation résiduelle dans Metrocast (le 4 janvier 2018), la société offre également des services de câblodistribution aux États-Unis. La société mère COGECO Inc. détient 33.7% du capital de CCA et contrôle 83.6% des droits de vote. La famille Audet détient 10.0% du capital de COGECO Inc. et contrôle 69.0% des droits de vote. Rogers Communications Inc. détient 41.5% de CGO et 34.6% des actions subalternes de CCA.

Faits Saillants

Câblodistribution au Canada: la croissance ralentit et la concurrence dans le segment de la télévision IP n'est que partiellement atténuée par le service TiVo. Cogeco Communications (Cogeco) est le deuxième câblodistributeur en importance en Ontario et au Québec; ses abonnés et ses résultats financiers sont répartis à raison de 75% et 25% entre les deux provinces. Contrairement à la plupart des autres grandes sociétés de télécommunications canadiennes, la société ne détient pas d'actifs de contenu, mais a récemment acquis du spectre et indiqué qu'elle envisageait une incursion dans le secteur du sans-fil en sa qualité d'ORVM hybride détenant aussi des installations physiques.

Concurrence croissante des sociétés de télécommunications; les marges canadiennes augmentent toujours lentement. Même si Bell continue de lancer ses services de télévision sur IP dans le cadre de son offre groupée améliorée sur le territoire couvert par Cogeco, celle-ci est en bonne position pour tirer profit de son réseau à large bande de qualité supérieure. Bien que les pressions exercées par Bell et par la substitution en cours des services sans fil représentent une dynamique qui n'est pas près de diminuer dans un avenir proche, les marges restent impressionnantes, à près de 52%, après avoir augmenté grâce aux efforts de réduction des coûts au T1 2018, et ont progressé depuis.

Les activités américaines de câblodistribution profitent de l'intérêt pour les offres groupées et des fusions-acquisitions complémentaires sont recherchées. Un marché moins fragmenté aux États-Unis et la progression du nombre d'abonnés grâce aux offres groupées devraient soutenir une croissance d'environ 5% d'ABB, alors que des effets de change positifs diminueront. Le produit TiVO a contribué à faire croître le PMPA et à réduire les pertes d'abonnés. En ce qui concerne les acquisitions, Cogeco a bien fait comprendre que l'achat d'Atlantic Broadband représentait un premier pas sur le marché américain et que d'autres fusions-acquisitions complémentaires étaient à prévoir, probablement sous la forme de petites acquisitions complémentaires. Depuis Cogeco a acquis MetroCast, du Connecticut, en deux transactions (8/8/15 et 1/4/18) et l'actif en Ohio de WideOpenWest (9/1/21).

Facteurs de Risque

La croissance de l'économie canadienne et l'expansion géographique de Cogeco pourraient ralentir, la concurrence pourrait s'intensifier du fait de la substitution des services sans fil, en plus des tendances lourdes, et la concurrence des fournisseurs

Analyste Adam Shine, CFA • (514) 879-2302 • adam.shine@nbc.ca
Adjoint Ahmed Abdullah, CFA • (514) 879-2564 • ahmed.abdullah@nbc.ca
Adjoint Luc Troiani, CFA • (416) 869-6585 • luc.troiani@nbc.ca

DONNÉES BOURSIÈRES

| | |
|--------------------------------|--------------|
| Haut et bas – 52 semaines (\$) | 123.07-95.50 |
| Dividende par action (\$) | 2.82 |
| Rend. dividende (%) | 2.7 |
| Actions en circulation (M) | 46.6 |
| Capitalisation boursière (M\$) | 4,819.4 |
| Valeur de l'entreprise (M\$) | 9,168.3 |

ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

| Fin d'exercice: | 2021A | 2022E | 2023E |
|--------------------------------------|---------|---------|---------|
| décembre | | | |
| Chiffre d'affaires (\$M) | 2,510.5 | 2,900.6 | 2,974.3 |
| BAIIA (\$M) | 1,205.7 | 1,380.1 | 1,426.9 |
| Marge BAIIA (%) | 48.0 | 47.6 | 48.0 |
| BPA rajusté (\$) | 8.43 | 9.01 | 9.79 |
| C/B (x) | 12.3 | 11.5 | 10.6 |
| VE/BAIIA (x) | 6.1 | 6.4 | 6.0 |
| Flux de trésorerie disponibles (\$M) | 486.9 | 299.8 | 389.5 |
| FTD / action (\$) | 10.26 | 6.50 | 8.44 |
| Rend FTD (%) | 9.9 | 6.3 | 8.2 |
| Dépenses immobilisations (\$M) | 533 | 829 | 743 |
| Intensité dép. immobilisations (%) | 21.2 | 28.6 | 25.0 |
| Dette nette / BAIIA (x) | 2.4 | 3.3 | 3.1 |

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.

de services de télécommunications est vive. Bien que l'abandon des services sur fil n'a pas encore été important au Canada, il pourrait s'intensifier avec l'évolution de la démographie. La réglementation et d'autres interventions gouvernementales demeurent des risques dont il faut toujours tenir compte.

Évaluation

Nous attribuons à CCA la cote Rendement supérieur et un cours cible de \$141. Notre cours cible repose sur les moyennes de nos FTA estimés pour les exercices 2022 et 2023 et sur la VAN estimée pour 2023, avec des ratios VE/BAIIA implicites de 7.5 et 7.2 d'après nos estimations pour les exercices 2022 et 2023, respectivement.

Colliers International Group Inc.

| | | | |
|---|---|---|---|
| CIGI (NASDAQ; TSX) US\$154.55; C \$196.29 | COTE Rendement supérieur | COURS CIBLE US\$176.00 | RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ 14.1% |
|---|---|---|---|

Profil

Colliers International est un prestataire de services immobiliers commerciaux ayant plus de 15,000 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. La direction et le conseil d'administration détiennent 23% des actions. Nous considérons aussi que Colliers et rester 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

Colliers a récemment dévoilé ses objectifs 2025 (60% / 46% augmentation du BAIIA / BPA par rapport à 2021E) qui sont ambitieux, mais, à notre avis, à sa portée. Étant donné la solidité du bilan de la société, nous croyons que celle-ci pourrait entreprendre déploiement de capital pour une VE de \$2.4 milliards sans avoir besoin d'émettre des actions. Le rapprochement de l'objectif de BAIIA de la société émanant de 65% des revenus récurrents renforcera encore l'impulsion pour une expansion du multiple. 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. De plus, la société est encore à 5-8% sous ses pics précédents dans les créneaux transactionnels, ce qui assure un potentiel de hausse avec la normalisation; la Gestion d'investissements (avec un ASG de \$46 milliards) devrait continuer d'enregistrer une croissance structurelle; un contexte de taux d'intérêt faibles et un penchant pour les villes de deuxième catégorie aux États-Unis positionnent la société favorablement par rapport à ses rivales pour une trajectoire de croissance plus durable. Les mesures de stimulation des infrastructures aux États-Unis (hausse de 11% par rapport au niveau d'avant la pandémie) assurent une forte visibilité au segment ingénierie et conception 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

Nous augmentons notre cours cible pour Colliers International avec une cote Rendement supérieur à US\$176.00 (auparavant US\$170.00). Nous utilisons un ratio VE/BAIIA de 14.0x appliqué à nos prévisions pour 2023E (nous croyons que CIGI mérite une prime par rapport à ses concurrents en plus de l'évaluation théorique qui soutient un multiplicateur de l'ordre de 14.0x; à noter également que les sociétés d'ingénierie et de gestion d'actifs alternatifs se négocient actuellement à un ratio VE/BAIIA de 17x, ce qui justifie la valorisation par la somme des parties).

DONNÉES BOURSIÈRES

| | |
|-----------------------------------|--------------|
| Haut et bas – 52 semaines (\$) | 156.77-97.06 |
| Dividende par action (\$) | 0.30 |
| Rend. dividende (%) | 0.2 |
| Actions en circulation (M) | 44.0 |
| Actions en circulation - dil. (M) | 48.9 |
| Capitalisation boursière (M\$) | 6,903.4 |
| Valeur de l'entreprise (M\$) | 8,342.1 |

ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

| Fin d'exercice: | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E |
|---------------------------|---------|---------|---------|---------|
| décembre | | | | |
| Chiffre d'affaires (\$M) | 2,786.9 | 4,089.1 | 4,435.9 | 4,777.6 |
| BAIIA (\$M) | 361.4 | 544.3 | 615.9 | 679.7 |
| BPA - après dilution (\$) | 4.18 | 6.18 | 6.69 | 6.84 |
| VE/BAIIA (x) | 23.1 | 15.3 | 13.5 | 12.3 |
| C/B (x) | 37.5 | 25.4 | 23.4 | 22.9 |

Tous les chiffres en USD sauf indication contraire

Source: Refinitiv, FBN et rapports de la société

Rendement du titre (Source: FactSet)



Corus Entertainment Inc.

| | | | |
|--------------------|----------------------------|----------------|------------------------|
| CJR.B (TSX) | COTE | COURS CIBLE | RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ |
| C\$5.11 | Rendement supérieur | C\$6.50 | 31.9% |

Profil

Corus Entertainment Inc. est une grande société de médias et de divertissement intégrée qui propose une base attrayante de services de télévision spécialisée et de radio, ainsi que de contenu destiné aux enfants et aux familles. Le Shaw Family Living Trust et des membres reliés contrôlent 84.7% des droits de vote et 5.9% des actions. Shaw Communications a vendu sa participation de 38% sur le marché secondaire en mai 2019.

Faits Saillants

Croissance des revenus de publicités télévisées, augmentation des abonnements STACKTV/Nick+, nouvelles initiatives. CJR a 33 chaînes spécialisées et 15 réseaux de télévision classiques. La reprise des ventes de publicité télévisée est en cours - +16% au T1 2022 (21% au T4, 23% au T3) - étant donné les points de comparaison faciles, mais le variant Omicron, le contexte géopolitique et les problèmes de chaînes d'approvisionnement minent le potentiel de hausse. CJR est centrée sur diverses initiatives pour stimuler la croissance du chiffre d'affaires consolidé, dont la vente de segments d'audience et la technologie d'annonces Cynch. Les deux initiatives représentaient 37% des ventes de publicités télévisées au T1 2022 (comparativement à 26%) - >400 annonceurs utilisant les segments d'audience, >50% utilisant Cynch (passage de l'essai à l'adoption). STACKTV/Nick+ (>725K abonnés aujourd'hui contre >500K au 1/4/2021, répartis à 80/20). Diffusion directe et ventes de publicité des plateformes numériques (revenus des nouvelles plateformes), 9% au T1 contre 7 % pour les annonces télévisées/revenus d'abonnements. Le segment télévision de CJR comprenait aussi Nelvana et Corus Studios. Nelvana est centrée sur les émissions pour enfants, avec des activités de production, de distribution et de cession sous licence, et une bibliothèque de plus de 4700 épisodes, alors que Corus Studios est davantage axé sur les émissions magazines et séries de réalité factuelle.

Endettement à 2.7x (nouvel objectif de moins de 2.5x), liquidités abondantes. Corus avait \$53 millions de trésorerie au T1 et une facilité de crédit renouvelable non tirée de \$300 millions. La clause restrictive est fixée à 4.0x (passif hors baux de \$143 millions, BAIIA proportionné). Dépenses en émissions canadiennes insuffisantes d'environ \$50 millions, ce qui devrait être corrigé d'ici août 2023. Les FTD anticipés devraient rester solides et permettre un désendettement avant la possibilité d'une opération de fusion et d'acquisition complémentaire future. La distribution des dividendes demeure faible à environ 20%. Nouveau programme de rachat d'actions à concurrence de 9.7M d'actions. Corus compte utiliser le nouveau rachat de manière opportuniste puisqu'elle considère que les actions sont sous-évaluées. Le dernier programme de rachat n'avait pas été actif.

Facteurs de Risque

Corus tire plus de 50 % de son chiffre d'affaires de la publicité, alors que les médias traditionnels sont constamment sous la pression d'une dérive des dépenses de marketing vers les plateformes numériques. Tout en bénéficiant de cartes de tarification liées à la pénétration qui offrent une protection à court terme de ses revenus d'abonnements contre la réduction et l'abandon des services câblés, la perte potentielle de ses abonnés aux services de télévision spécialisée pourrait avoir une incidence négative sur les ventes de publicités et, à la longue, miner les revenus

Analyste Adam Shine, CFA • (514) 879-2302 • adam.shine@nbc.ca
Adjoint Ahmed Abdullah, CFA • (514) 879-2564 • ahmed.abdullah@nbc.ca
Adjoint Luc Troiani, CFA • (416) 869-6585 • luc.troiani@nbc.ca

DONNÉES BOURSIÈRES

| | |
|--------------------------------|-----------|
| Haut et bas – 52 semaines (\$) | 6.54-4.34 |
| Dividende par action (\$) | 0.24 |
| Rend. dividende (%) | 4.7 |
| Actions en circulation (M) | 208.4 |
| Capitalisation boursière (M\$) | 1,064.8 |
| Valeur de l'entreprise (M\$) | 2,455.5 |

ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

| Fin d'exercice: | 2021A | 2022E | 2023E |
|---|---------|---------|---------|
| décembre | | | |
| Chiffre d'affaires (\$M) | 1,543.5 | 1,603.6 | 1,612.6 |
| BAIIA raj. (\$M) | 524.6 | 497.0 | 514.7 |
| BPA rajusté (\$) | 0.88 | 0.79 | 0.89 |
| C/B (x) | 5.8 | 6.4 | 5.7 |
| VE/BAIIA (x) | 5.1 | 5.1 | 4.5 |
| Flux de trésorerie disponibles (\$M) ¹ | 254.9 | 235.0 | 260.7 |
| FTD / action (\$) | 1.22 | 1.16 | 1.31 |
| Rend FTD (%) | 23.9 | 22.7 | 25.7 |
| FTD raj. (\$M) ² | 251.9 | 234.7 | 260.7 |
| FTD raj./ action (\$) | 1.21 | 1.16 | 1.31 |
| Rend. FTD raj. (%) | 23.7 | 22.7 | 25.7 |
| Ratio de distribution (%) | 20 | 21 | 18 |

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

Source: Estimations FBN, rapports de la société et Refinitiv

- FTE – investissements en immobilisations
- D'après Corus (FTE – FTI + trésorerie utilisée dans les F&A, investissements et PM – aliénations)

Rendement du titre (Source: FactSet)



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

tirés des abonnements. Au-delà des pressions séculaires, Corus doit faire face à des pressions cycliques qui émergent pendant les périodes économiques plus faibles, sans compter les récessions et les chocs exogènes comme la pandémie.

Évaluation

Nous attribuons à Corus la cote Rendement supérieur, avec un cours cible de **\$6.50**. Le cours cible repose sur notre estimation de la VAN pour l'exercice 2023E, avec un ratio VE/BAIIA implicite de 5.7 et 5.1 pour 2022E et 2023E, respectivement.

Empire Company Ltd.

| | | | |
|--------------------|----------------------------|-----------------|------------------------|
| EMP.A (TSX) | COTE | COURS CIBLE | RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ |
| C\$44.33 | Rendement supérieur | C\$48.00 | 9.6% |

Profil

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

Faits Saillants

Gérer les difficultés alors que le projet Horizon progresse

(1) EMP se tient bien malgré les difficultés auxquelles est exposé le secteur; la direction souligne que les problèmes les plus pressants sont d'abord les tensions le long des chaînes d'approvisionnement, puis l'inflation. Elle juge qu'elle a mieux su gérer ses stocks que le marché dans son ensemble. (2) EMP reste bien positionnée pour atteindre les objectifs financiers de son projet triennal Horizon (croissance annualisée du BAIIA de \$500 millions; amélioration de la marge BAIIA de 100 pb; TCAC du BPA de 15%). La direction a également indiqué que certaines initiatives prévues pour 2023 (centrées sur l'optimisation des magasins et l'amélioration de l'expérience client) produiront des effets positifs croissants à partir de 2024.

Des nouvelles des ventes en ligne, de Farm Boy et de FreshCo

(1) Les ventes en ligne de produits d'épicerie d'Empire ont augmenté de 17% a/a. La direction a annoncé l'ouverture d'un centre de traitement des commandes à Montréal au début de mars, dont elle prévoit qu'il pourra satisfaire environ 85% de la population du Québec d'ici l'été. (2) Au T3, EMP a ouvert deux magasins Farm Boy, chiffre qu'elle compte porter à sept (nets) en 2022; rappelons qu'EMP prévoit de faire doubler la taille du réseau de Farm Boy d'ici cinq ans (par rapport à 26 magasins en 2018). (3) Au T3, EMP a ouvert sept supermarchés FreshCo en Alberta; au total, 40 nouveaux supermarchés devraient ouvrir leurs portes dans l'Ouest canadien d'ici la fin de 2022, pour un objectif à plus long terme d'environ 65.

Facteurs de Risque

Les principaux risques sont reliés à la difficulté à égaler les chiffres comparatifs en glissement annuel après les avantages induits par la COVID-19 pendant l'année civile 2020, aux pressions inflationnistes sur les coûts, à un contexte sectoriel potentiellement défavorable, à des augmentations des salaires et à une concurrence plus intense.

Évaluation

Nous continuons d'évaluer Empire selon la méthode de la somme des parties. Notre cours cible correspond à 7.5 fois notre BAIIA du commerce de détail de produits alimentaires des exercices 2023 et 2024, plus la valeur des participations d'Empire (moins une décote de 10%).

DONNÉES BOURSIÈRES

| | |
|--------------------------------|-------------|
| Haut et bas – 52 semaines (\$) | 44.34-36.20 |
| Dividende par action (\$) | 0.60 |
| Rend. dividende (%) | 1.4 |
| Actions en circulation (M) | 264.9 |
| Capitalisation boursière (M\$) | 11,743.0 |
| Valeur de l'entreprise (M\$) | 18,509.2 |

ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

| Fin d'exercice: | 2021A | 2022E | 2023E |
|--------------------------|----------|----------|----------|
| décembre | | | |
| Chiffre d'affaires (\$M) | 28,268.3 | 29,811.9 | 30,029.9 |
| BAIIA raj. (\$M) | 2,143.8 | 2,309.8 | 2,426.2 |
| BAII raj. (\$M) | 1,299.5 | 1,353.7 | 1,456.8 |
| Bénéfice net (\$M) | 701.5 | 742.5 | 804.6 |
| BPA rajusté (\$) | 2.61 | 2.80 | 3.10 |
| Dividende / action (\$) | 0.52 | 0.60 | 0.65 |
| C/B (x) | 17.0 | 16.0 | 14.5 |
| VE/BAIIA (x) | 8.6 | 8.1 | 7.7 |

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

Source: Refinitiv, FBN et rapports de la société

Rendement du titre (Source: FactSet)



Fairfax Financial Holdings Ltd.

| | | | |
|---|--|-----------------------------------|---|
| FFH / FFH.U (TSX; TSX) C\$649.43; US \$482.70 | COTE Rendement supérieur | COURS CIBLE C\$1,000.00 | RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ 55.9% |
|---|--|-----------------------------------|---|

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 génération 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. Avec des PNS de près de \$18 milliards en 2021, FFH est l'une des 10 plus grandes sociétés d'assurances en Amérique du Nord.

Nous croyons que les **activités diversifiées** de la société et sa **gestion décentralisée** soutiennent une croissance stable des primes (de 10% ou plus) et un rendement constant des ratios combinés (moyenne à long terme de 96%).

Un portefeuille d'investissement prudent dégagant un rendement annuel moyen de 8% depuis sa création. La philosophie de placement de Fairfax se concentre sur les rendements totaux à long terme en se basant sur une approche prudente orientée vers la valeur à long terme. Cette philosophie a souvent profité à FFH, qui affiche un rendement annuel total de 8% depuis sa création en 2019. Le changement d'orientation de la société, auparavant « ultra » prudente, maintenant plus audacieuse en termes de prise de risques (mais toujours prudente), est évident depuis le T4 2016. 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. Avec un ratio combiné d'environ 96% des opérations d'assurance, FFH devra dégager un rendement annuel total sur les actifs investis d'environ 4% afin de dégager un RCP après impôt inférieur à 10%.

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 causant d'importantes pertes de souscription; 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.

DONNÉES BOURSIÈRES

| | |
|--------------------------------|---------------|
| Haut et bas – 52 semaines (\$) | 700.00–493.00 |
| Dividende par action (\$) | 10.00 |
| Rend. dividende (%) | 2.0 |
| Actions en circulation (M) | 25.9 |
| Capitalisation boursière (M\$) | 16,804.9 |

Haut/bas 52 semaines en CAD

ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

| Fin d'exercice: | 2020A | 2021E | 2022E |
|--------------------------------|---------|---------|---------|
| décembre | | | |
| BPA - après dilution (\$) | 6.29 | 111.45 | 81.01 |
| C/B (x) | 81.0 | 4.6 | 6.3 |
| Revenu de souscription (\$M) | 309.0 | 538.3 | 800.0 |
| Bénéfice d'exploitation (\$M) | 915.8 | 1,287.5 | 1,405.5 |
| Bénéfice avant impôt (\$M) | 244.1 | 4,098.5 | 2,911.4 |
| Impôt sur le bénéfice (\$M) | (206.7) | (736.8) | (574.5) |
| Résultat net (\$M) | 218.4 | 3,107.9 | 2,092.9 |
| Valeur comptable / action (\$) | 478.33 | 582.97 | 659.12 |
| RCP (%) ¹ | 1.5 | 22.6 | 13.8 |

Tous les chiffres en USD sauf indication contraire

Source: Refinitiv, FBN et rapports de la société

1. LTM ROE

Rendement du titre (Source: FactSet)



Évaluation

Notre cours cible correspond à un ratio C/VC de 1.1 à notre estimation pour le T4 2022.

GFL Environmental Inc.

| | | | |
|--|--|--------------------------------|---|
| GFL (TSX; NYSE) C\$37.61; US\$29.75 | COTE Rendement supérieur | COURS CIBLE C\$55.00 | RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ 46.4% |
|--|--|--------------------------------|---|

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 74% 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.

Relativement résistant aux récessions: Le secteur des déchets solides est relativement résistant à la récession. L'exposition de GFL aux déchets solides concerne essentiellement des marchés secondaires, dont les volumes sont moins affectés et représentent près des deux tiers de son exposition totale aux déchets solides. En outre, une grande proportion du chiffre d'affaires de GFL provient de l'activité de services de ramassage qui comporte une structure de coûts variables et peut par conséquent être contrôlée.

En position de forte croissance et de rentabilité à la hausse: Forte de plus de 100 acquisitions depuis 2007, GFL a connu une croissance rapide, atteignant un chiffre d'affaires de \$5.5 milliards en 2021 (et un TCAC de 44% au cours des trois dernières années). De janvier 2021 à octobre 2021, GFL a déployé CA\$2.2 milliards pour 31 acquisitions, dont celle des actifs de gestion des déchets solides et de recyclage de Peoria Disposal Company, du groupe Alabama Dumpster et de Terrapure.

Les projets de GNR augmentent et d'autres s'annoncent: Au T1 2021, GFL a progressé dans ses projets de GNR. Sa filiale GFL Renewables LLC a conclu des ententes de coentreprise sur quatre sites d'enfouissement de déchets solides municipaux et négocie actuellement des ententes pour cinq autres. Ces projets doivent entrer en exploitation en 2023 (le premier dès avril 2023) et GFL s'attend à ce que ces neuf projets de GNR génèrent de \$105 millions à \$125 millions (auparavant \$65 millions sur six projets) de flux de trésorerie disponibles annuels avec une dilution limitée.

Facteurs de Risque

GFL est exposée aux risques liés 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 retenir 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 (\$) | 54.01-33.25 |
| Dividende par action (\$) | 0.05 |
| Rend. dividende (%) | 0.1 |
| Capitalisation boursière (M\$) | 15,115.7 |
| Dette nette (M) | 7,788.6 |
| Valeur de l'entreprise (M\$) | 22,904.3 |

ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

| Fin d'exercice: décembre | 2021A | 2022E | 2023E |
|--|---------|---------|---------|
| Chiffre d'affaires (\$M) | 5,525.5 | 6,486.6 | 7,135.2 |
| Croissance chiffre d'affaires a/a (%) | 32 | 17 | 10 |
| BAIIA raj. (\$M) | 1,463.7 | 1,757.0 | 2,036.0 |
| Marge BAIIA raj. (%) | 26.5 | 27.1 | 28.5 |
| VE/BAIIA raj. (x) | 14.9 | 15.6 | 13.1 |
| Flux de trésorerie disponibles (\$M) | 540.3 | 714.6 | 843.4 |
| FTD / action (\$) | 1.50 | 1.97 | 2.33 |

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 6.75% et un taux de croissance à perpétuité de 3%, ainsi que sur un ratio VE/BAIIA d'environ 15 fois les estimations pour 2023. Nous croyons que GFL devrait profiter de l'assouplissement des restrictions liées à la COVID-19 et des récentes fusions-acquisitions.

Great-West Lifeco Inc.

| | | | |
|------------------|------------------------|-----------------|------------------------|
| GWO (TSX) | COTE | COURS CIBLE | RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ |
| C\$36.16 | Rendement moyen | C\$39.00 | 13.3% |

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. La fiducie résiduaire familiale Desmarais exerce un contrôle sur les droits de vote dans Power Corporation du Canada.

Faits Saillants

L'intégration de MassMutual progresse bien. La contribution au bénéfice de US\$54 millions dévie de 5% de la prévision de GWO pour 2022, bien qu'il ne faille pas exclure des ajustements supplémentaires (coûts de financement) dont le chiffre trimestriel ne rend pas compte.

Putnam affiche un bénéfice et des sorties nettes de fonds. À US\$27 millions, le bénéfice de Putnam a dépassé notre prévision de US\$7 millions, comme au cours de chacun des quatre derniers trimestres. Nos nouvelles estimations sont plus optimistes. Des sorties nettes de US\$1.6 milliard ont été déclarées (US\$1 milliard pour le secteur détail, US\$0.7 milliard pour les investisseurs institutionnels) alors que les souscriptions brutes étaient en baisse de 36% a/a, collectivement.

Le plus exposé au taux d'impôt mondial minimum? À 10% de taux d'imposition, c'était la 13e fois au cours des cinq dernières années (20 trimestres) que GWO affichait un taux d'imposition inférieur à 15%. Par conséquent, GWO court peut-être le plus grand risque de baisse associé à l'initiative d'impôt mondial minimum. Pour mettre les choses en perspectives, le bénéfice déclaré de GWO depuis le début de l'année (de base) aurait été de 5% (6%) avec un taux d'imposition de 15%.

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

Évaluation

Nous obtenons notre cours cible de \$39 en appliquant un ratio C/B de 10 et un C/VC de 1.4 (inchangés) à nos estimations pour 2022.

DONNÉES BOURSIÈRES

| | |
|--------------------------------|-------------|
| Haut et bas – 52 semaines (\$) | 41.50-32.69 |
| Dividende par action (\$) | 1.96 |
| Rend. dividende (%) | 5.4 |
| Actions en circulation (M) | 930.9 |
| Capitalisation boursière (M\$) | 33,659.9 |

ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

| Fin d'exercice: | 2021A | 2022E | 2023E |
|--------------------------------|-------|-------|-------|
| décembre | | | |
| BPA de base (\$) | 3.50 | 3.85 | 4.11 |
| Croissance BPA base (%) | 22 | 10 | 7 |
| BPA de base précédent (\$) | 3.52 | 3.85 | 4.11 |
| Variation (%) | (0) | 0 | 0 |
| Dividende / action (\$) | 1.80 | 1.98 | 2.19 |
| Valeur comptable / action (\$) | 24.71 | 26.42 | 26.34 |
| Cours / valeur comptable (x) | 1.5 | 1.4 | 1.4 |
| Cours / bénéfice de base (x) | 10.3 | 9.4 | 8.8 |
| Bénéfice de base (\$) | 3,260 | 3,590 | 3,832 |

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

Source: Refinitiv, FBN et rapports de la société

Rendement du titre (Source: FactSet)



IGM Financial Inc.

| | | | |
|------------------|----------------------------|-----------------|------------------------|
| IGM (TSX) | COTE | COURS CIBLE | RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ |
| C\$42.88 | Rendement supérieur | C\$57.00 | 38.2% |

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 et se classe au deuxième rang au Canada par ses actifs sous gestion. Le propriétaire majoritaire d'IGM est Power Corporation, qui en détient 61.9%.

Faits Saillants

Notre penchant favorable reflète la combinaison d'une croissance forte de plus de dix pour cent de son BPA rajusté et un potentiel important de révision de sa valorisation.

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 modéré de 6% à notre avis, 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. En mars 2022, IGM a déclaré un actif géré et actif sous service-conseil de \$268 milliards. L'élan d'IG Gestion de patrimoine est motivé 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 de la direction de déployer le capital stratégiquement dans des tendances en expansion.

Hausse potentielle de la valorisation grâce à des investissements stratégiques dans une croissance forte. 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 du service-conseil en ligne devraient se multiplier par 4 ou 5 d'ici 2025) et Northleaf (les ASG centrés sur le crédit privé croissent à un TCAC de 16%). Nous croyons que ces actifs offriront un potentiel de hausse des bénéfices et de la valorisation à long terme.

Facteurs de Risque

En plus des risques exposés dans les rapports financiers d'IGM (risque de liquidité et de financement, risque de crédit, risque du marché, risque opérationnel, risque réglementaire, etc.), nous croyons que les principaux risques pour la société sont les corrections du marché, le retrait de l'épargne des ménages et la confiance des investisseurs.

...

DONNÉES BOURSIÈRES

| | |
|--------------------------------|-------------|
| Haut et bas – 52 semaines (\$) | 51.68-38.86 |
| Dividende par action (\$) | 2.25 |
| Rend. dividende (%) | 5.2 |
| Actions en circulation (M) | 239.7 |
| Capitalisation boursière (M\$) | 10,277.4 |

ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

| Fin d'exercice: | 2021A | 2022E | 2023E |
|--------------------------------|---------|---------|---------|
| décembre | | | |
| Chiffre d'affaires (\$M) | 3,437.4 | 3,578.1 | 3,839.4 |
| Résultat net (\$M) | 978.9 | 988.8 | 1,093.6 |
| BAIIA raj. (\$M) ¹ | 1,376.5 | 1,441.2 | 1,573.8 |
| Croissance A/A (%) | 27 | 5 | 9 |
| BPA rajusté (\$) | 4.04 | 4.09 | 4.53 |
| Croissance BPA A/A (%) | 26.31 | 1.18 | 10.60 |
| C/B (x) | 10.6 | 10.5 | 9.5 |
| RCP (%) ² | 16.2 | 14.8 | 15.2 |
| Valeur comptable / action (\$) | 26.91 | 28.80 | 31.13 |
| Dividende / action (\$) | 2.25 | 2.25 | 2.25 |
| Ratio de distribution (%) | 68 | 67 | 60 |

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

Nous appliquons une méthodologie de valorisation par la somme des parties pour arriver à notre cours cible utilisant i) un ratio C/B d'environ 11.5 pour les activités de Gestion de patrimoine d'IGM, ii) un ratio C/B d'environ 10.5 pour les activités de Gestion d'actifs d'IGM, et iii) la valeur comptable/juste valeur des positions dans l'unité des investissements stratégiques. Nous cotons l'action Rendement supérieur.

Lightspeed Commerce Inc.

| | | | |
|----------------------------|------------------|------------------|------------------------|
| LSPD | COTE | COURS CIBLE | RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ |
| (NYSE; TSX) | Rendement | US\$75.00 | 150.5% |
| US\$29.94; C\$37.98 | supérieur | | |

Profil

Lightspeed Commerce offre un système de points de vente infonuagique pour les détaillants et les restaurateurs. Ses solutions permettent aux utilisateurs de gérer des processus de bout en bout, y compris les stocks, la fidélisation, les ventes et l'analytique. Lightspeed offre divers produits tels que les TPV pour le commerce de détail, les TPV pour les restaurants, le commerce électronique et les services sur place. La boîte à outils de plateforme de commerce électronique de Lightspeed comprend la gestion des produits, la gestion des stocks, la gestion des commandes et la gestion des devises. Lightspeed offre aussi Omnichannel au commerce de détail, qui intègre les circuits de vente en ligne et en magasin. Les TPV restaurant de la société comprennent les TPV de service aux tables, des TPV de service rapide, les TPV des cafés et les TPV des bars. Les solutions sur place permettent aux utilisateurs de personnaliser le système de points de vente et de vendre des produits en ligne à des clients dans le monde entier.

Faits Saillants

Qui est Lightspeed?

Lightspeed offre une plateforme modulaire de services vastes (par abonnement) faciles à utiliser et ciblant les détaillants et restaurants, qui sont des PME. Ces services couvrent tout un ensemble de capacités qui commencent au point de vente, mais s'étendent jusqu'aux paiements, à la gestion des stocks, à la capacité de mettre en place des programmes de fidélisation et à la production d'analyses et de rapports.

Lightspeed a connu une forte croissance, principalement entraînée par des acquisitions, ce qui concorde avec sa stratégie d'occupation du territoire. Nous continuons de penser que ce titre en est à un stade très précoce de sa stratégie de croissance, particulièrement étant donné le potentiel d'augmentation de la fonction Paiements (actuellement seulement 10.8% de la VTB traités) ainsi que les facteurs de croissance supplémentaires comme le réseau des fournisseurs de la société, LSDP Capital et les partenariats technologiques récents avec Google et OpenTable.

Notre thèse de placement

1) Lightspeed évolue sur un marché qui est mûr pour une rupture. 2) Nous entrevoyons un vaste marché adressable pour Lightspeed. 3) Nous croyons que Lightspeed a une plateforme différenciée. 4) Nous entrevoyons un projet viable pour stimuler une croissance durable en appliquant un processus diligent d'acquisition de clientèle afin d'attirer de nouveaux clients et d'augmenter le produit moyen par unité. 5) Les acquisitions devraient être une autre étape de la croissance pour Lightspeed.

Facteurs de Risque

1. la concurrence, 2. l'exécution et 3. la cybersécurité

a continué...

Analyste **Richard Tse** • (416) 869-6690 • richard.tse@nbc.ca
Adjoint **Mihir Raul** • (416) 869-8049 • mihir.raul@nbc.ca
Adjoint **James Burns** • (416) 869-8808 • james.burns@nbc.ca

DONNÉES BOURSIÈRES

| | |
|-----------------------------------|--------------|
| Haut et bas – 52 semaines (\$) | 130.02-26.14 |
| Dividende par action (\$) | 0.00 |
| Rend. dividende (%) | 0.0 |
| Actions en circulation (M) | 148.2 |
| Actions en circulation - dil. (M) | 148.2 |
| Capitalisation boursière (M\$) | 4,436.3 |
| Dette nette (M) | (936.8) |
| Valeur de l'entreprise (M\$) | 3,499.4 |

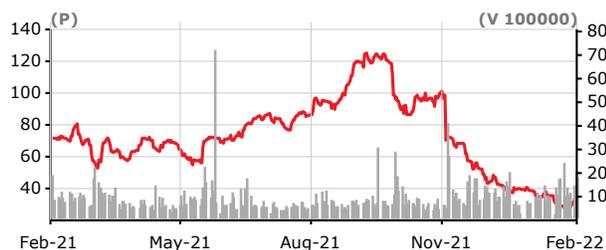
ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

| Fin d'exercice: | 2021A | 2022E | 2023E |
|--------------------------------------|--------|--------|--------|
| décembre | | | |
| Chiffre d'affaires (\$M) | 211.5 | 542.1 | 718.3 |
| BAIIA raj. (\$M) | (21.2) | (45.1) | (16.8) |
| BPA rajusté (\$) | (0.38) | (0.39) | (0.21) |
| FTE (\$) | (93) | (87) | (42) |
| Flux de trésorerie disponibles (\$M) | (94.9) | (96.4) | (45.5) |
| FTD / action (\$) | (0.90) | (0.68) | (0.31) |
| VE/Ventes (x) | 16.5 | 6.5 | 4.9 |
| 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)



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

Évaluation

Notre cours cible de US\$75 reposant sur les FTA à plusieurs niveaux table sur un taux de marche normalisé et implique un ratio VE/chiffre d'affaires 2022E de 18.8 pour l'exercice 2022E.

Loblaw Companies Limited

| | | | |
|------------------|----------------------------|------------------|------------------------|
| L (TSX) | COTE | COURS CIBLE | RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ |
| C\$113.30 | Rendement supérieur | C\$119.00 | 6.3% |

Profil

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

Faits Saillants

Acquisition de Lifemark Health Group

L a annoncé que Shoppers Drug Mart avait conclu l'acquisition de Lifemark Health Group pour une contrepartie au comptant de \$845 millions. Lifemark est le fournisseur chef de file de services de physiothérapie ambulatoire, de massages thérapeutiques, de soins d'ergothérapie, de chiropraxie et de santé mentale, ainsi que d'autres services de rééducation (marché de \$11 milliards), avec une part de marché de près de 5% dans plus de 300 cliniques au Canada. Peu d'informations financières ont été fournies. Nous estimons que les activités dégagent des marges BAIIA comprises entre 11% et 14% et que le ratio de valorisation est de près de 15% (activités résilientes, avec une croissance annuelle du chiffre d'affaires d'environ 5%). Notre analyse préliminaire indique que la transaction fera légèrement monter le BPA annuel de L, d'environ 2%. L'opération devrait être close au deuxième semestre de 2022.

Maintien de notre thèse de placement

Nous pensons que L est bien positionnée en raison: (a) des avantages attendus des initiatives d'amélioration de la direction (excellence dans le commerce de détail); (b) de l'élan attendu chez SC, entraîné par la reprise du rayon des cosmétiques; (c) des perspectives d'amélioration des tendances dans le segment à escompte; (d) de l'amélioration du levier opérationnel maintenant que les investissements opérationnels et dans les prix sont terminés, pour le moment; et (e) de la tendance à l'accélération de l'inflation dans le secteur alimentaire (ce qui avantage habituellement les épiciers, sous réserve que l'inflation ne monte pas trop haut).

Facteurs de Risque

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 évaluons Loblaw au moyen de la méthode de la somme des parties. Notre cours cible correspond à 8.5 fois notre estimation du BAIIA du secteur Vente au détail et 9.5 fois notre estimation du BPA du secteur Services financiers, dans les deux cas pour 2023.

DONNÉES BOURSIÈRES

| | |
|--------------------------------|--------------|
| Haut et bas – 52 semaines (\$) | 116.88-65.32 |
| Dividende par action (\$) | 1.50 |
| Rend. dividende (%) | 1.3 |
| Actions en circulation (M) | 338.1 |
| Capitalisation boursière (M\$) | 38,810.5 |
| Valeur de l'entreprise (M\$) | 52,924.5 |

ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

| Fin d'exercice: | 2021A | 2022E | 2023E |
|--------------------------|----------|----------|----------|
| décembre | | | |
| Chiffre d'affaires (\$M) | 53,170.0 | 54,170.1 | 55,222.5 |
| BAIIA raj. (\$M) | 5,587.0 | 5,840.5 | 6,010.4 |
| BAll raj. (\$M) | 3,429.0 | 3,583.6 | 3,707.1 |
| Bénéfice net raj. (\$M) | 1,911.1 | 2,045.9 | 2,165.5 |
| BPA rajusté (\$) | 5.59 | 6.18 | 6.74 |
| Dividende / action (\$) | 1.40 | 1.50 | 1.57 |
| C/B (x) | 20.5 | 18.6 | 17.0 |
| VE/BAIIA (x) | 9.5 | 9.1 | 8.8 |

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

Source: Refinitiv, FBN et rapports de la société

Rendement du titre (Source: FactSet)



Lundin Mining Corporation

| | | | |
|------------------|------------------------|-----------------|------------------------|
| LUN (TSX) | COTE | COURS CIBLE | RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ |
| C\$12.71 | Rendement moyen | C\$14.00 | 15.0% |

Profil

Lundin Mining est une société minière canadienne qui a des activités en Europe (Neves-Corvo, Zinkgruvan), au Chili (Candelaria), 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

Les prévisions opérationnelles pour 2022 sont inchangées et restent en accord avec les estimations de FBN.

Les catalyseurs à venir sont la conclusion de l'acquisition de Josemaria Resources Inc. attendue au T2 2022, les mises à jour sur l'exploration à Chapada et les mises à jour sur les progrès à Neves-Corvo ZEP. Nous nous attendons à ce que Lundin exploite son expertise pour faire avancer l'exploration /expansion à Chapada comme à Candelaria.

À la fin du T4 2021, LUN avait US\$594 millions de liquidités et elle s'attend à générer des FTD de US\$1,010 millions en 2022. Le 17 février, Lundin disposait d'environ US \$650 millions de liquidités et des liquidités nettes d'environ US\$620 millions. On se souvient qu'en décembre 2021, LUN a renouvelé son programme d'achat d'actions dans le cours normal des activités, autorisant la société à acheter jusqu'à 63.7 millions d'actions ordinaires sur 12 mois, ce qui a commencé le 9 décembre 2021. Environ 4.5 millions d'actions pour un produit total de US\$40.7 millions ont été rachetées et annulées en 2021.

La société 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 deuxième semestre de 2021) 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 rend compte de la vigueur du bilan de la société et du rendement solide du dividende; cependant, l'acquisition de Josemaria ajoute une importante incertitude quant à la mise en valeur et détériore la production de FTD à court terme. De plus, il reste une incertitude importante au sujet de l'adoption de redevances élevées au Chili où Candelaria représente environ 50% de la VAN du projet de la société. Une issue favorable des révisions chiliennes de la fiscalité et des redevances et le séquençage de projets de croissance à faible intensité de capital comme l'expansion potentielle de Chapada améliorerait notre perspective à court terme de la société.

Notre cours cible est basé sur des multiples de 0.95 fois la VAN (50%) + un ratio VE/FT2022E de 5.0x (25%) + un ratio VE/FT2023E de 5.0x (25%) – ce qui concorde avec notre méthodologie de valorisation des autres producteurs de métal que nous couvrons.

Analyste **Shane Nagle, CFA** • (416) 869-7936 • shane.nagle@nbc.ca
Adjoint **Lola Aganga, M.Eng.** • (416) 869-6516 • lola.aganga@nbc.ca
Adjoint **Ahmed Al-Saidi** • (416) 869-7535 • ahmed.al-saidi@nbc.ca

DONNÉES BOURSIÈRES

| | |
|--------------------------------|------------|
| Haut et bas – 52 semaines (\$) | 16.07-8.56 |
| Dividende par action (\$) | 0.62 |
| Rend. dividende (%) | 4.9 |
| Actions en circulation (M) | 736.0 |
| Capitalisation boursière (M\$) | 9,355.1 |
| Dette nette (M) | (563.1) |
| Valeur de l'entreprise (M\$) | 6,490.0 |

Haut/bas 52 semaines, dividende et capitalisation boursière en CAD

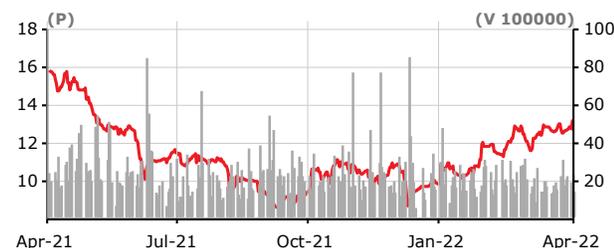
ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

| Fin d'exercice: | 2021A | 2022E | 2023E |
|--------------------------|---------|---------|---------|
| décembre | | | |
| Production Cu (t) | 232,539 | 232,516 | 234,324 |
| Production de zinc (t) | 143,797 | 191,099 | 233,592 |
| Production d'or (Koz) | 152 | 141 | 146 |
| Chiffre d'affaires (\$M) | 3,328.8 | 4,038.4 | 4,140.2 |
| BAIIA (\$M) | 1,869.4 | 2,358.1 | 2,466.2 |
| Bénéfice net raj. (\$M) | 820.6 | 1,327.9 | 1,389.7 |
| FT exploitation - avant | 1,556 | 2,017 | 1,981 |
| FR (\$M) | | | |
| BPA rajusté (\$) | 1.12 | 1.74 | 1.79 |

Tous les chiffres en USD sauf indication contraire

Source: Refinitiv, FBN et rapports de la société

Rendement du titre (Source: FactSet)



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

MTY Food Group Inc.

| | | | |
|------------------|----------------------------|-----------------|------------------------|
| MTY (TSX) | COTE | COURS CIBLE | RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ |
| C\$53.41 | Rendement supérieur | C\$70.00 | 32.6% |

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

La dynamique sera temporairement affectée par les restrictions au T1

(1) La direction a indiqué qu'elle continuait de se recentrer sur la croissance à plus long terme; les ventes sont remontées à leur niveau d'avant la pandémie pour bon nombre des marques et progressent dans la bonne direction pour les autres. (2) MTY a connu une solide reprise, en particulier sur le secteur de la restauration informelle, avec des revenus en hausse de 36% a/a. Par types de restaurants, ceux situés dans des centres d'achat et des tours de bureaux ont connu la plus forte amélioration, avec des revenus en hausse de 41% et 58%, respectivement. (3) L'imposition de nouvelles restrictions gouvernementales (Omicron) au T1 2022 nuira certainement à la dynamique, en particulier en Ontario et au Québec. Cela étant dit, nous pensons que les répercussions liées à Omicron seront temporaires. Pour l'avenir (au-delà du T1 2022), nous continuons d'anticiper une solide reprise, en particulier dans la restauration informelle; il faut néanmoins compter sur la perte de vitesse de la marque Papa Murphy's.

Inquiétudes liées à la main-d'œuvre et à l'inflation; les perspectives de fusions-acquisitions s'améliorent

(1) La direction a indiqué qu'elle éprouvait des difficultés à recruter du personnel sur tout son réseau et qu'elle observait des perturbations le long des chaînes d'approvisionnement. Nous pensons que ces pressions vont se poursuivre, même si nous considérons qu'elles sont gérables dans une large mesure. Pour compenser les tensions inflationnistes, MTY continue d'augmenter ses prix. Comme MTY est un franchiseur, nous considérons que l'inflation est positive si elle est acceptée par les consommateurs. (2) La direction a indiqué qu'elle avait observé une augmentation des opérations de fusions-acquisitions. Cela dit, elle a laissé entendre qu'elle continuerait d'appliquer une approche disciplinée à ce sujet (en privilégiant probablement les opérations de taille intermédiaire). Le ratio d'endettement du bilan est confortable, le ratio dette nette/BAIIA étant de 2.2.

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 la possibilité 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.

Analyste Vishal Shreedhar • (416) 869-7930 • vishal.shreedhar@nbc.ca
Adjoint Ryan Li • (416) 869-6767 • ryan.li@nbc.ca
Adjoint Paul Hyung • (416) 507-9009 • paul.hyung@nbc.ca

DONNÉES BOURSIÈRES

| | |
|--------------------------------|-------------|
| Haut et bas – 52 semaines (\$) | 72.10-47.15 |
| Dividende par action (\$) | 0.84 |
| Rend. dividende (%) | 1.6 |
| Actions en circulation (M) | 24.8 |
| Capitalisation boursière (M\$) | 1,338.4 |
| Valeur de l'entreprise (M\$) | 1,712.2 |

ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

| Fin d'exercice: décembre | 2021A | 2022E | 2023E |
|-----------------------------|-------|-------|-------|
| Chiffre d'affaires (\$M) | 551.9 | 595.2 | 622.0 |
| BAIIA raj. (\$M) | 168.6 | 176.7 | 186.0 |
| BAII raj. (\$M) | 136.4 | 144.2 | 153.6 |
| Bénéfice net raj. (\$M) | 85.6 | 89.6 | 98.7 |
| BPA - après dilution (\$) | 3.46 | 3.62 | 3.99 |
| Dividende / action (\$) | 0.37 | 0.84 | 0.97 |
| VE/BAIIA (x) | 10.2 | 9.7 | 9.2 |

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

Le rendement des dividendes a été annualisé pour refléter la reprise du versement de dividendes au milieu de l'exercice 2021

Source: Refinitiv, FBN et rapports de la société

Rendement du titre (Source: FactSet)



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

Évaluation

Nous valorisons MTY à 11.0 fois notre BAIIA pour l'exercice 2023.

Paramount Resources Ltd.

| | | | |
|------------------|----------------------------|-----------------|------------------------|
| POU (TSX) | COTE | COURS CIBLE | RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ |
| C\$30.98 | Rendement supérieur | C\$45.00 | 48.2% |

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 production annuelle de la société en 2022 devrait s'établir en moyenne à 93,000 bep/j. 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

Paramount 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. Ses perspectives continuent de pointer vers une croissance orientée vers la valeur grâce à des ajouts d'actifs riches en liquides à faible intensité capitalistique. De plus, 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, où la société se concentre principalement sur la mise en valeur de ses gisements de grande qualité dans Montney et Duvernay.

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. En particulier, la société détient des installations (usines de traitement du gaz, installations pétrolières et terminal de pétrole brut) et des pipelines d'une importance majeure. 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: Les avoirs de POU dans la région centre de l'Alberta/autre couvrent les actifs de Willesden Green et de gaz de schiste dans le Horn River Basin, au nord-est de la Colombie-Britannique.

a continué...

DONNÉES BOURSIÈRES

| | |
|-----------------------------------|------------|
| Haut et bas – 52 semaines (\$) | 32.65-9.32 |
| Dividende par action (\$) | 0.96 |
| Rend. dividende (%) | 3.0 |
| Actions en circulation (M) | 139.2 |
| Actions en circulation - dil. (M) | 147.5 |
| Capitalisation boursière (M\$) | 4,553.2 |
| Valeur de l'entreprise (M\$) | 4,517.7 |

ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

| Fin d'exercice: | 2021A | 2022E | 2023E |
|--------------------------------|--------|--------|---------|
| décembre | | | |
| Total bep/j (6:1) bep/j | 82,001 | 93,000 | 101,000 |
| Gaz nat. (%) | 56 | 54 | 52 |
| WTI (\$/b) | 68.00 | 95.00 | 90.00 |
| FT produits nets (\$/bep) | 16.13 | 35.65 | 36.80 |
| FTPA (\$) | 3.38 | 8.20 | 9.20 |
| Flux de trésorerie (\$M) | 483 | 1,210 | 1,357 |
| Dépenses immobilisations (\$M) | 44 | 584 | 540 |
| Distributions nettes (%) | 63 | 57 | 50 |
| Rend FTD (%) | 8.5 | 11.3 | 14.8 |
| VE/FTCD (x) | 4.9 | 3.7 | 2.9 |
| D/FT (x) | 0.9 | (0.0) | (0.5) |

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

Source: Estimations FBN, rapports de la société et Refinitiv

Rendement du titre (Source: FactSet)



Facteurs de Risque

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

Évaluation

Notre cours cible de \$45 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 2023e de 4.5.

Power Corporation of Canada

| | | | |
|------------------|------------------------|-----------------|------------------------|
| POW (TSX) | COTE | COURS CIBLE | RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ |
| C\$39.14 | Rendement moyen | C\$46.00 | 22.6% |

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 paraît moyenne 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 22% par rapport à la VAN comparativement à des moyennes de 1 et 5 ans d'environ 23% et 28%, respectivement. La décote par rapport à la VAN a inscrit un creux d'environ 17% à la fin de 2021.

Possibilités d'augmenter la VAN et de réduire la décote: Alors que la décote actuelle de POW par rapport à sa VAN semble moyenne d'un point de vue historique, nous croyons que POW présente un potentiel d'augmentation de la VAN et, à terme, une réduction de sa décote. À notre avis, 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 sept recommandations «#Conserver#» et seulement deux «#Acheter#».

Facteurs de Risque

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

Évaluation

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

DONNÉES BOURSIÈRES

| | |
|--------------------------------|-------------|
| Haut et bas – 52 semaines (\$) | 44.53-32.63 |
| Dividende par action (\$) | 1.98 |
| Rend. dividende (%) | 5.1 |
| Actions en circulation (M) | 676.6 |
| Capitalisation boursière (M\$) | 26,482.8 |

ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

| Fin d'exercice: | 2021A | 2022E | 2023E |
|--|---------|---------|---------|
| décembre | | | |
| Résultat net (\$M) ¹ | 3,229.6 | 3,048.3 | 3,255.3 |
| BPA rajusté (\$) ² | 4.77 | 4.50 | 4.81 |
| Croissance BPA A/A (%) | 55.43 | (5.74) | 6.99 |
| RCP (%) ³ | 14.5 | 12.7 | 12.7 |
| Valeur comptable / action (\$) | 34.56 | 37.01 | 39.81 |
| Dividende / action (\$) | 1.84 | 1.98 | 1.98 |
| Ratio de distribution (%) ⁴ | 39 | 44 | 41 |
| Ratio de distribution (des FTD) (%) | 112 | 103 | 138 |

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)



Quebecor Inc.

| | | | |
|--------------------|----------------------------|-----------------|------------------------|
| QBR.B (TSX) | COTE | COURS CIBLE | RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ |
| C\$28.01 | Rendement supérieur | C\$37.00 | 36.4% |

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, Média, qui comprend TVA (Radiodiffusion, Magazines et MELS) et les activités d'édition de journaux de Québecor, ainsi que Sports et divertissement. Les Placements Péladeau inc. contrôle 64.7% des droits de vote et 27.1 % des actions de Québecor inc.

Faits Saillants

Tirer parti de la vigoureuse unité de câblodistribution, qui assure un ancrage à la société, ainsi que le segment de service 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, et son nouveau réseau sans fil lancé vers la fin de 2010 a encore renforcé sa position. Tandis que certaines tendances lourdes continuent de handicaper le secteur Média, la diversification par voie d'acquisitions, la cession de la majorité de ses journaux 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. Tout comme ses semblables, Vidéotron exploite l'avantage que lui confère la large bande et a élargi sa gamme de produits avec le lancement, le 27 août 2019, de sa nouvelle plateforme de télé IP basée sur la plateforme X1 et le lancement d'Internet Fizz. Le PMPA par foyer continue de croître grâce aux efforts de Vidéotron pour vendre des produits groupés et à l'exploitation de contenus uniques en langue française. La concentration récente sur les abonnés qui fournissent leur propre appareil a tempéré la croissance du PMPA tout en ayant un impact favorable sur les marges. Au T3 2018, Vidéotron a lancé Mobile Fizz, marque complémentaire de service sans fil libre-service qui a réussi à stimuler les abonnements. La direction a réglé certains problèmes techniques initiaux associés à la plateforme Fizz, ce qui a contribué à faire progresser la part d'ajouts bruts de Vidéotron à environ 30% depuis le T1 2019 par rapport aux niveaux de l'année précédente, qui se situaient dans la vingtaine. La part de marché du sans-fil de la société au Québec se situe maintenant autour de 21%, la direction ayant de plus en plus confiance de pouvoir dépasser les 25%. Pendant ce temps, le taux de désabonnement demeure relativement stable.

Facteurs de Risque

Les consommateurs et les ménages 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 prendre des parts de marché. La substitution du sans-fil a entraîné une diminution des abonnements à la téléphonie.

DONNÉES BOURSIÈRES

| | |
|--------------------------------|-------------|
| Haut et bas – 52 semaines (\$) | 36.26-27.33 |
| Dividende par action (\$) | 1.20 |
| Rend. dividende (%) | 4.3 |
| Actions en circulation (M) | 239.3 |
| Capitalisation boursière (M\$) | 6,701.6 |
| Valeur de l'entreprise (M\$) | 13,524.1 |

ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

| Fin d'exercice: décembre | 2021A | 2022E | 2023E |
|--------------------------------------|---------|---------|---------|
| Chiffre d'affaires (\$M) | 4,554.4 | 4,574.7 | 4,656.6 |
| BAIIA (\$M) | 1,973.2 | 2,022.9 | 2,076.1 |
| Marge BAIIA (%) | 43.3 | 44.2 | 44.6 |
| BPA rajusté (\$) | 2.56 | 2.73 | 2.85 |
| C/B (x) | 10.9 | 10.3 | 9.8 |
| VE/BAIIA (x) | 6.9 | 6.2 | 6.0 |
| Flux de trésorerie disponibles (\$M) | 572.3 | 724.0 | 766.0 |
| FTD / action (\$) | 2.36 | 3.03 | 3.20 |
| Rend FTD (%) | 8.4 | 10.8 | 11.4 |
| Dépenses immobilisations (\$M) | 1,448 | 641 | 681 |
| Intensité dép. immobilisations (%) | 31.8 | 14.0 | 14.6 |
| Dette nette / BAIIA (x) | 3.3 | 2.7 | 2.6 |

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

Source: Estimations FBN, rapports de la société et Refinitiv

Rendement du titre (Source: FactSet)



L'abandon du service filaire est un sujet de préoccupation croissant au Canada et pourrait s'intensifier à mesure que la démographie évoluera.

Évaluation

Nous attribuons à QBR la cote Rendement supérieur et un cours cible de \$37.00. Notre cours cible repose sur notre estimation de la VAN pour 2023, avec des ratios VE/BAIIA implicites de 7.3 et 7.0 d'après nos estimations pour 2022 et 2023.

Rogers Communications Inc.

| | | | |
|--|--|--------------------------------|---|
| RCI.B / RCI (TSX; NYSE) C\$70.76; US\$56.75 | COTE Rendement supérieur | COURS CIBLE C\$77.00 | RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ 11.7% |
|--|--|--------------------------------|---|

Profil

Rogers est une société canadienne diversifiée 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 deuxième câblodistributeur en importance au Canada.

Faits Saillants

Regain de croissance du BAIIA des services sans fil grâce au chiffre d'affaires. Alors que Rogers tire toujours parti d'une pénétration accrue du téléphone intelligent auprès de sa base principale, constituée d'abonnés aux services postpayés, elle a cédé à TELUS le record du taux d'attrition le plus bas ces dernières années. Cela dit, le taux de rotation des services postpayés s'est amélioré 2015. Le 12 juin 2019, Rogers a été la première entreprise du secteur à lancer des forfaits illimités et des programmes de financement du matériel, 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 suprématie de la câblodistribution en Ontario remise en question par Bell, mais les pertes nettes d'abonnés ralentissent. Rogers est le deuxième câblodistributeur en importance au Canada, mais bon premier par le nombre d'abonnés aux services de télévision de base, avec plus de 90% de sa clientèle en Ontario. Bell continue de déployer ses services de télévision IP dans le cadre d'une offre bonifiée avec le déploiement en cours de la fibre optique, mais Rogers dispose toujours d'un réseau supérieur à peu près partout où l'entreprise est présente. Depuis l'abandon de ses efforts internes pour le service IPTV en faveur d'une plateforme X1 qui est arrivée sur le marché au T3 2018, Rogers exploite l'avantage que lui confère la large bande en lançant des offres promotionnelles de câblodistribution alléchantes pour contrer les efforts opportunistes d'acquisition d'abonnés de Bell.

La division Média poursuit ses efforts pour atténuer les pressions à long terme sur les activités de publication et de publicité. En misant sur ses actifs dans les domaines de la télévision, de la radio et de l'édition ainsi que sur les Blue Jays et le Centre Rogers, le secteur Média est bien placé pour saisir des occasions de marketing croisé dans l'entreprise Rogers, notamment avec sa participation de 37.5% dans MLSE. Alors que le contexte publicitaire reste atone et que des défis structurels persistent, les actifs Sportsnet soutiennent toujours la croissance grâce à la LNH et aux Blue Jays.

Le 15 mars 2021, Rogers a annoncé une offre d'achat sur Shaw à \$40.50 par action. La transaction de \$26.2 milliards (\$20.4 G de capitaux propres, \$5.8 G de dette nette de Shaw) représente un coefficient de 10.7x le BAIIA de l'année civile 2021E ou 7.6x après gains de synergie. Nous pensons que l'opération sera menée à terme à la mi-2022 après les autorisations réglementaires, en même temps que la vente de Shaw Wireless.

DONNÉES BOURSIÈRES

| | |
|-----------------------------------|-------------|
| Haut et bas – 52 semaines (\$) | 70.76-56.00 |
| Dividende par action (\$) | 2.00 |
| Rend. dividende (%) | 2.9 |
| Actions en circulation (M) | 504.9 |
| Actions en circulation - dil. (M) | 506.0 |
| Capitalisation boursière (M\$) | 35,380.1 |
| Valeur de l'entreprise (M\$) | 55,417.1 |

ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

| Fin d'exercice: | 2021A | 2022E | 2023E |
|--------------------------------------|----------|----------|----------|
| décembre | | | |
| Chiffre d'affaires (\$M) | 14,655.0 | 17,402.0 | 19,750.5 |
| BAIIA raj. (\$M) | 5,887.0 | 7,468.8 | 9,118.6 |
| BPA rajusté (\$) | 3.56 | 3.90 | 4.87 |
| C/B (x) | 19.7 | 18.0 | 14.4 |
| VE/BAIIA (x) | 9.4 | 8.3 | 7.8 |
| Flux de trésorerie disponibles (\$M) | 1,671.4 | 2,372.3 | 3,423.1 |
| FTD / action (\$) | 3.30 | 4.48 | 6.46 |
| Rend FTD (%) | 4.7 | 6.4 | 9.2 |
| Dépenses immobilisations (\$M) | 2,788 | 3,291 | 3,446 |
| Intensité dép. immobilisations (%) | 19.0 | 18.9 | 17.4 |
| Dette nette / BAIIA (x) | 3.4 | 4.5 | 4.0 |

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

Source: Estimations FBN, rapports de la société et Refinitiv

Rendement du titre (Source: FactSet)



Facteurs de Risque

La croissance économique pourrait ralentir au Canada ou dans la province où Rogers est une entreprise titulaire, la concurrence dans le sans-fil demeure vive, la câblodistribution fait face à des défis structurels et doit composer avec l'amélioration des offres groupées de Bell, tandis que les annulations ou les réductions d'abonnements aux services de télévision pénalisent les résultats. La réglementation et l'intervention des autorités doivent toujours être surveillées.

Évaluation

Nous attribuons à Rogers la cote Rendement supérieur et un cours cible de \$77.

Notre cours cible repose sur notre estimation des flux de trésorerie actualisés pro forma 2022E et de la VAN pro forma 2023E, et correspond à 8.7 fois le BAIIA PF2022E et 8.2x pour le BAIIA PF2023E.

Saputo Inc.

| | | | |
|------------------|----------------------------|-----------------|------------------------|
| SAP (TSX) | COTE | COURS CIBLE | RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ |
| C\$29.74 | Rendement supérieur | C\$33.00 | 13.5% |

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

Cote relevée à Rendement supérieur

(1) Nous relevons la cote du titre pour les motifs suivants: (a) SAP introduira de fortes hausses des prix pour couvrir les tensions inflationnistes; (b) à partir du T4 2022, le BPA devrait reprendre sa croissance annuelle après plusieurs trimestres de fortes baisses; (c) la valorisation est intéressante; et (d) les estimations à court terme sont atteignables. En particulier, le BAIIA consensuel de 2023 était de \$1,517 millions (est. FBN \$1,577 millions). Si les pressions liées aux facteurs du marché s'apaisent légèrement, que SAP dégage de faibles gains d'efficacité, que les pressions liées au change se stabilisent et que la hausse des coûts du transport est couverte par la hausse des prix (comme l'a indiqué la direction), SAP devrait produire des résultats supérieurs aux attentes. (2) Mais nous pourrions regretter d'avoir choisi de relever la cote de SAP, essentiellement parce que l'exécution de la société dans les différentes initiatives d'amélioration qu'elle a entreprises pourrait décevoir compte tenu de ses antécédents historiques.

La direction réitère ses objectifs stratégiques

SAP a réitéré ses objectifs à long terme, avec un BAIIA prévisionnel de \$2.125 milliards en 2025 (est. FBN environ \$1.987 milliard). En particulier, SAP a indiqué que les résultats au Canada étaient en avance par rapport à ses prévisions, et la direction s'attend à atteindre ses objectifs. Les résultats au Royaume-Uni sont en amélioration, et SAP compte atteindre ses objectifs au cours des années 2 à 4. Même chose pour l'Argentine. En Australie, la société devrait s'approcher de ses objectifs, malgré une baisse de la consommation de lait. Le plus gros défi est le marché américain, qui restera sous pression tout au long de l'année 2, malgré une amélioration attendue au cours des années 3 et 4.

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 15.0 fois notre estimation du BPA pour les exercices 2023 et 2024.

DONNÉES BOURSIÈRES

| | |
|--------------------------------|-------------|
| Haut et bas – 52 semaines (\$) | 42.42-26.21 |
| Dividende par action (\$) | 0.72 |
| Rend. dividende (%) | 2.5 |
| Actions en circulation (M) | 415.3 |
| Capitalisation boursière (M\$) | 11,856.6 |
| Valeur de l'entreprise (M\$) | 15,941.6 |

ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

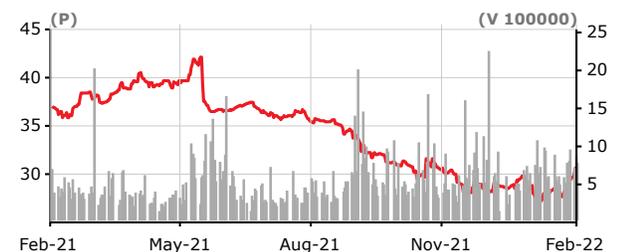
| Fin d'exercice: | 2021A | 2022E | 2023E |
|--------------------------|----------|----------|----------|
| décembre | | | |
| Chiffre d'affaires (\$M) | 14,295.0 | 14,870.0 | 15,675.6 |
| BAIIA raj. (\$M) | 1,470.8 | 1,264.3 | 1,576.9 |
| BAII raj. (\$M) | 1,052.9 | 805.7 | 1,108.4 |
| Bénéfice net raj. (\$M) | 714.5 | 540.1 | 748.8 |
| BPA rajusté (\$) | 1.74 | 1.40 | 1.81 |
| Dividende / action (\$) | 0.70 | 0.72 | 0.74 |
| C/B (x) | 16.4 | 20.4 | 15.8 |
| VE/BAIIA (x) | 10.8 | 12.6 | 10.1 |

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)



Shaw Communications Inc.

| | | | |
|--------------------|------------------------|-----------------|------------------------|
| SJR.B (TSX) | COTE | COURS CIBLE | RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ |
| C\$38.94 | Rendement moyen | C\$40.50 | 7.0% |

Profil

Shaw Communications Inc. est une société diversifiée du secteur des communications et le premier câblodistributeur au Canada par ses unités génératrices de produits. Elle sert environ 7.0 millions d'UGP avec des services de télévision, Internet, téléphonie fixe, télévision par satellite et services sans fil. Shaw s'est lancée dans le sans-fil en 2016 en reprenant Wind, dont l'acquisition a été financée par le produit de la vente de Shaw Media à Corus.

Faits Saillants

Renforcement de la câblodistribution avec la plateforme X1 de Comcast et des promotions plus alléchantes. Outre l'arrivée à maturité des activités de câblodistribution, la concurrence accrue de TELUS ces dernières années, dont le service IPTV était en progression constante avec les forfaits Optik, a fait ralentir sensiblement la croissance du chiffre d'affaires et du BAIIA de Shaw. Pour être plus concurrentielle face à TELUS, la société a lancé le boîtier numérique X1 de Comcast le 11 janvier 2017 à Calgary, offert sur tout son territoire depuis le 5 avril 2017, alors que la technologie DOCSIS 3.1, mise en œuvre sur tout le réseau de câblodistribution de Shaw en 2018, permet d'atteindre des débits de 1 Gb/s et plus.

Un portefeuille transformé en 2016 avec l'achat de Wind et la vente de Shaw Media. Le 16 décembre 2015, Shaw a annoncé la conclusion de l'acquisition de 100% de Mid-Bowline Group Corp. et de sa filiale, Wind Mobile, pour \$1.6 milliard, ajoutant ainsi le chaînon manquant à sa plateforme en vue du développement d'un réseau de services filaires et sans fil. Shaw a ensuite annoncé, le 13 janvier 2016, la conclusion d'un accord pour vendre Shaw Media Inc. à Corus pour \$2.65 milliards, soit \$1.85 milliard au comptant et environ 71 millions d'actions de catégorie B de Corus à \$11.21. La vente de Shaw Media (clôturée le 1er avril 2016) avait permis de financer l'achat de Wind, clôturé le 1er mars 2016. Le 21 novembre 2016, Wind a pris le nom de Freedom Mobile et elle a inauguré le service LTE à Toronto et Vancouver le 27 novembre 2016. Shaw a lancé sa marque haut de gamme Shaw Mobile en Alberta et en Colombie-Britannique le 30 juillet 2020.

Le 15/3/2021, Rogers a annoncé un accord en vue du rachat de Shaw à \$40.50/action. La valeur d'entreprise de la transaction est de \$26.2 milliards, dont \$20.4 milliards de fonds propres et \$5.8 milliards de dette nette de Shaw, ce qui implique des multiples de 10.7x le BAIIA estimé pour 2021 ou de 7.6x après gains de synergie à l'époque. 60% de la participation de la famille Shaw doivent être échangés contre 23.6 millions d'actions RCI.B (ratio d'échange de 0.70) ce qui lui assurerait une participation de 4.5% dans Rogers.

Facteurs de Risque

La croissance de l'économie du Canada et celle de l'empreinte de Shaw pourraient fléchir, les pressions exercées sur la câblodistribution par les forfaits en télécoms, le passage au sans-fil, les désabonnements du service filaire et la hausse des coûts de programmation seront autant de points à surveiller. Il faut toujours prendre en compte la réglementation et d'autres interventions gouvernementales. Il existe un risque d'exécution lié au programme de transformation totale des activités. Nous

DONNÉES BOURSIÈRES

| | |
|--------------------------------|-------------|
| Haut et bas – 52 semaines (\$) | 39.49-33.52 |
| Dividende par action (\$) | 1.19 |
| Rend. dividende (%) | 3.0 |
| Actions en circulation (M) | 501.0 |
| Capitalisation boursière (M\$) | 19,594.1 |
| Valeur de l'entreprise (M\$) | 25,192.1 |

ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

| Fin d'exercice: | 2021A | 2022E | 2023E |
|--------------------------------------|---------|---------|---------|
| décembre | | | |
| Chiffre d'affaires (\$M) | 5,509.0 | 5,461.2 | 5,494.0 |
| BAIIA (\$M) | 2,500.0 | 2,537.1 | 2,547.3 |
| Marge BAIIA (%) | 45.4 | 46.5 | 46.4 |
| BPA rajusté (\$) | 1.60 | 1.56 | 1.57 |
| C/B (x) | 24.5 | 25.0 | 24.8 |
| VE/BAIIA (x) | 10.3 | 9.8 | 9.3 |
| Flux de trésorerie disponibles (\$M) | 961.0 | 934.2 | 964.7 |
| FTD / action (\$) | 1.91 | 1.87 | 1.93 |
| Rend FTD (%) | 4.9 | 4.8 | 4.9 |
| Dépenses immobilisations (\$M) | 1,003 | 970 | 998 |
| Intensité dép. immobilisations (%) | 18.2 | 17.8 | 18.2 |
| Dette nette / BAIIA (x) | 2.3 | 2.0 | 1.6 |

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

Source: Estimations FBN, rapports de la société et Refinitiv

Rendement du titre (Source: FactSet)



suirons également la mise à niveau de Freedom Mobile et l'évolution des stratégies visant à rajuster la taille de l'entreprise.

Évaluation

Nous attribuons au titre la cote Rendement moyen et un cours cible de \$40.50. Notre cours cible est basé sur le prix de rachat de Rogers.

Shopify Inc.

| | | | |
|---|--|------------------------------------|--|
| SHOP (NYSE; TSX) US\$660.00; C \$837.09 | COTE Rendement supérieur | COURS CIBLE US\$1,500.00 | RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ 127.3% |
|---|--|------------------------------------|--|

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 une société qui utilise une plateforme technologique offrant des solutions clé en main intégrales de commerce électronique. Shopify compte plus de 1,700,000 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?

Il n'est pas trop tard. La question qui vient tout naturellement à l'esprit est: l'action peut-elle encore monter? Nous le croyons. Les départements clés que nous surveillons sont: International, Plus, Fulfillment, ainsi que de nouvelles occasions de croissance que peuvent présenter de potentielles fusions-acquisitions.

En bref:

- 1) Nous prévoyons une croissance impressionnante de Shopify au cours des trois à cinq prochaines années.
- 2) Nous estimons que Shopify est actuellement la meilleure plateforme technologique du commerce en ligne.
- 3) Nous en sommes encore aux débuts du cycle de croissance du commerce en ligne.
- 4) Un tel avantage comparatif se traduit par une valorisation exceptionnelle.

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 \$1,500 basé sur l'actualisation des flux de trésorerie implique un ratio VE/Ventes de 20.6 d'après nos prévisions de 2024E.

Analyste **Richard Tse** • (416) 869-6690 • richard.tse@nbc.ca
Adjoint **Mihir Raul** • (416) 869-8049 • mihir.raul@nbc.ca
Adjoint **James Burns** • (416) 869-8808 • james.burns@nbc.ca

DONNÉES BOURSIÈRES

| | |
|-----------------------------------|-----------------|
| Haut et bas – 52 semaines (\$) | 1,762.92-780.00 |
| Dividende par action (\$) | 0.00 |
| Rend. dividende (%) | 0.0 |
| Actions en circulation (M) | 125.7 |
| Actions en circulation - dil. (M) | 125.7 |
| Capitalisation boursière (M\$) | 111,841.1 |
| Dette nette (M) | (6,673.7) |
| Valeur de l'entreprise (M\$) | 104,258.0 |

ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

| Fin d'exercice: décembre | 2021A | 2022E | 2023E |
|---|---------|---------|---------|
| Chiffre d'affaires (\$M) | 4,611.9 | 5,861.5 | 7,225.3 |
| BAIIA raj. (\$M) | 732.0 | 939.2 | 1,368.4 |
| BPA rajusté (\$) | 6.42 | 7.68 | 10.64 |
| FTE (\$) | 504 | 758 | 1,045 |
| Flux de trésorerie disponibles (\$M) | 453.6 | 558.3 | 444.9 |
| FTD / action (\$) | 3.61 | 4.44 | 3.54 |
| VE/Ventes (x) | 22.6 | 17.8 | 14.4 |
| 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)



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

Spin Master Corp.

| | | | |
|------------------|----------------------------|-----------------|------------------------|
| TOY (TSX) | COTE | COURS CIBLE | RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ |
| C\$46.42 | Rendement supérieur | C\$66.00 | 42.2% |

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 69.6% du capital et 95.8% des droits de vote.

Faits Saillants

Les prévisions 2022 reflètent l'élan, font monter les estimations. Les prévisions révisées de TOY pour 2021 tablent sur une croissance des VPB d'environ 15% (auparavant +20.9%), un chiffre d'affaires total légèrement supérieur à 20% (auparavant +30.0%) et une marge BAIIA rajustée de proche de 20% (auparavant 20.3%). Il est important de noter que le film Pattes Patrouille a contribué à hauteur de \$26 millions au chiffre d'affaires de la distribution au 3T 2021. Les prévisions 2022 de la société sont ajustées en fonction de cela, alors que TOY s'attend à une expansion des VPB et du chiffre d'affaires total (sans les \$26 millions) plus une marge BAIIA rajustée similaire à celle de 19.25% sans les \$26 millions de 2021.

Trois Centres de création: 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, les efforts d'acquisition de licences qui se sont intensifiés avec de nouveaux mandats de qualité qui commenceront à être exploités en 2021. 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 créer des plateformes pour la création et le jeu et à faciliter la création de communautés et leurs interactions.

Les fusions-acquisitions font toujours partie de la stratégie; situation de trésorerie nette et solide profil de FTD. Depuis le premier appel public à l'épargne de juillet 2015, Spin Master a réalisé douze acquisitions (la dernière en date étant celle de Rubiks, le 4 janvier 2021). La trésorerie nette de la société devant continuer de croître régulièrement, TOY pourra envisager de poursuivre ses activités de fusions-acquisitions.

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). De ce fait, il est essentiel que la société se concentre sur l'innovation constante et la diversification de son offre de produits.

Analyste Adam Shine, CFA • (514) 879-2302 • adam.shine@nbc.ca
Adjoint Ahmed Abdullah, CFA • (514) 879-2564 • ahmed.abdullah@nbc.ca
Adjoint Luc Troiani, CFA • (416) 869-6585 • luc.troiani@nbc.ca

DONNÉES BOURSIÈRES

| | |
|----------------------------------|-------------|
| Haut et bas – 52 semaines (\$) | 54.18-28.22 |
| Dividende par action (\$) | 0.00 |
| Rend. dividende (%) | 0.0 |
| Actions en circulation (M) | 102.4 |
| Capitalisation boursière (M\$) | 3,750.5 |
| Valeur de l'entreprise (M\$) | 3,187.8 |
| Haut et bas – 52 semaines en C\$ | |

ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

| Fin d'exercice: | 2021A | 2022E | 2023E |
|--------------------------------------|---------|---------|---------|
| décembre | | | |
| Ventes de produits brutes (\$M) | 1,962.4 | 2,100.4 | 2,160.2 |
| Chiffre d'affaires (\$M) | 2,042.4 | 2,162.7 | 2,259.8 |
| BAIIA raj. (\$M) | 414.1 | 418.3 | 437.9 |
| BPA rajusté (\$) | 2.10 | 2.22 | 2.36 |
| C/B (x) | 17.5 | 16.5 | 15.6 |
| VE/BAIIA (x) | 7.9 | 7.2 | 6.2 |
| Flux de trésorerie disponibles (\$M) | 339.6 | 256.3 | 273.6 |
| FTD / action (\$) | 3.32 | 2.50 | 2.67 |
| Rend FTD (%) | 9.1 | 6.8 | 7.3 |
| FTD raj. (\$M) | 339.6 | 256.3 | 273.6 |
| FTD raj./ action (\$) | 3.32 | 2.50 | 2.67 |
| Rend. FTD raj. (%) | 9.1 | 6.8 | 7.3 |

Tous les chiffres en USD 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.

L'impartition de la fabrication en Asie (principalement en Chine) peut présenter certains risques (droits de douane, géopolitique, etc.).

Évaluation

Nous attribuons à Spin Master la cote Rendement supérieur, avec un cours cible de CA\$66. Notre cours cible repose sur la moyenne de nos estimations des FTA pour 2022E (taux de change de 1.25), et correspond à un ratio VE/BAIIA implicite de 11.1 et 10.0 d'après nos estimations pour 2022E et 2023E. Nos prévisions ne tiennent pas compte des fusions-acquisitions.

Teck Resources Limited

| | | | |
|--|--|--------------------------------|---|
| TECK.B / TECK (TSX; NYSE) C\$56.02; US\$44.39 | COTE Rendement supérieur | COURS CIBLE C\$65.00 | RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ 18.8% |
|--|--|--------------------------------|---|

Profil

Ressources Teck est la plus grande société minière diversifiée au Canada, avec des actifs au Canada, aux États-Unis, au Chili et au Pérou. Teck est aussi le deuxième exportateur mondial de charbon cokéifiable dur par voie maritime.

Faits Saillants

À QB2, les activités de construction continuent de s'accélérer. Teck note que l'avancement du projet a atteint 77% et que le démarrage de la production reste prévu au deuxième semestre de 2022 (estimation de FBN: T4 2022). Teck a énergisé les sous-stations portuaires, continué les essais pré-opérationnel de l'usine de dessalement (construction achevée à plus de 85%), et la conduite d'adduction d'eau est soudée à plus de 90% alors que la construction du barrage de départ pour les résidus est réalisée à 85%.

En ce qui concerne les projets de mise en valeur du cuivre dans ses cartons, Teck a déclaré qu'elle a achevé une étude de faisabilité pour Zafranal et reçu confirmation de l'admissibilité de l'étude d'impact social et environnemental au T1 2022. De plus, Teck a commencé les travaux pour une étude de faisabilité au T1 2021 pour San Nicolás, qui doit être achevée au T4 2023 et des négociations avec des partenaires en cours en vue d'une première production visée en 2026. À Galore Creek, Fluor a été chargée d'effectuer une étude préliminaire de faisabilité (doit être achevée au premier semestre de 2023), avec des évaluations stratégiques, techniques et commerciales pour l'avancement de NuevaUnión, Mesaba et Schaft Creek. On se souviendra que nous attribuons actuellement environ \$0.60 par action à la valeur in situ totale des projets miniers futurs de Teck.

Facteurs de Risque

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

Évaluation

Nous réitérons notre cote Rendement supérieur qui est fondée sur l'amélioration progressive des activités de charbon cokéifiable de Teck au premier semestre de 2022 après l'achèvement de l'expansion du terminal Neptune. Des prix records continuent de faire monter les FTD à court terme, ce qui, pensons-nous, n'est pas adéquatement reflété dans le cours de l'action. Le bilan solide de la société, ses initiatives de réduction des coûts, la croissance endogène de sa division de cuivre et son engagement à long terme à rémunérer les actionnaires sont autant d'éléments qui justifient la valorisation supérieure que nous lui attribuons par rapport au marché. Notre cours cible est basé sur 1.2 fois la VAN (pondération de 50%) + un ratio VE/FT 2022E et 2023E de 5.0 (pondérations de 25% chacun).

DONNÉES BOURSIÈRES

| | |
|--------------------------------|-------------|
| Haut et bas – 52 semaines (\$) | 55.43-24.61 |
| Dividende par action (\$) | 1.00 |
| Rend. dividende (%) | 2.8 |
| Actions en circulation (M) | 542.0 |
| Capitalisation boursière (M\$) | 30,361.5 |
| Dette nette (M) | 6,641.0 |
| Valeur de l'entreprise (M\$) | 35,484.1 |

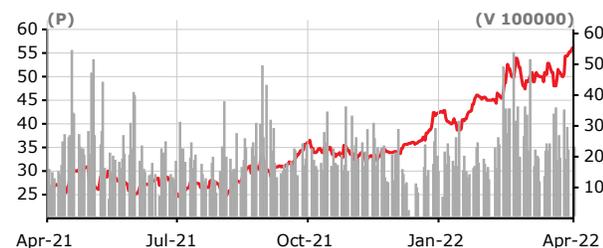
ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

| Fin d'exercice: | 2021A | 2022E | 2023E |
|--------------------------|----------|----------|----------|
| décembre | | | |
| Production HCC (Kt) | 24,600 | 25,000 | 26,500 |
| Production Cu (t) | 287,200 | 287,400 | 467,700 |
| Production de zinc (t) | 886,400 | 928,700 | 945,200 |
| Chiffre d'affaires (\$M) | 13,481.0 | 20,768.1 | 22,312.6 |
| BAIIA (\$M) | 6,573.0 | 11,910.3 | 12,430.4 |
| BPA rajusté (\$) | 5.74 | 11.91 | 13.06 |
| FT exploitation - avant | 5,612 | 7,690 | 9,242 |
| FR (\$M) | | | |
| FTPA (av. changements) | 10.54 | 14.22 | 17.12 |
| FR (\$) | | | |

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

| | | | |
|--|---|--|---|
| TRI (TSX; NYSE) C\$141.17; US \$112.24 | COTE Rendement supérieur | COURS CIBLE C\$162.00 | RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ 16.2% |
|--|---|--|---|

Profil

Thomson Reuters est la principale source mondiale d'informations pour les entreprises et les professionnels. Son siège social est à Toronto. La société emploie plus de 25,000 personnes dans le monde. Woodbridge Inc. (société contrôlée par la famille Thomson) détient 327.5 millions d'actions (environ 66% du capital-actions).

Faits Saillants

La transformation de la société sur plusieurs années avance progressivement. Autrefois une entreprise qui s'apparentait davantage à un conglomérat, TRI, sous l'impulsion de son équipe de direction, continue de s'orienter vers une société plus rationalisée, qui suit une stratégie unifiante, plus centrée sur l'offre aux clients, l'amélioration de la communication entre les différents services et une meilleure utilisation des ressources. TRI 3.0 implique une accélération de la croissance du chiffre d'affaires (5%-6% en 2023E contre +1.2% en 2020), une expansion des marges (38%-40% en 2023E contre 33.0% en 2020) et FTD par action records (\$3.60-\$4.00 en 2023E contre \$2.67 en 2020). Elle a confiance dans son plan, mais cela implique un programme de changement de \$500 à \$600 millions sur 2 ans dont les dépenses seront réparties à raison de 60/40 entre charges d'exploitation et investissements en immobilisations et >50% en 2021. On prévoit \$600 millions d'économies de charges et le réinvestissement de \$200 millions dans des initiatives de croissance. L'amélioration de la règle des 40 paramètres a aidé à réévaluer considérablement l'action pendant le plus clair de 2021.

Vente de Refinitiv à LSEG. Le 1/8/2019, les actionnaires de Refinitiv ont signé une transaction visant la vente de l'entreprise au London Stock Exchange Group (LSEG) dans une opération entièrement en actions portant la VE à \$27 milliards (en hausse par rapport à \$20 milliards), ce qui a rapporté à TRI 82.5 millions d'actions de LSEG. La transaction a été clôturée le 29/1/2021 avec la vente par TRI d'environ \$1 milliard d'actions de LSEG le 19/3/2021 à des fins fiscales en 2021; sa participation est maintenant de 72.4 millions d'actions, avec des dividendes annuels d'environ \$75 millions pour TRI qui pourra vendre 1/3 de sa participation par année à partir du 30/1/2023.

Les fusions et acquisitions compléteront la croissance endogène; lancement du rachat d'actions. Avec la publication des résultats du T2, TRI a annoncé un programme de rachat d'actions de \$1.2 milliard. Le levier se situe à environ 0.8x contre un objectif de 2.5x, environ 70% des \$2 milliards de trésorerie étant réservés pour des opérations de fusion et d'acquisition.

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 pour ce qui est des ventes en dehors des États-Unis et des actions du S&P/TSX. Les niveaux d'emploi dans les études juridiques et cabinets comptables américains devront être suivis de près pour déceler les baisses et tendances d'ensemble qui pourraient être causées par

DONNÉES BOURSIÈRES

| | |
|--------------------------------|--------------|
| Haut et bas – 52 semaines (\$) | 156.62-99.11 |
| Dividende par action (\$) | 1.62 |
| Rend. dividende (%) | 1.4 |
| Actions en circulation (M) | 490.4 |
| Capitalisation boursière (M\$) | 55,046.0 |
| Valeur de l'entreprise (M\$) | 57,317.0 |

Haut et bas – 52 semaines en C\$

ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

| Fin d'exercice: | 2020A | 2021E | 2022E |
|--------------------------------------|---------|---------|---------|
| décembre | | | |
| Chiffre d'affaires (\$M) | 5,984.0 | 6,307.5 | 6,634.7 |
| BAIIA raj. (\$M) | 1,975.0 | 1,995.4 | 2,320.0 |
| BPA rajusté (\$) | 1.85 | 2.04 | 2.80 |
| C/B (x) | 60.7 | 55.1 | 40.1 |
| VE/BAIIA (x) | 29.4 | 29.0 | 24.7 |
| Flux de trésorerie disponibles (\$M) | 1,330.0 | 1,195.9 | 1,311.2 |
| FTD / action (\$) | 2.67 | 2.46 | 2.70 |
| Rend FTD (%) | 2.4 | 2.2 | 2.4 |

Tous les chiffres en USD sauf indication contraire

Source: Estimations FBN, rapports de la société et Refinitiv

Rendement du titre (Source: FactSet)



des pressions économiques générales, des difficultés du secteur ou des changements structurels.

Évaluation

Nous attribuons au titre Thomson Reuters la cote Rendement supérieur, avec un cours cible de CA\$162. Notre cours cible correspond à notre estimation de la VAN pour 2023 (taux de change 1.27), grâce à des ratios plus élevés et à l'augmentation du cours de l'action LSEG (plus la croissance future prévue de LSEG).

Transcontinental Inc.

| | | | |
|--------------------|----------------------------|-----------------|------------------------|
| TCL.A (TSX) | COTE | COURS CIBLE | RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ |
| C\$18.39 | Rendement supérieur | C\$24.50 | 38.1% |

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 (1^{er} novembre 2017) et Multifilm (7 mars 2018). Le 1^{er} 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 54% du chiffre d'affaires de 2021 et 43% du BAIIA ajusté. Rémi Marcoux, son fondateur, 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. En 2016, les segments de croissance représentaient 23% du chiffre d'affaires de TCL de \$2.0 milliards. Cette proportion a bondi à 69% du CA de \$2.6 milliards en 2021, la division Emballages comptant pour 54% et le segment Marketing sur le lieu de vente, Prémédia, Livres et Médias, pour 12% ou \$320 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'une société de plus grande envergure. Le marketing sur le lieu de vente a vu son chiffre d'affaires croître de \$150 millions à une moyenne de plus de \$200 millions grâce à de nouveaux mandats et à l'acquisition de BGI Retail le 1^{er} juin 2021; la demande d'impression de livres est en hausse et le segment Médias ainsi que la division Prémédia en général affichent une croissance d'environ 5%. La division Imprimeries a devant elle au moins deux autres trimestres de données comparables faciles à soutenir grâce à la COVID, alors que le segment Emballages semble s'orienter vers un retour à la croissance endogène durable après des résultats stationnaires au T2 et au T3. Chose importante, comme les prix de la résine ont fini par arrêter de monter après le mois de juillet, un allègement des pressions connexes dans la division Emballages est attendu au T4, et les pressions liées au change devraient commencer à s'estomper au T4.

Les rachats d'actions ont commencé en 2022. TCL a racheté 158K actions au T1 2022 à un prix moyen de \$18.80 dans le cadre de son programme de rachat d'actions, qu'elle a renouvelé récemment (pour un maximum de 1 million d'actions de catégorie A). TCL devrait continuer d'être active de façon opportuniste, mais avec pour objectif d'abaisser son ratio d'endettement à 2.0 environ ou en dessous en 2022.

Le ratio d'endettement se situe à 2.3 au T1 2022 et le ratio de distribution, d'environ 35%, a été normalisé. Nous prévoyons que le ratio d'endettement se situera à 2.08 en 2022e et à 1.63 en 2023e en l'absence de toute opération de fusion-acquisition, ce qui semble se vérifier pour la division Emballages et les activités de points de vente (des segments en croissance de TCL).

a continué...

Analyste Adam Shine, CFA • (514) 879-2302 • adam.shine@nbc.ca
Adjoint Ahmed Abdullah, CFA • (514) 879-2564 • ahmed.abdullah@nbc.ca
Adjoint Luc Troiani, CFA • (416) 869-6585 • luc.troiani@nbc.ca

DONNÉES BOURSIÈRES

| | |
|--------------------------------|-------------|
| Haut et bas – 52 semaines (\$) | 26.45-18.25 |
| Dividende par action (\$) | 0.90 |
| Rend. dividende (%) | 4.9 |
| Actions en circulation (M) | 86.9 |
| Capitalisation boursière (M\$) | 1,597.5 |
| Valeur de l'entreprise (M\$) | 2,471.2 |

ESTIMATIONS ET VALORISATION BNCMF

| Fin d'exercice: | 2021A | 2022E | 2023E |
|---|---------|---------|---------|
| décembre | | | |
| Chiffre d'affaires (\$M) | 2,643.4 | 2,705.1 | 2,686.4 |
| BAIIA raj. (\$M) | 454.9 | 441.3 | 464.2 |
| BPA rajusté (\$) | 2.37 | 2.23 | 2.48 |
| C/B (x) | 7.8 | 8.2 | 7.4 |
| VE/BAIIA (x) | 5.5 | 5.7 | 5.1 |
| Flux de trésorerie disponibles (\$M) ¹ | 118.7 | 135.6 | 217.4 |
| FTD / action (\$) | 1.36 | 1.56 | 2.51 |
| Rend FTD (%) | 7.4 | 8.5 | 13.6 |
| Ratio de distribution (%) | 66 | 58 | 37 |

Tous les chiffres en CAD sauf indication contraire

Source: Estimations FBN, rapports de la société et Refinitiv

1. FPE – Investissements en immobilisations nets – Intérêts – Paiements de loyer

Rendement du titre (Source: FactSet)



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

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 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 \$24.50: Notre cours cible repose sur notre VAN 2023E et correspond à un ratio VE/BAIIA implicite de 6.9 et 6.2 d'après nos estimations pour 2022E et 2023E.

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'analyse 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 suivi 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 – Compte tenu des opérations bancaires d'investissement continues ou en raison 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 le point de vue de notre Groupe Économie et Stratégie au moyen de sa stratégie de rotation sectorielle. Le système à trois niveaux note les secteurs industriels de la façon suivante : Surpondérer, Équ pondérer et Sous-pondérer, selon le rendement projeté du secteur par rapport aux moyennes des marchés plus vastes au cours des douze mois qui suivent. **NOTATION DU RISQUE** : À partir du 30 juin 2020, la Financière Banque Nationale élimine 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.

Divulgations spécifiques à l'entreprise

Pour les informations sur les actions discutées dans ce rapport, veuillez vous rendre sur [\[ici\]](#).

Répartition des cotes

| | Rendement supérieur | Rendement moyen | Rendement inférieur |
|--|---------------------|-----------------|---------------------|
| Répartition des cotes de l'univers couvert | 66% | 31% | 0% |
| Répartition – Banque d'investissement | 71% | 62% | 50% |

Général

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

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

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

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

Analystes de recherche

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

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

Résidents du Canada

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

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

FBN est membre du Fonds canadien de protection des épargnants.

Résidents du Royaume-Uni

Le présent rapport est un document de marketing. Il n'a pas été préparé conformément aux exigences des lois de l'Union européenne établies pour promouvoir l'indépendance de la recherche en matière de placements, et il ne fait l'objet d'aucune interdiction concernant la négociation préalable à la diffusion de la recherche en matière de placements. FBN a approuvé le contenu du présent rapport, dans le cadre de sa distribution à des résidents du Royaume-Uni (notamment pour l'application, au besoin, du paragraphe 21(1) de la Financial Services and Markets Act 2000).

Le présent rapport est fourni à titre indicatif seulement et ne constitue en aucun cas une recommandation personnalisée ni des conseils juridiques, fiscaux ou de placement. FBN 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.

Si les titres sont offerts par un émetteur d'un territoire étranger, ou si le titre est structuré dans le cadre d'un instrument étranger à vocation spécifique, ou si vous achetez des titres qui sont émis par un émetteur étranger, votre investissement et la détention des titres peuvent être assujettis aux lois et aux règlements de plusieurs territoires de compétence. Il peut y avoir des différences entre les régimes juridiques et de réglementation des différents territoires qui peuvent avoir une incidence importante sur les risques juridiques et réglementaires affectant le secteur des placements et / ou l'investissement.

FBN et sa société mère, ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle, ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des placements ou des placements connexes qui font l'objet du présent rapport, ou ils peuvent avoir détenu de telles participations ou positions. Ces personnes peuvent à tout moment effectuer des ventes ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de contrepartistes ou de mandataires. Elles peuvent agir à titre de teneurs de marché pour ces placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre, ou peuvent agir à titre de banque d'investissement ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre.

La valeur des placements et les revenus qui en découlent peuvent autant baisser qu'augmenter, et il se peut que vous ne récupériez pas la somme investie. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur. Si un placement est libellé en devises, les variations de change peuvent avoir un effet défavorable sur la valeur du placement. Il peut s'avérer difficile de vendre ou de réaliser des placements non liquides, ainsi que d'obtenir de l'information fiable concernant leur valeur ou l'étendue des risques auxquels ils sont exposés. Certaines opérations, notamment celles qui concernent les contrats à terme, les swaps, et autres produits dérivés, soulèvent un risque sérieux et ne conviennent pas à tous les investisseurs.

Les placements prévus dans le présent rapport ne sont pas offerts aux clients du secteur détail, et le présent rapport ne doit pas leur être distribué (au sens des règles de la Financial Conduct Authority). Les clients du secteur détail ne devraient pas agir en fonction des renseignements contenus dans le présent rapport ou s'y fier. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription, ni la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription des titres décrits dans les présentes ni n'en fait partie. On ne doit pas non plus se fonder sur le présent rapport dans le cadre d'un contrat ou d'un engagement quelconque et il ne sert pas ni ne servira de base ou de fondement pour de tels contrats ou engagements.

La présente information ne doit être distribuée qu'aux contreparties admissibles (Eligible Counterparties) et clients professionnels (Professional Clients) au Royaume-Uni au sens des règles de la Financial Conduct Authority. FBN est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority au Royaume-Uni, et à son siège social au 70 St. Mary Axe, London, EC3A 8BE.

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

Résidents des États-Unis

En ce qui concerne la distribution du présent rapport aux États-Unis d'Amérique, National Bank of Canada Financial Inc. (NBCFI) inscrite auprès de la Securities and Exchange Commission (SEC) des États-Unis et de la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC). NBCFI agit conformément à une entente 15a-6 avec ses sociétés affiliées canadiennes, FBN et la Banque Nationale du Canada.

Ce rapport a été préparé en tout ou en partie par des analystes de recherche employés par des membres du groupe de NBCFI hors des États-Unis qui ne sont pas inscrits comme courtiers aux États-Unis. Ces analystes de recherche hors des États-Unis ne sont pas inscrits comme des personnes ayant un lien avec NBCFI et ne détiennent aucun permis ni aucune qualification comme analystes de recherche de la FINRA ou de toute autre autorité de réglementation aux États-Unis et, par conséquent, ne peuvent pas être assujettis (entre autres) aux restrictions de la FINRA concernant les communications par un analyste de recherche avec une société visée, les apparitions publiques des analystes de recherche et la négociation de valeurs mobilières détenues dans le compte d'un analyste de recherche.

Toutes les opinions exprimées dans ce rapport de recherche reflètent fidèlement les opinions personnelles des analystes de recherche concernant l'ensemble des valeurs mobilières et des émetteurs en question. Aucune partie de la rémunération des analystes n'a été, n'est ou ne sera, directement ou indirectement, liée aux recommandations ou aux points de vue particuliers qu'ils ont exprimés dans cette étude. L'analyste responsable de la production de ce rapport atteste que les opinions exprimées dans les présentes reflètent exactement son appréciation personnelle et technique au moment de la publication.

Comme les opinions des analystes peuvent différer, des membres du Groupe Financière Banque Nationale peuvent avoir publié ou pourraient publier à l'avenir des rapports qui ne concordent pas avec ce rapport-ci ou qui parviennent à des conclusions différentes de celles de ce rapport-ci. Pour tout renseignement supplémentaire concernant ce rapport, les résidents des États-Unis devraient s'adresser à leur représentant inscrit de NBFC.

Résidents de Hong Kong

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

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

Des conflits d'intérêts concernant NBCFMA ou les activités de membres de son groupe sont possibles. Ces activités et intérêts comprennent des intérêts multiples en termes de conseils, transactionnels et financiers, dans les valeurs mobilières et instruments qui peuvent être achetés ou vendus par NBCFMA ou les membres de son groupe, ou dans d'autres instruments de placement qui sont gérés par NBCFMA ou les membres de son groupe qui peuvent acheter ou vendre de telles valeurs mobilières ou de tels instruments.

Aucune autre entité au sein du groupe de la Banque Nationale du Canada, y compris la Banque Nationale du Canada et Financière Banque Nationale inc., n'est titulaire d'un permis de la 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 la FBN.

Politique de diffusion

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

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^e 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 55th Street
8^e 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^{er} 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