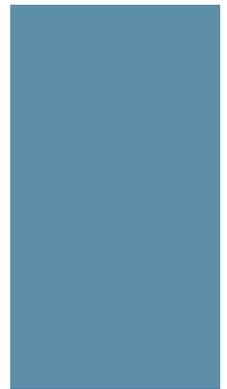


# L'AVANTAGE FAMILIAL

Les sociétés  
canadiennes à  
contrôle familial:  
les clés de leur  
performance  
supérieure



*La perspective  
de chefs  
d'entreprises  
qui façonnent  
l'économie  
du Canada*



**BANQUE NATIONALE  
DU CANADA**

MARCHÉS FINANCIERS



# L'AVANTAGE FAMILIAL

**Les sociétés  
canadiennes à  
contrôle familial:  
les clefs de leur  
performance  
supérieure**

# Banque Nationale du Canada

## Auteurs et coordonnateurs du rapport :

**Vincent Joli-Coeur**

*Vice-président du conseil, Marchés financiers*

**Stéphanie Larivière**

*Directrice générale et cochef, Ventes institutionnelles – Revenu fixe, devises et commodités*

**Philippe Lefebvre Duquette**

*Vice-président, Marchés financiers*

## Collaborateurs :

**Nicolas Patard**

*Directeur général et chef, Produits financiers*

**Giuseppe Saltarelli**

*Responsable éditique, 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*

**M<sup>e</sup> 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*

## Femmes canadiennes chefs d'entreprises présentées

### Page couverture :



**Jenny Coco**  
(Coco Group)



**Sarah Davis**  
(Compagnies Loblaw)



**Stephany Fier**  
(Silvercrest Metals)



**Christiane Germain**  
(Groupe Germain)



**Julie Godin**  
(CGI)



**Linda Hasenfratz**  
(Linamar Corp.)



**Madeleine Paquin**  
(LOGISTEC)



**Maureen Sabia**  
(Canadian Tire)



**Nancy Southern**  
(ATCO/Canadian Utilities)

.....

# Table des matières

<b>Avant-propos</b> .....	<b>6</b>
<b>1. Introduction</b> .....	<b>10</b>
<b>2. Le rendement supérieur de l'Indice BNC des entreprises familiales</b> .....	<b>14</b>
Règles de sélection pour l'indice .....	15
Définition d'une entreprise contrôlée par une famille .....	15
Critères quantitatifs de sélection .....	15
Profil de rendement .....	19
Pondérations et répartitions .....	21
<b>3. Sociétés contrôlées et vision à long terme</b> .....	<b>23</b>
Contexte – Contrôle familial et les actions à droit de vote multiple au Canada .....	28
Canada – Un modèle de gouvernance en évolution .....	29
<b>4. Aperçu de l'avantage familial</b> .....	<b>31</b>
<b>5. Pleins feux sur des femmes canadiennes à la tête d'entreprises familiales</b> ....	<b>33</b>
<b>6. Des chefs d'entreprises canadiennes – dans leurs propres mots</b> .....	<b>36</b>
Profils des chefs d'entreprises interviewées .....	37
Grandir dans l'entreprise familiale .....	42
Apprendre sur le terrain – l'école de la vie .....	45
Conciliation travail-famille .....	48
Des modèles de gouvernance uniques .....	49
Le contrôle familial, un avantage concurrentiel .....	51
Poser les jalons .....	53
Planification de la relève pour toutes les parties prenantes .....	57
<b>7. Conclusion</b> .....	<b>60</b>
Entreprises familiales : rendement supérieur et inclusivité .....	61
La nécessité de conseils d'administration indépendants ayant une optique à long terme .....	61
Les entreprises contrôlées par des familles remodelent-elles le capitalisme moderne? .....	62
<b>Annexe – Études financières – Indice BNC des entreprises familiales</b> .....	<b>64</b>

.....

# Avant-propos



*Hébergeant les bureaux de Banque Nationale Marchés financiers à Montréal, au Canada, l'emblématique Édifice Sun Life a été achevé en 1918 et a graduellement pris de l'expansion au fil des ans. (Photo d'archives de l'expansion phase 3 de l'immeuble en 1928-1933 : photo de Bentall Green Oak)*

## Avant-propos

---

La Banque Nationale du Canada (« BNC ») est fière de publier le troisième rapport de sa série *L'avantage familial*. L'indice BNC des entreprises familiales canadiennes (« l'indice familial »), calculé par S&P Dow Jones Indices, continue de démontrer un rendement solide des sociétés qui le composent comparativement à celui des sociétés ouvertes à actionnariat diffus. L'édition 2020 de l'indice familial regroupe 38 histoires de réussites canadiennes remarquables. Les entreprises contrôlées par des familles ou par leur fondateur forment la trame du tissu industriel et commercial au Canada et ailleurs dans le monde, et nous jugeons important de souligner leurs réalisations. Les entreprises familiales représentent environ 80 % des sociétés mondialement et 40 % de la liste des 500 plus grandes entreprises au monde de la revue *Fortune*.

Typiquement, les entreprises familiales, visant la pérennité, incitent à réfléchir à long terme, ce qui entraîne un meilleur rendement à une longue échéance, créant de la valeur pour toutes les parties prenantes. Les entreprises familiales font aussi preuve de leadership en souscrivant à des principes de gouvernance robustes. Plusieurs s'imposent elles-mêmes un système de contrôle et d'équilibre des pouvoirs, comme une majorité d'administrateurs indépendants et des clauses d'égalité de traitement ou crépusculaires, qui assurent un traitement équitable à tous les actionnaires. Le contrôle familial permet à la direction de se concentrer sur des décennies plutôt que sur des trimestres.

La section de recherche du rapport *L'avantage familial* de l'automne 2020 met en lumière un groupe de femmes à la tête d'entreprises familiales. Notre étude tire la conclusion que les entreprises familiales créent des environnements favorables dans lesquels les femmes peuvent occuper des rôles de premier rang et s'épanouir comme chefs d'entreprises.

Nous avons le privilège de partager les histoires d'un groupe de professionnelles exemplaires à la barre de certaines des plus grandes entreprises familiales du Canada. Neuf grandes dirigeantes ont généreusement partagé leurs idées sur l'évolution de leurs carrières, leurs styles de direction et leurs dynamiques professionnelles. Chacune a un parcours unique, mais plusieurs réflexions et thèmes communs ont émergé de nos entretiens. Nous espérons que vous apprécierez autant le récit de ces rencontres que notre équipe a eu de plaisir à les faire.

Au moment de mettre la dernière main à ce rapport, nous ne pouvons nous empêcher de penser que nous le rédigeons de nos bureaux de l'Édifice Sun Life. La pierre angulaire de cet immeuble historique a été posée le 13 mai 1914, à quelques semaines de l'éclatement de la Première Guerre mondiale. L'Édifice a traversé la grippe espagnole de 1918, la Grande Dépression, la Deuxième Guerre mondiale, la guerre froide et d'autres épreuves difficiles. Aujourd'hui, en pleine pandémie de COVID-19, nous ne savons pas quand ni comment cette crise prendra fin. Mais nous savons que le Canada a surmonté de nombreuses crises depuis 1914 et, grâce au courage, à la résilience et à la vigueur du peuple canadien, nous avons prospéré. Nous trouvons là un réconfort en ces temps incertains. Les entreprises familiales font partie intégrante de l'économie canadienne depuis les premiers jours du pays – Molson's a été fondée en 1786, Les Compagnies Loblaw en 1919, et la Société Canadian Tire en 1922. À la Banque Nationale du Canada, fondée en 1859, nous soutenons fièrement les entreprises familiales depuis le premier jour.



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



**Éric Bujold**  
Président  
Banque Nationale Gestion privée 1859

## Avant-propos (suite)

---

Depuis mon doctorat à la Schulich School de l'Université York, j'ai eu l'occasion de m'entretenir avec plus de 500 patrons d'entreprises, principalement en Europe, quand j'enseignais à Oxford, et maintenant en Amérique du Nord. Un nombre considérable d'entre eux étaient et sont à la tête d'entreprises familiales. Des chefs de direction d'entreprises familiales canadiennes ont eu la grande générosité de venir s'adresser à nos étudiants de la classe *CEO Insights* à l'Université McGill et de se laisser interviewer dans l'émission d'une heure de la série « CEO Series » sur les ondes radio de CJAD.

Au cours des 11 dernières années, j'ai voyagé avec 40 étudiants et anciens de McGill dans des régions éloignées du monde dans le cadre de notre *Hot Cities of the World Tour* annuel. Le slogan de notre voyage est « *Taking the Future to the Future* », ce qui consiste à emmener des jeunes là où règne une forte croissance économique. Nous avons visité l'Amérique du Sud, la Russie, l'Afrique du Sud et huit fois des pays d'Asie. L'importance des entreprises familiales, notamment les conglomérats, était un thème récurrent, particulièrement en Asie. Dans les écoles de commerce nord-américaines et européennes, nous avons tendance à voir dans les conglomérats un reliquat du passé. Mais, dans une grande partie de l'Asie et dans d'autres régions du monde, les conglomérats jouissent d'avantages considérables dans leur contexte national et continental. Au-delà du fait d'être un conglomérat, être une entreprise familiale est considéré en Asie comme un immense avantage.

Quand la Banque Nationale du Canada m'a invité à interviewer certaines des plus grandes chefs d'entreprises familiales canadiennes, j'ai été spécialement enchanté. Je pense depuis longtemps que les femmes actives dans les entreprises familiales ont été négligées.

Après neuf conversations approfondies avec certaines de nos plus grandes dirigeantes, la plupart ayant duré près de deux heures, trois éléments en particulier m'ont frappé. Premièrement, je pensais que c'étaient leurs pères qui auraient été les patrons de leurs sociétés. Or, pour la majorité des dirigeantes avec lesquelles nous avons parlé, les entreprises familiales étaient dirigées à la fois par leur père et par leur mère, même si à l'époque, l'homme avait préséance. Aujourd'hui, heureusement, c'est différent. Les descendantes des fondateurs sont souvent les chefs de l'entreprise et ce, à juste titre. Deuxièmement, un des grands avantages des entreprises familiales est qu'elles voient à long terme. Les chefs de direction restent de moins en moins longtemps en fonction, trop souvent astreints à des impératifs de rentabilité à court terme. Les entreprises familiales prônent plutôt une optique de longue durée et de pérennité à travers les générations.

Bien entendu, les entreprises familiales connaissent aussi des échecs. Beaucoup d'entreprises parties de rien connaissent la gloire puis périclitent. Mais les neuf femmes avec lesquelles nous nous sommes entretenus pour cette étude démontrent qu'il n'en est pas nécessairement ainsi. Elles ont remplacé l'ancienne génération et agissent à titre de mentors avisés pour la génération suivante de membres de la famille. Seul le temps nous dira ce qu'il en est. Mais sur la base de nos conversations, je suis optimiste; les membres de la génération plus jeune sauront reprendre le flambeau. À mon grand étonnement, j'ai réalisé à quel point plusieurs membres de leurs familles parlaient de l'entreprise à l'heure du souper, dès leur plus jeune âge. Pendant des années, elles ont entendu leurs parents ou leurs grands-parents parler de l'entreprise familiale à table. Quand elles ont atteint la vingtaine, elles avaient une perspective inhabituellement profonde sur une entreprise appartenant à leur famille, ce qui était de bon augure pour leur participation future à sa conduite.

---

« *Aujourd'hui, heureusement, c'est différent.  
Les descendantes des fondateurs sont souvent  
les chefs de l'entreprise, et à juste titre.* »

---

## Avant-propos (suite)

---

Être un chef de direction et être un actionnaire de contrôle sont deux rôles différents. Les familles, dans ce qu'il m'a été donné de voir, réussissent à maîtriser leur rôle qui évolue. Elles ont souvent une vision à long terme plutôt qu'à court terme, ce qui est précieux dans l'économie mondiale d'aujourd'hui.

J'ai eu deux fois le privilège, en 2006 et en 2017, d'accompagner des étudiants de McGill pour rendre visite à Warren Buffett pendant une journée à Omaha, au Nebraska. À ces deux occasions, il n'y a pas eu de discours, les étudiants ont simplement posé à M. Buffett les questions qui les intéressaient. Passer deux jours avec un des plus grands investisseurs au monde et entendre ses opinions a renforcé dans mon esprit l'immense valeur des entreprises familiales dans l'économie mondiale. Certes, les entreprises familiales peuvent parfois manquer leurs objectifs, mais elles présentent des avantages compétitifs clairs. Ce rapport le démontre assurément au Canada.



**Prof. Karl Moore Ph.D.**

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



*Le professeur Karl Moore avec ses étudiants de l'Université McGill en visite chez Warren Buffett, chef de la direction de of Berkshire Hathaway, à Omaha, Nebraska*

---

1

.....

# Introduction



*Le premier magasin d'Alimentation Couche-Tard à Laval, Québec (1980)*

# 1. Introduction

---

Les sociétés à contrôle familial sont la structure d'entreprise la plus commune dans le monde.<sup>1</sup> Celles-ci prennent diverses formes. Du « dépanneur » aux grandes entreprises publiques ou privées, qu'elles soient des entreprises à fondateur unique ou à plusieurs fondateurs jusqu'aux sociétés multigénérationnelles, les entreprises familiales ont en commun leur passion et leur ardeur au travail de fournir des biens et services à leurs clients. Elles sont souvent profondément ancrées dans la vie de leur collectivité et ont un intérêt direct à accroître sa prospérité.

Alors que certaines entreprises familiales choisissent de garder un capital fermé, beaucoup de celles qui grandissent vite optent pour une ouverture de leur capital afin de mobiliser des ressources en bourse et propulser encore davantage leur croissance une fois que leur modèle économique est couronné de succès et se révèle durable. Beaucoup de sociétés contrôlées par leur fondateur et gérées classiquement par une famille suivent la même voie que Google (aujourd'hui Alphabet), mettant en place des actions à droit de vote multiple lors de leur introduction en bourse. Cela leur permet de conserver certains des avantages d'une société à capital fermé, notamment la possibilité de gérer sur un horizon plus long avec des pressions externes réduites, tout en mobilisant davantage de fonds. Par exemple, au Canada, Shopify, Lightspeed et, plus tôt cet automne, Nuvei, contrôlées par leurs fondateurs ont toutes deux réalisé leur premier appel public à l'épargne en procédant ainsi.

Dans les éditions précédentes de *L'avantage familial*, la BNC a souligné le rendement supérieur à long terme des entreprises familiales canadiennes cotées en bourse comparativement à celles des sociétés ouvertes à actionnariat diffus par le biais de l'*Indice BNC des entreprises familiales*. Comme la plupart des indices boursiers populaires, l'Indice familial est basé sur des critères quantitatifs objectifs prédéfinis. Dans ce rapport, nous soulignons plusieurs traits communs et histoires dans lesquels les entreprises familiales de tous genres peuvent se reconnaître.

---

« Dans ce rapport, nous soulignons plusieurs traits communs et histoires dans lesquels les entreprises familiales de tous genres peuvent se reconnaître. »

---

<sup>1</sup> La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. et Shleifer, A., *Journal of Finance*, « Corporate Ownership around the "World" », 1999

## Répartition géographique des 38 sociétés incluses dans l'Indice BNC des entreprises familiales (juin 2020)<sup>2</sup>

### COLOMBIE-BRITANNIQUE

- Aritzia Inc.
- Ivanhoe Mines Ltd.
- Ressources Teck Limitée
- West Fraser Timber Co. Ltd.

### ALBERTA

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

### ONTARIO

- |                                     |                                      |                                |
|-------------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------|
| ➤ Canada Goose Holdings Inc.        | ➤ Fairfax Financial Holdings Limited | ➤ Les Aliments Maple Leaf Inc. |
| ➤ La Société Canadian Tire Limitée  | ➤ FirstService Corporation           | ➤ Northland Power Inc.         |
| ➤ Canopy Growth Corporation         | ➤ George Weston Limitée              | ➤ Onex Corporation             |
| ➤ CCL Industries Inc.               | ➤ Linamar Corporation                | ➤ Rogers Communications Inc.   |
| ➤ Celestica Inc.                    | ➤ Les Compagnies Loblaw Limitée      | ➤ Shopify Inc.                 |
| ➤ Colliers International Group Inc. | ➤ Lundin Mining Corporation          | ➤ Thomson Reuters Corporation  |

<sup>2</sup> D'après le réexamen annuel de juin 2020



**MANITOBA**

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

**QUÉBEC**

- Alimentation Couche-Tard Inc.
- BRP Inc.
- Cascades Inc.
- CGI Inc.
- Cogeco Communications Inc.
- Lightspeed POS, Inc.
- Power Corporation du Canada
- Québecor Inc.
- Saputo Inc.

**NOUVELLE-ÉCOSSE**

- Empire Company Limited

2

.....

**Le rendement  
supérieur de  
l'Indice BNC  
des entreprises  
familiales**



*(Photo: Kenny Krosky – Unsplash.com)*

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

### Règles de sélection pour l'indice

L'Indice BNC des entreprises familiales, calculé 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 38 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 actionnariat 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 par une famille 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 reliées
Détiennent directement ou indirectement au moins 10 % des droits de vote de la société		Détiennent directement ou indirectement au moins 33,3 % des droits de vote de la société

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 ont 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.

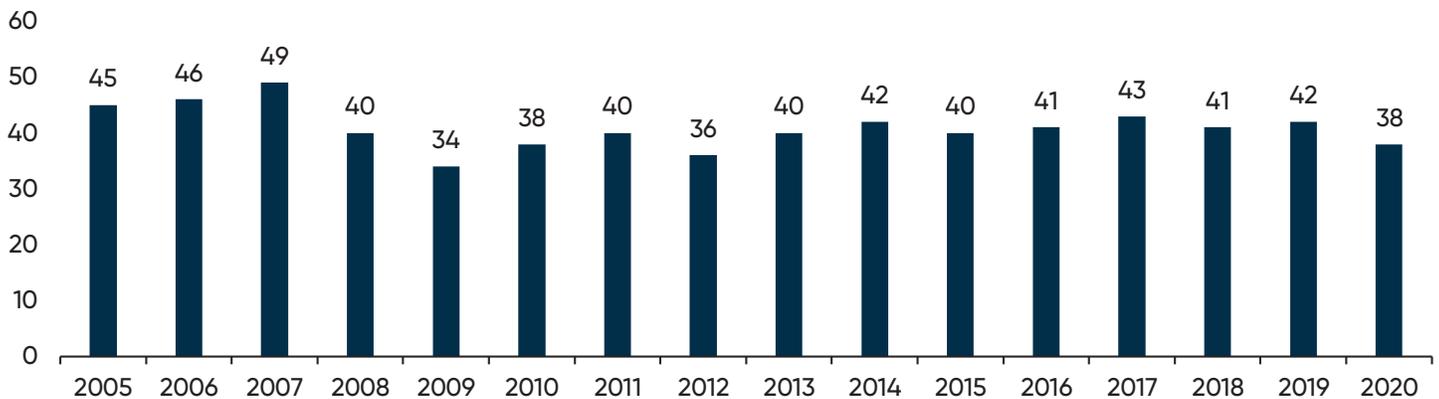
Sur les 38 sociétés de l'Indice BNC des entreprises familiales, 28 sont contrôlées par une famille fondatrice ou le ou les fondateurs et 10, par une ou des personnes ou entités reliées.

### Critères quantitatifs de sélection

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 indépendant composé de membres de l'équipe de recherche de la Banque Nationale du Canada et d'un des plus grands cabinets d'avocats canadiens indépendants du Canada, le processus de sélection mené lors du réexamen annuel de l'indice repose sur des critères transparents et objectifs appliqués une fois par an à la date du réexamen annuel, tel qu'indiqué dans le document *Méthodologie de l'Indice* publié sur le site Internet de la BNC.<sup>3</sup> L'ensemble de sociétés constituantes résultant de l'application des critères de sélection est relativement stable dans le temps.

<sup>3</sup> 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/>

**Graphique 2 – Indice BNC des entreprises familiales –  
Un nombre stable de sociétés admissibles au fil du temps<sup>4</sup>**



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.

<sup>4</sup> Source : base de données de FBN

Graphique 3 - Le processus de sélection de l'Indice BNC des entreprises familiales  
(Réexamen annuel de juin 2020)

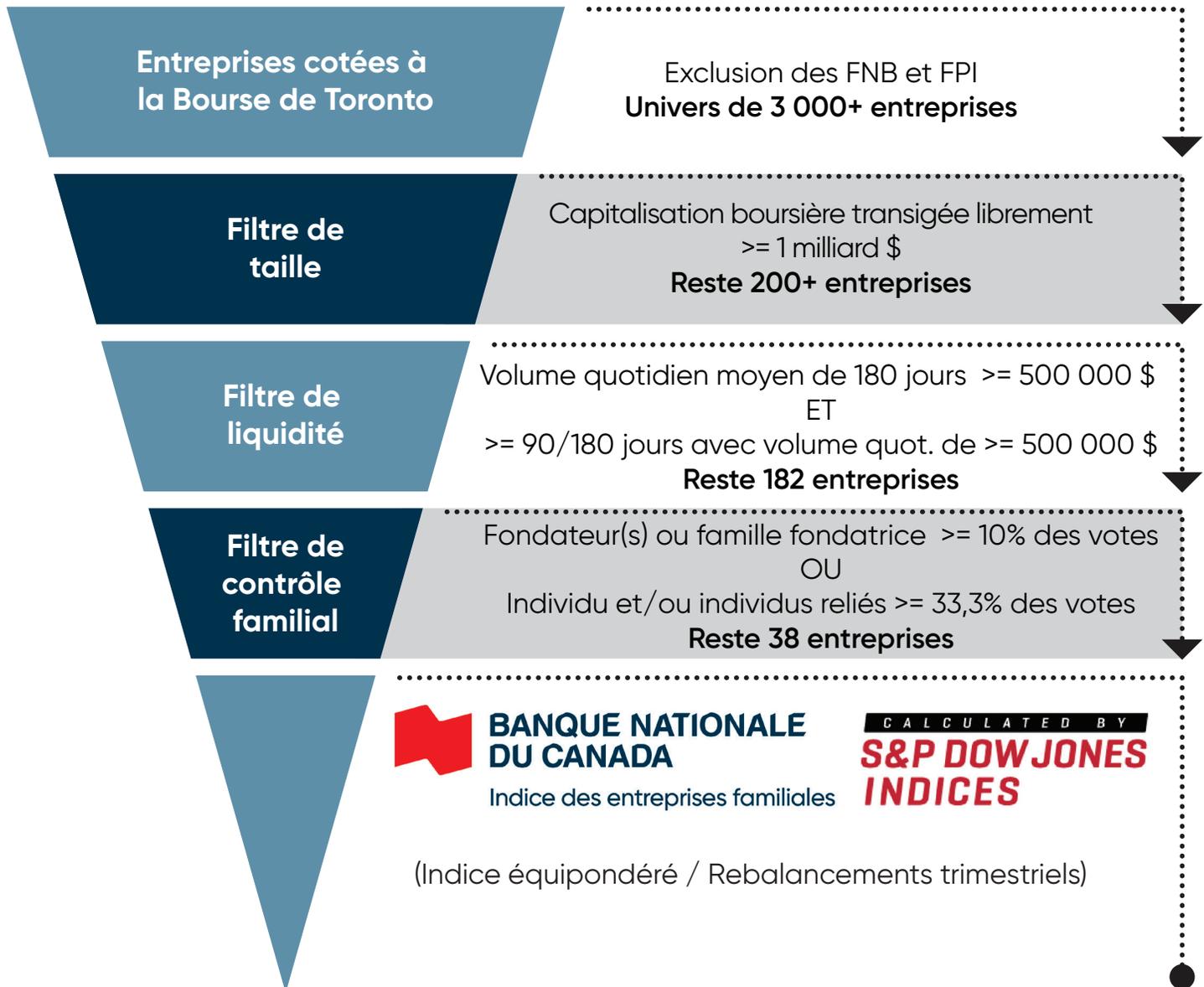


Tableau 1 - Les membres de l'Indice BNC des entreprises familiales (Réexamen annuel de juin 2020)

Symbole	Entreprise	Actionnaire(s) de contrôle*	Province
ATD.B	Alimentation Couche-Tard Inc. (Classe B)	Bouchard, D'Amour, Fortin, Plourde	Québec
ATZ	Aritzia Inc. (SVS)	Hill	Colombie-Britannique
ACO.X	ATCO LTD. (Classe I)	Southern	Alberta
DOO	BRP Inc. (SVS)	Bombardier, Beaudoin	Québec
GOOS	Canada Goose Holdings Inc. (SVS)	Reiss	Ontario
CTC.A	La Société Canadian Tire Limitée (Classe A)	Billes	Ontario
CU	Canadian Utilities Limited (Classe A)	Southern	Alberta
WEED	Canopy Growth Corporation	Sands	Ontario
CAS	Cascades inc.	Lemaire	Québec
CCL.B	CCL Industries Inc. (Classe B)	Lang	Ontario
CLS	Celestica Inc. (SVS)	Schwartz	Ontario
GIB.A	CGI Inc. (Classe A)	Godin, Imbeau	Québec
CCA	Cogeco Communications inc. (SVS)	Audet	Québec
CIGI	Colliers International Group Inc. (SVS)	Hennick	Ontario
EMP.A	Empire Co. Ltd. (Classe A)	Sobey	Nouvelle-Écosse
FFH	Fairfax Financial Holdings Limited (SVS)	Watsa	Ontario
FSV	FirstService Corporation	Hennick	Ontario
WN	George Weston Limitee	Weston	Ontario
GWO	Great-West Lifeco Inc.	Desmarais	Manitoba
IGM	Société Financière IGM Inc.	Desmarais	Manitoba
IVN	Ivanhoe Mines Ltd. (Classe A)	Friedland	Colombie-Britannique
LSPD	Lightspeed POS Inc. (SVS)	Da Silva	Québec
LNR	Linamar Corporation	Hasenfratz	Ontario
L	Les Compagnies Loblaw Limitée	Weston	Ontario
LUN	Lundin Mining Corporation	Lundin	Ontario
MFI	Les Aliments Maple Leaf Inc.	McCain	Ontario
NPI	Northland Power Inc. (Ordinaire)	Temerty	Ontario
ONEX	Onex Corporation (SVS)	Schwartz	Ontario
POW	Power Corporation du Canada (SVS)	Desmarais	Québec
QBR.B	Québecor inc. (Classe B)	Péladeau	Québec
RCL.B	Rogers Communications Inc. (Classe B)	Rogers	Ontario
SAP	Saputo inc.	Saputo	Québec
SJR.B	Shaw Communications Inc. (Classe B)	Shaw	Alberta
SHOP	Shopify Inc. (Classe A)	Lütke	Ontario
TECK.B	Ressources Teck Limitée (Classe B)	Keevil	Colombie-Britannique
TRI	Thomson Reuters Corporation	Thomson	Ontario
WFT	West Fraser Timber Co. Ltd.	Ketcham	Colombie-Britannique
WPK	Winpak Ltee.	Wihuri	Manitoba

\* Exclut les fonds d'investissements

Suite au rééquilibrage annuel de juin 2020, l'Indice BNC des entreprises familiales a accueilli deux nouveaux membres : Cascades Inc., le fabricant d'emballages cartonnés et de papier tissu, et Lightspeed POS Inc., la société montréalaise de logiciels de point de vente et de commerce électronique introduite en bourse en mars 2019. En même temps, le processus de sélection quantitatif a conduit au retrait de six sociétés de l'indice. Cinq ont été retirées parce que leur flottant a baissé sous 1 milliard \$ à cause des perturbations du marché reliées à la COVID-19 – Bombardier Inc., Corus Entertainment Inc., Groupe d'alimentation MTY inc., Spin Master Corporation et Transcontinental Inc. La sixième, Corporation Financière Power, a été retirée de la cote de la TSX après une restructuration effectuée par sa société mère, Power Corporation du Canada, en février 2020.

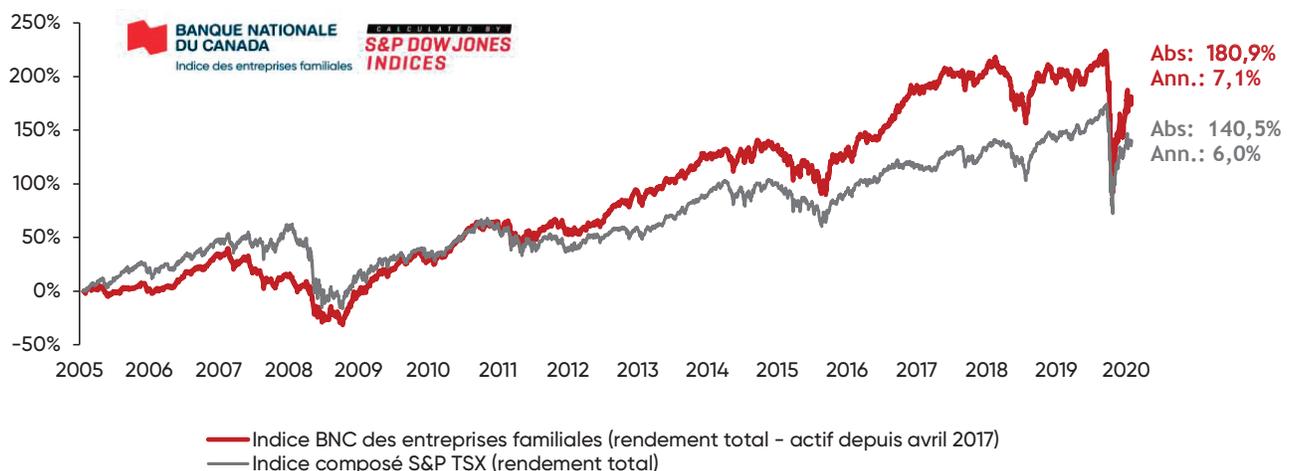
Tableau 2 – Indice BNC des entreprises familiales – Inclusions et exclusions récentes

	2018	2019	2020
Inclusions (+)	<ul style="list-style-type: none"> <li>› Canada Goose Holdings Inc.</li> <li>› Kinder Morgan Canada Ltd.</li> <li>› Spin Master Corporation</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>› Aritzia Inc.</li> <li>› Canopy Growth Corporation</li> <li>› Corus Entertainment Inc.</li> <li>› Groupe d'alimentation MTY inc.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>› Cascades Inc.</li> <li>› Lightspeed POS Inc.</li> </ul>
Exclusions (-)	<ul style="list-style-type: none"> <li>› Cascades Inc.</li> <li>› Corus Entertainment Inc.</li> <li>› Le groupe Jean Coutu</li> <li>› Thérapeutique Knight inc.</li> <li>› Molson Coors Canada Inc.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>› Canfor Corporation</li> <li>› Kinder Morgan Canada Ltd.</li> <li>› Paramount Resources Ltd.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>› Bombardier Inc.</li> <li>› Corus Entertainment Inc.</li> <li>› Groupe d'alimentation MTY inc.</li> <li>› Corporation Financière Power</li> <li>› Spin Master Corporation</li> <li>› Transcontinental Inc.</li> </ul>

## Profil de rendement

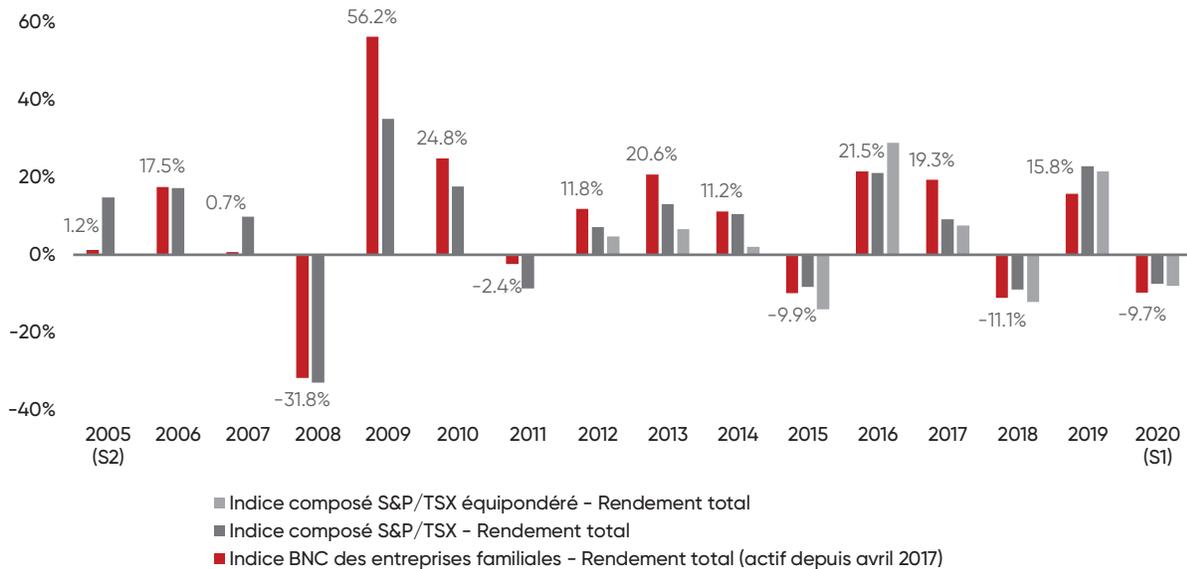
De juin 2005 à juin 2020, la période de référence de l'Indice BNC des entreprises familiales, l'indice a généré un rendement cumulé total de 180,9 % comparativement à 140,5 % pour l'indice composé S&P/TSX. Le rendement annuel moyen de la période s'est établi à 7,1 % pour l'indice familial contre 6,0 % pour l'indice S&P/TSX.

Graphique 4 – Rendement supérieur de l'Indice BNC des entreprises familiales<sup>5</sup>



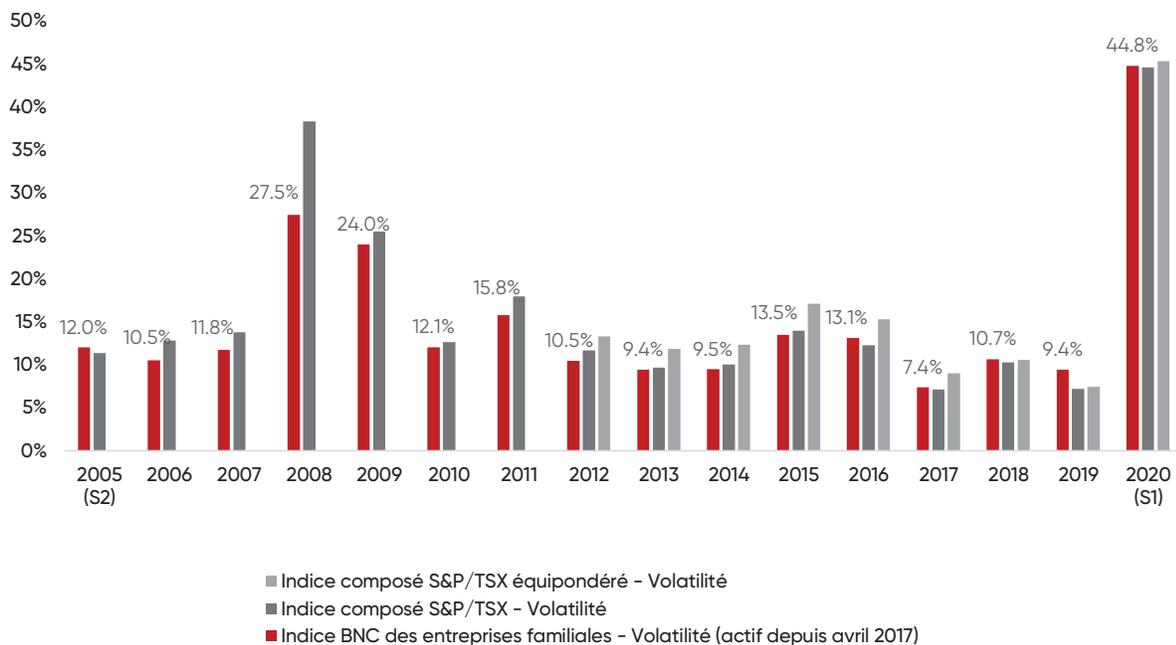
<sup>5</sup> Source : FBN, SPDJI, Bloomberg; données du 30 juin 2020

### Graphique 5 – Rendement total annuel de l'Indice BNC des entreprises familiales<sup>6</sup>



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 6 – Volatilité annuelle<sup>7</sup>



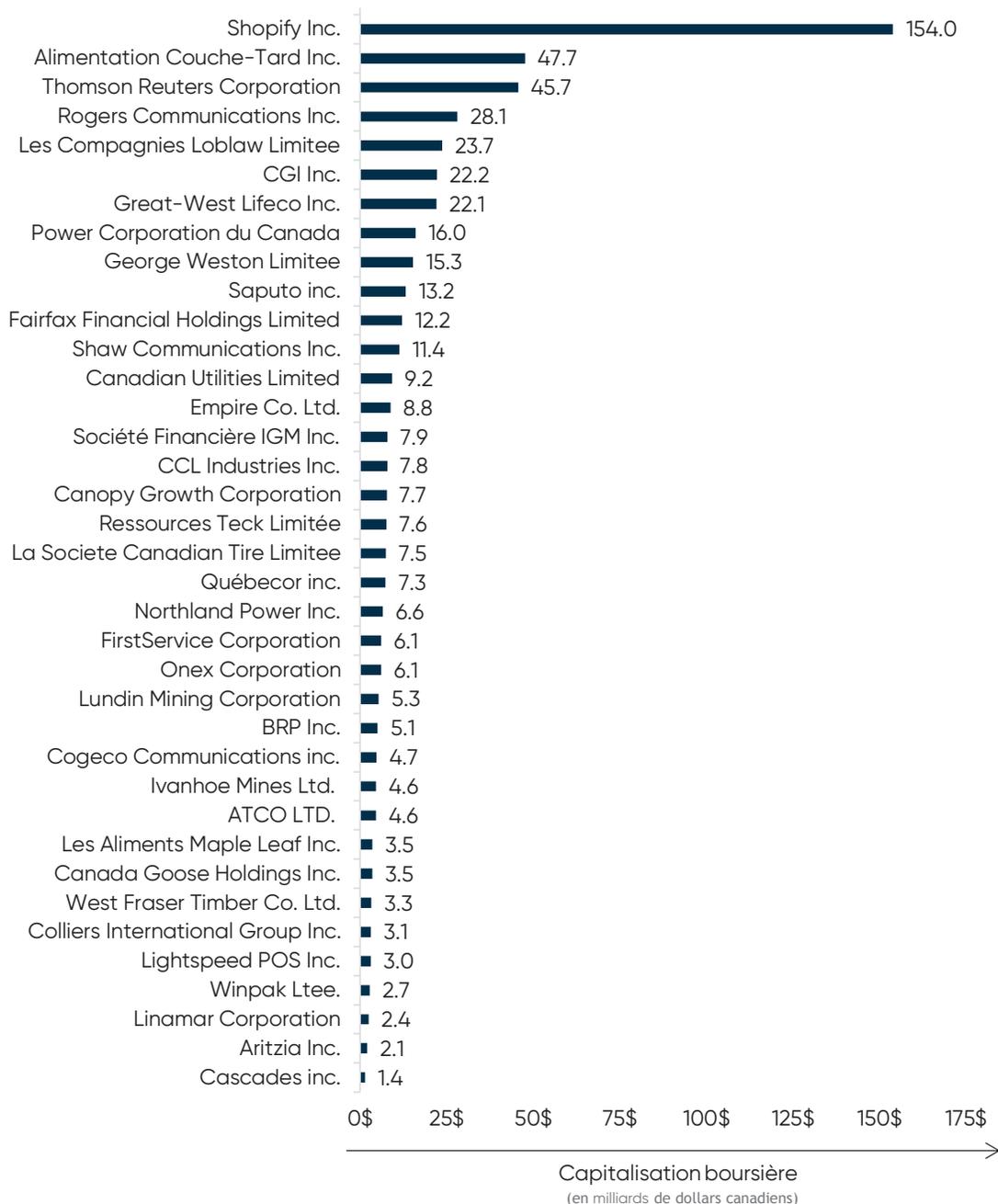
<sup>6</sup> Source : Base de données FBN, SPDJI, Bloomberg (Nota : les données de S&P Composite Equal Weight Index n'étaient pas disponibles avant 2012)

<sup>7</sup> Source : Base de données FBN, SPDJI, Bloomberg Data; données du 30 juin 2020

## Pondérations et répartitions

L'Indice BNC des entreprises familiales utilise une méthodologie à pondérations égales. Chaque société de l'indice a la même pondération (1/38<sup>e</sup>), 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. La capitalisation boursière des sociétés de l'indice familial varie de 1,4 milliard \$<sup>8</sup> à 154 milliards \$. La capitalisation boursière totale des sociétés actuelles de l'Indice BNC des entreprises familiales représente 22 % de la capitalisation boursière totale de l'indice composé S&P/TSX.

**Graphique 7 - Les sociétés de l'Indice BNC des entreprises familiales par capitalisation boursière (en milliards \$ CA)<sup>9</sup>**



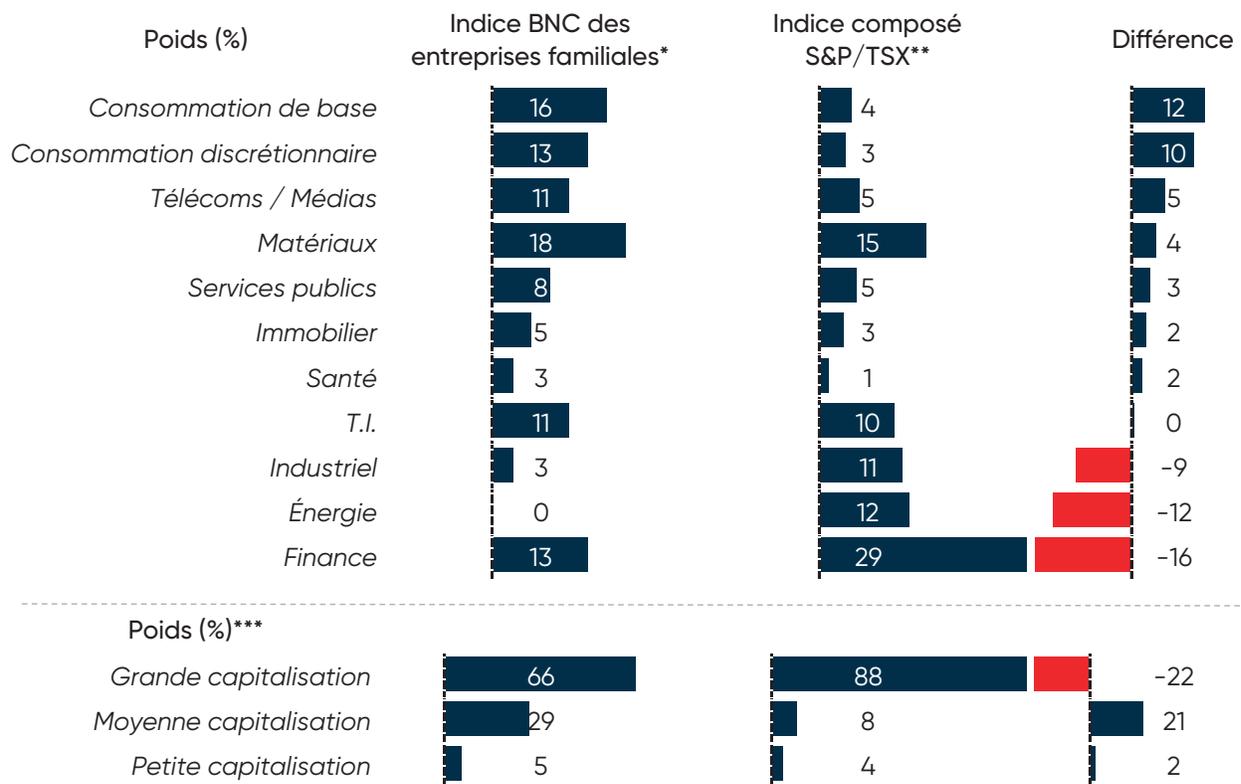
<sup>8</sup> Nota : Pour faire partie de l'indice, les sociétés doivent avoir un flottant libre de leur capitalisation boursière d'au moins 1 milliard \$.

<sup>9</sup> Source : Bloomberg; données du 30 juin 2020 source: Bloomberg; data as of Jun. 30, 2020

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 (29 %), des matériaux (18 %) et des services financiers (13 %). 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. »<sup>10</sup> Par conséquent, les banques ne peuvent pas être des sociétés contrôlées selon les définitions de l'Indice BNC des entreprises familiales.

Figure 8 – Sectorial / Capitalization Weight Allocations<sup>11</sup>



\* 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 66 % comparativement à 88 % dans l'indice composé S&P/TSX – est due à sa méthodologie qui égalise les pondérations.

<sup>10</sup> Charles Freedman (site Web de la Banque du Canada), « The Canadian Banking System », mars 1998

<sup>11</sup> Base de données FBN, SPDJI, Bloomberg; données du 30 juin 2020 (sur la base d'une pondération égale)

# 3

.....

## Sociétés contrôlées et vision à long terme

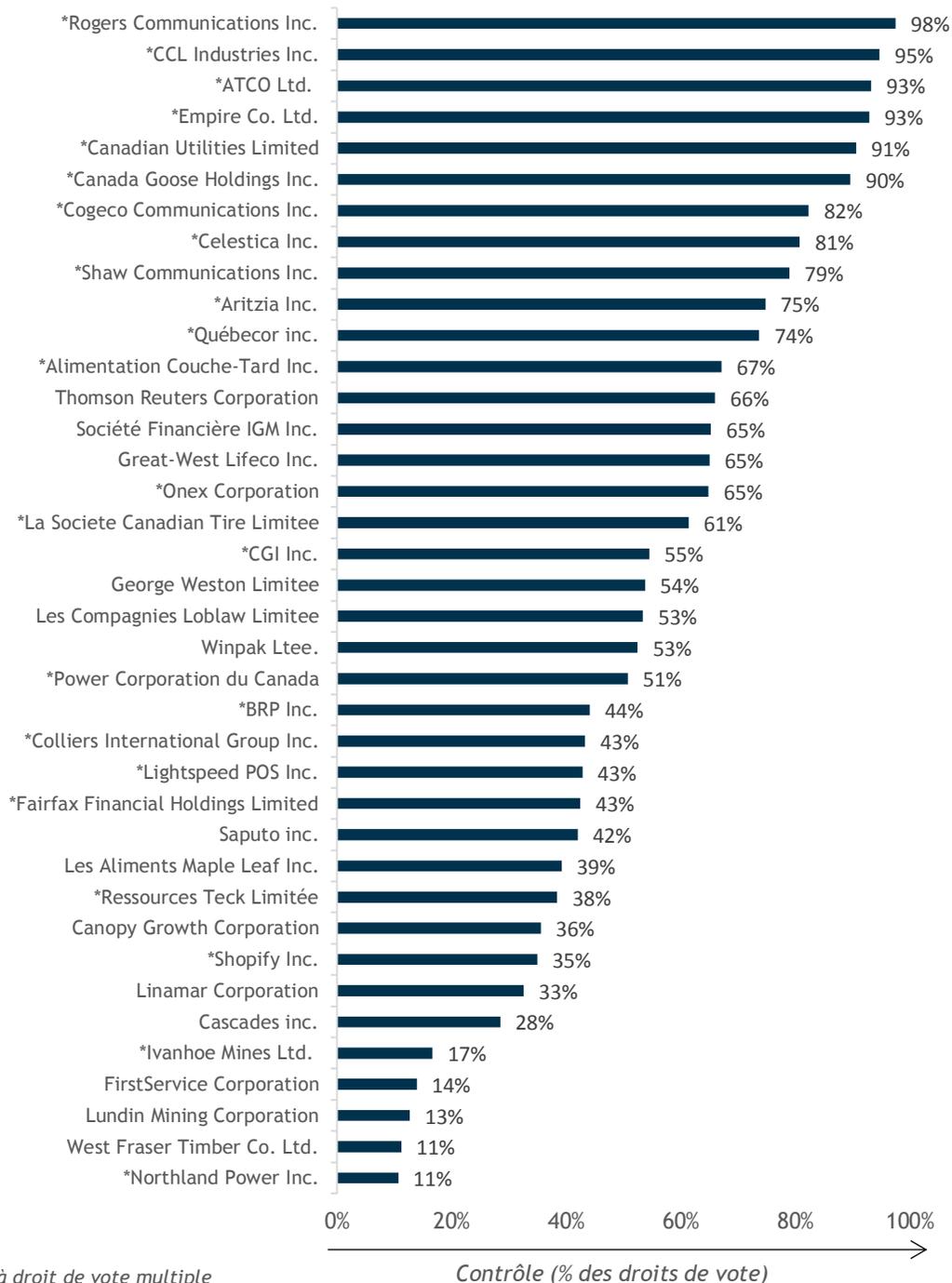


*L'horloge de vapeur de Gastown Vancouver, C-B, Canada (Photo: Lucy Claire – Unsplash.com)*

### 3. Sociétés contrôlées et vision à long terme

Même si la détention d'une plus grande proportion des droits de vote confère souvent une plus grande influence, dans beaucoup de situations, les familles peuvent exercer une supervision importante de la stratégie à long terme de l'entreprise, même si elles contrôlent bien moins que la moitié des droits de vote. C'est particulièrement vrai lorsque la famille occupe des postes de direction ou détient des mandats clés au sein du conseil d'administration.

Graphique 9 – Contrôle familial des sociétés de l'Indice BNC des entreprises familiales (% des voix contrôlées)<sup>12</sup>



<sup>12</sup> Source : Déclarations officielles des sociétés; données de juin 2020.

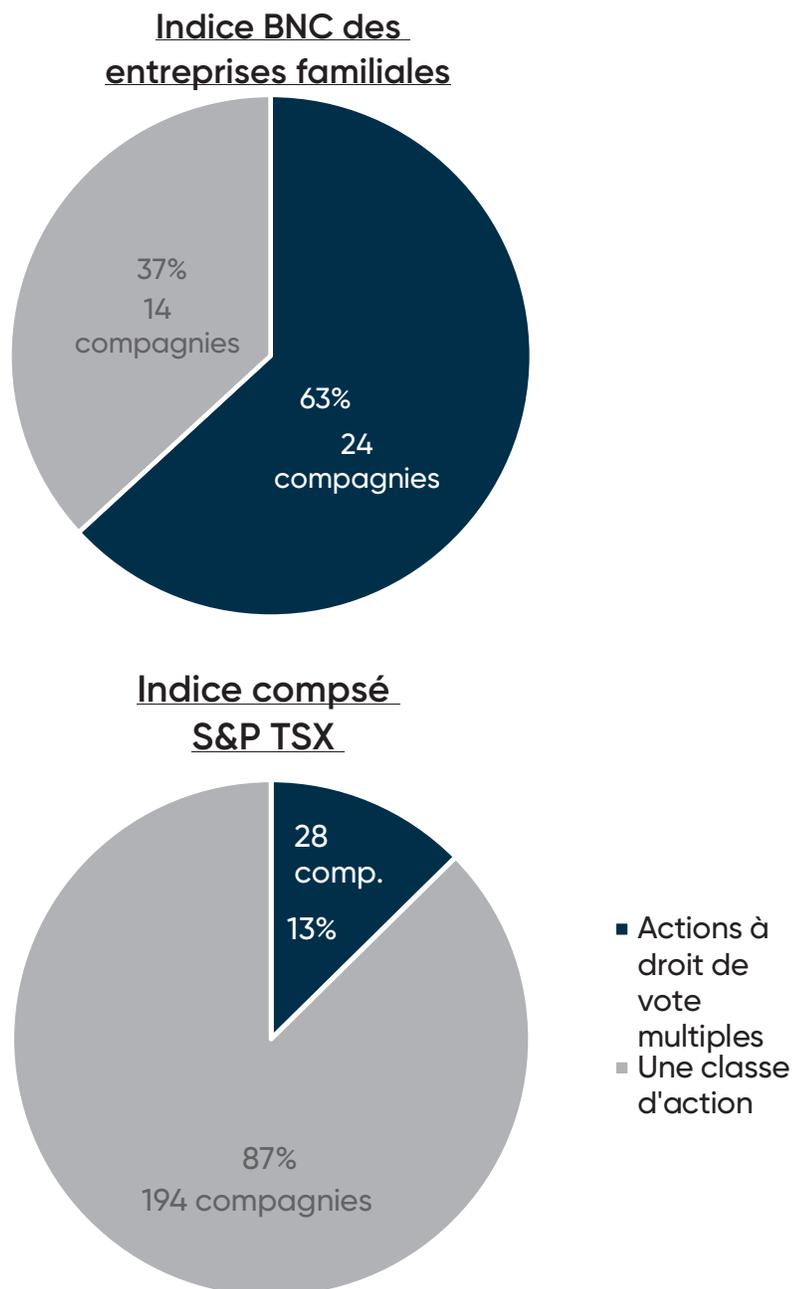
Notes: Les pourcentages de contrôle sont basés sur la somme des droits de vote rattachés à toutes les catégories d'actions.

Dans le cas de sociétés contrôlées par un cofondateur ou une famille cofondatrice, le graphique présente la somme des droits de vote.

En moyenne, les familles de l'*Indice BNC des entreprises familiales* contrôlent 55 % des droits de vote de leurs sociétés respectives. Au bas de la fourchette, la famille Ketcham détient environ 11 % des droits de vote de West Fraser, société de pâtes et papiers de Colombie-Britannique, ce qui représente à peine plus que le seuil de 10 % de l'indice familial, alors qu'à l'autre extrême la famille Lang contrôle CCL Industries, société d'emballages spécialisés, avec environ 95 % des voix rattachées aux actions de la société.

Parmi les 38 membres de l'indice familial, 24, soit 63 %, ont deux catégories d'actions, des actions à droit de vote multiple et des actions à droit de vote subalterne.

**Graphique 10 - Comparaison des actions à droit de vote multiple<sup>13</sup>**



<sup>13</sup> Source : Base de données FBN, SPDJI, Bloomberg; données du 30 juin 2020

Depuis le premier appel public à l'épargne (« PAPE ») de Google en 2004, plusieurs sociétés technologiques contemporaines dirigées par leur fondateur ont suivi son exemple, en adoptant des structures à droit de vote multiple. Les principales raisons de la popularité de ces actions parmi les sociétés à forte croissance sont bien décrites dans la lettre des fondateurs de Google à l'occasion de son premier appel public à l'épargne en 2004.<sup>14</sup>

## Alphabet Investor Relations

### 2004 Founders' IPO Letter

From the S-1 Registration Statement

“An Owner’s Manual” for Google’s Shareholders<sup>1</sup>

//

*(...) Google a été prospère comme société fermée. Nous croyons qu'une structure à deux catégories d'actions (avec des droits de vote différents) permettra à Google, comme société à capital ouvert, de conserver de nombreux aspects positifs qui sont le propre des sociétés fermées. Nous comprenons que certains investisseurs n'apprécient pas les structures à deux catégories d'actions. Certains pourraient croire qu'une telle structure nous permettra de prendre des mesures qui nous avantageront, nous, mais n'avantageront pas les actionnaires de Google dans leur ensemble. Nous avons examiné ce point très attentivement et le conseil n'a pas pris sa décision à la légère. Nous sommes convaincus que tous ceux qui sont associés à Google – y compris les nouveaux investisseurs – bénéficieront de cette structure. Cependant, vous devez être conscients que Google et ses actionnaires ne réaliseront peut-être pas ces avantages escomptés. (...) Nous croyons que la stabilité conférée par la structure à deux catégories d'actions nous permettra de conserver la culture qui nous est unique et de continuer d'attirer et de garder dans nos rangs des collaborateurs de talent, qui sont le principe vital de Google (...)*

//



Larry Page



Sergey Brin

<sup>1</sup> Much of this was inspired by Warren Buffett's essays in his annual reports and his “An Owner’s Manual” to Berkshire Hathaway shareholders.

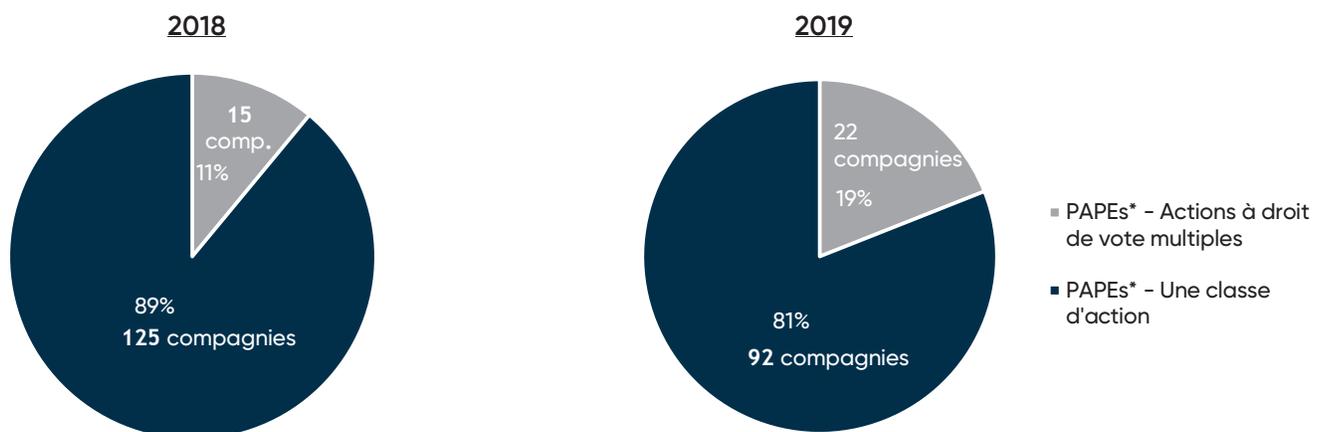
<sup>14</sup> Alphabet (Google), « IPO Founders' Letter », 2004

En 2019, plusieurs sociétés nord-américaines ont lancé des PAPE avec deux catégories d'actions, notamment Lyft, Pinterest, Zoom Video Communications, Peloton Interactive, Chewy et Datadog aux États-Unis. Au Canada, de grands joueurs de la technologie ont été introduits en bourse avec des structures à deux catégories d'actions<sup>15</sup>. En mai 2015, par exemple, Shopify, la plateforme de commerce électronique pour les boutiques en ligne très populaire qui, au printemps dernier, était la plus grande société du Canada par sa capitalisation boursière, a introduit une structure à deux catégories (10 votes pour 1) conférant 35 % de la propriété à Tobias Lütke, son chef de la direction et cofondateur. L'an dernier, Lightspeed a lancé son PAPE sur le TSX (et en septembre 2020 à la NYSE) avec deux catégories d'actions conférant environ 43 % des voix au fondateur et chef de la direction, Dax Dasilva. Plus récemment, en septembre 2020, la société de technologie de paiement Nuvei a amorcé une tournée de présentation de son PAPE visant à mobiliser 600 millions \$ US, en vertu duquel le président du conseil et chef de la direction de la société, Philip Fayer, ainsi que les premiers investisseurs clés, Novacap et la Caisse de dépôt et placement du Québec, obtiendraient dès le départ des actions à droit de vote multiple comportant 10 voix chacune.

Le contrôle par le biais de droits de vote inégaux a été critiqué. Quand des dispositions appropriées sont mises en place, comme dans le modèle canadien de gouvernance des entreprises, le contrôle peut apporter aux actionnaires qui le détiennent et aux fondateurs la tranquillité d'esprit pour planifier et générer des avantages concurrentiels ainsi qu'un environnement transparent pour d'autres actionnaires. Les dirigeants d'entreprises familiales et les fondateurs détenant le contrôle voient souvent dans les structures à deux catégories d'actions un moyen essentiel d'assurer la longévité de l'entreprise en protégeant la société de la pression qui oblige à gérer de trimestre en trimestre et des offres d'achat hostiles, ce qui permet à la société d'atteindre ses objectifs stratégiques à long terme et de créer de la valeur pour les actionnaires au fil des générations.

« Elle donne aux sociétés l'avantage d'une perspective à plus long terme. (...) Le principal motif des sociétés fermées pour ne pas ouvrir leur capital est qu'elles seraient forcées de gérer la société dans un but de rentabilité à court terme, de se concentrer sur les 90 prochains jours et non sur les neuf prochaines années. »<sup>16</sup>

### Graphique 11 – Augmentation récente des PAPE à deux catégories d'actions aux États-Unis<sup>17</sup>



Note: \*Premiers appels publics à l'épargne (PAPE) sur les bourses américaines (fiducies de placement immobilier et sociétés dédiées spécifiquement à une acquisition – SPACs – exclues)

Il est aussi important de prendre du recul et de comprendre les événements historiques clés qui ont aidé à soulever une vague de nouvelles sociétés à deux catégories d'actions.

<sup>15</sup> Council of Institutional Investors, « Dual-Class IPO Snapshot: 2017–2019 Statistics »

<sup>16</sup> Investor's Business Daily, « This Is How Mark Zuckerberg and Other Tech CEOs Stay In Power » mai 2020

<sup>17</sup> Council of Institutional Investors, « Dual-Class IPO Snapshot: 2017–2019 Statistics »

## Contexte – Contrôle familial et les actions à droit de vote multiple au Canada

Au Canada, les structures à deux catégories d'actions remontent aux années 1940. Molson's Brewery Ltd., introduite en bourse en 1945 pour financer son expansion, en était un pionnier et a mis en place une structure à deux catégories d'actions quelques années plus tard, en 1949.

Entre 1953 et 1970, la consolidation croissante de la propriété d'entreprises a entraîné une prolifération des structures à deux catégories d'actions. Selon les données de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, 21 sociétés ont inscrit des actions sans droit de vote à la Bourse de Toronto pendant ces deux décennies.

Dans la foulée de la mondialisation croissante, le gouvernement fédéral a adopté des mesures protectionnistes de sauvegarde de « l'intérêt public » et de « développement ordonné » de certaines industries. En 1968, il a créé le Conseil de la radiodiffusion et des télécommunications canadiennes (CRTC) avec pour mandat d'émettre des permis de radiodiffusion à des citoyens canadiens ou des sociétés canadiennes admissibles dont le président du conseil d'administration et les administrateurs devaient être des citoyens canadiens et dont les actions devaient être détenues par des Canadiens à hauteur de 80 %.<sup>18</sup>

Douze ans plus tard, le gouvernement de Pierre Trudeau a créé le Programme énergétique national (« PEN ») en réponse au choc pétrolier des années 1970. Dans le but d'assurer des approvisionnements en énergie adéquats, le PEN a fixé un objectif ambitieux pour que la propriété canadienne de la production de pétrole et de gaz atteigne au moins 50% avant 1990. La *Loi sur la détermination de la participation et du contrôle canadiens* qui a suivi stipulait que seules des entreprises détenues à 50 % par des Canadiens seraient autorisées à produire en sol canadien. Avec la désignation des secteurs du pétrole et des télécommunications comme des secteurs d'importance stratégique nationale, les structures à deux catégories d'actions sont devenues un moyen privilégié de consolider la propriété canadienne dans ces secteurs clés.<sup>19</sup> Dans les télécommunications, par exemple, Canadian Cablesystems Ltd., Rogers Communications, Shaw Communications Ltd. et Québecor Inc. ont tous introduit une structure d'actions à deux catégories après la mise en application de la règle de propriété canadienne du CRTC.



*Interviewé pour une édition antérieure de ce rapport, Andrew Molson, 7<sup>e</sup> génération de la famille Molson, une des grandes familles du monde des affaires canadien, a dit que la structure à deux catégories d'actions a permis aux familles Molson et Coors de « jeter les bases et maintenir une perspective à long terme » chez Molson Coors, qui est aujourd'hui le troisième brasseur mondial par la valeur de l'entreprise.*

*M. Molson a rappelé sa thèse de maîtrise de 2002 « Le Juste Milieu : Le partage des avantages du contrôle » en disant qu'il croit que la société a mis en application « un modèle de gouvernance juste et solide » en s'assurant que tous les éléments de contrôle nécessaires étaient en place. Il a plus particulièrement fait référence au conseil d'administration bien informé et indépendant de Molson Coors et à l'adoption par la société d'une clause d'égalité de traitement (définie plus loin) assurant un traitement équitable à tous les actionnaires.*

<sup>18</sup> Gouvernement du Canada, *Loi sur les télécommunications* (LC 1993, ch. 38)

<sup>19</sup> Stephanie Ben-Ishai, Poonam Puri, *Dalhousie Law Journal*, « Dual Class Shares in Canada: An Historical Analysis », 29.1.2006

### Indépendance du conseil

Un administrateur est réputé indépendant s'il n'a aucune relation directe ou indirecte avec l'émetteur (ce qui pourrait interférer avec l'indépendance de son jugement). Au Canada, les autorités s'attendent à ce que les sociétés cotées en bourse aient une majorité d'administrateurs indépendants.

### Clause d'égalité de traitement

Une clause d'égalité de traitement est un mécanisme par lequel les actions ne comportant pas droit de vote ou à droit restreint peuvent participer à une offre publique d'achat formelle avec les porteurs ayant des droits de vote supérieurs, assurant un traitement équitable à tous les actionnaires.

### Clause crépusculaire

Une clause crépusculaire stipule qu'une condition prédéfinie (seuil de propriété minimum pour un actionnaire de contrôle, âge du ou des fondateurs de la société, délai, etc.) peut, si elle est atteinte, déclencher une expiration automatique du droit de vote multiple rattaché aux actions ordinaires.

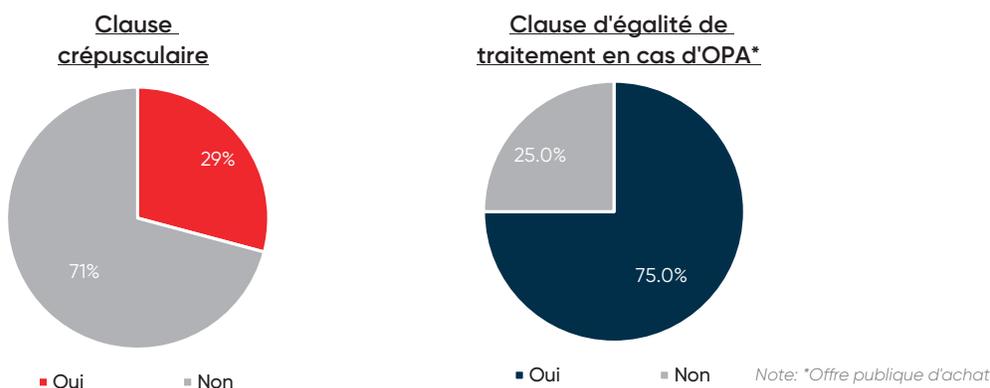
## Canada – Un modèle de gouvernance en évolution

En août 1987, les bourses de Toronto, Montréal, Vancouver et de l'Alberta ont signé d'un commun accord une politique exigeant que toute offre publique d'achat faite aux porteurs d'actions de plusieurs catégories soit immédiatement faite aux mêmes conditions aux autres catégories d'actionnaires, ce qu'il est convenu d'appeler la clause d'égalité de traitement.<sup>20</sup> En d'autres termes, les investisseurs détenteurs d'actions subordonnées au Canada ont le droit de déterminer si une offre d'achat répond à leurs intérêts. Cependant, il faut noter que les sociétés ouvertes qui ont conclu leur premier appel public à l'épargne avant le 1<sup>er</sup> août 1987 sont dispensées de cette règle, en vertu d'un droit acquis.

Au cours des deux dernières décennies, les autorités de réglementation des marchés financiers des provinces canadiennes ont, sous l'égide des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (« ACVM »), convenu d'adopter des règles harmonisées pour les émetteurs assujettis, afin de protéger un peu plus les droits des actionnaires minoritaires des sociétés contrôlées. En 2004, les autorités canadiennes ont introduit un nouvel ensemble de règles régissant les informations sur la gouvernance que doivent fournir les entreprises selon le principe « se conformer ou s'expliquer ».<sup>21</sup> Ces règles prévoient entre autres que la majorité des administrateurs doivent être « indépendants », que le président du conseil ou un administrateur principal doivent être indépendants et que le Comité d'audit doit être indépendant.<sup>22</sup> Les sociétés ouvertes doivent identifier leurs administrateurs indépendants dans les informations annuelles à fournir sur leur gouvernance et doivent présenter une explication si la majorité des administrateurs ne sont pas indépendants.

Les exigences d'égalité de traitement pour les structures à deux catégories d'actions imposées par la Bourse de Toronto, la majorité d'administrateurs indépendants exigée par les autorités de réglementation et l'adoption volontaire croissante de clauses crépusculaires par de nombreuses sociétés canadiennes ouvertes sont des avantages clés du modèle canadien. Par comparaison, il n'existe pas aux États-Unis de clause d'égalité de traitement ni de règle officielle d'indépendance du conseil.

### Graphique 12 – L'Indice BNC des entreprises familiales – Profil des sociétés à droits de vote multiples<sup>23</sup>



<sup>20</sup> Stephanie Ben-Ishai, Poonam Puri, *Dalhousie Law Journal*, « Dual Class Shares in Canada: An Historical Analysis », 29.1.2006

<sup>21</sup> Nota : Règlement 58-201 relatif à la gouvernance; 58-101 (Information concernant les pratiques en matière de gouvernance) et 52-102 (obligations d'information continue) entre autres

<sup>22</sup> Autorité des marchés financiers, « Projet d'Instruction générale 58-201 relative à la gouvernance », 30 juin 2005

<sup>23</sup> Source : Base de données FBN; Données du 30 juin 2020

As noted above, 24 of the 38 companies in the NBC Canadian Family Index have dual-class shares. Of these companies, 18 have coattail provisions, thereby giving subordinate-share owners an increased say on takeover offers and ensuring equitable treatment of all shareholders, particularly holders of subordinate voting shares. Interestingly, nine companies that completed their IPO prior to 1987 and were thus exempt from the coattail requirement have proactively put coattail provisions in place. In Canada's rules-based governance system, regulators strive to create a level playing field for all shareholders in Canada's financial markets while allowing family-controlled businesses to capture the advantages of the long view.

---

4

.....  
Aperçu  
de  
l'avantage  
familial



## 4. Aperçu de l'avantage familial

Le tableau qui suit résume les principaux facteurs qui permettent aux entreprises contrôlées par leur fondateur ou une famille de générer une performance supérieure comparativement aux sociétés à actionnariat diffus comme le décrivait l'édition 2018 de *L'avantage familial* et des études récentes.

**Tableau 3 – Principaux facteurs de rendement supérieur des entreprises contrôlées par une famille**<sup>24, 25, 26, 27, 28, 29, 30</sup>

<p><b>Vision et avantages à long terme</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>› Vision à long terme des activités : création de valeur sur des décennies ou des générations plutôt que des trimestres</li> <li>› Avantages du « capital patient » ou du « capital financier investi sans menace de liquidation »</li> <li>› Dénicher et saisir des tendances à long terme devient souvent une quête personnelle du fondateur ou de la famille</li> </ul>
<p><b>Rotation plus faible des dirigeants, accumulation d'un legs</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>› La durée moyenne du mandat des chefs de la direction est de 13 ans (comparativement à 4,6 ans pour les patrons des grandes sociétés américaines)</li> <li>› Avantages d'une rotation plus faible des chefs de direction : préservation de la connaissance du marché, de l'entreprise et de son activité, connaissance des collègues et des parties prenantes, développement d'une identité d'entreprise</li> <li>› Incitation à laisser l'entreprise à la prochaine génération en bonne santé financière (accumulation d'un legs)</li> </ul>
<p><b>Culture d'entreprise plus forte</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>› La culture d'entreprise revêt une importance cruciale et est souvent dérivée des valeurs du fondateur ou de la famille</li> <li>› Mentalité de fondateur », englobant souvent un souci du détail et l'obsession du service à la clientèle</li> <li>› Plus grande probabilité de valoriser et de mettre en application la responsabilité sociale d'entreprise, des pratiques durables et la philanthropie</li> </ul>
<p><b>Prudence avec le levier financier</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>› Beaucoup d'entreprises contrôlées par une famille ont une prédisposition pour la préservation du capital et la gestion des risques lorsqu'elles approuvent des dépenses importantes</li> <li>› Une dette excessive peut être perçue comme entachant la puissance de la famille : de 2001 à 2009, les emprunts représentaient 37 % de la structure du capital des entreprises familiales américaines comparativement à 47 % pour les autres sociétés</li> <li>› Une vision prudente de la dette a permis aux entreprises familiales de résister aux ralentissements économiques comme la crise financière de 2008 avec moins de soucis</li> </ul>
<p><b>Fusions et acquisitions ciblées</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>› Préférence pour les transactions qui cadrent bien avec le modèle d'affaires</li> <li>› Les entreprises familiales se concentrent sur la croissance endogène et étudient attentivement les mérites de chaque possibilité d'acquisition d'un point de vue culturel et financier</li> <li>› Aptitude à agir de façon décisive et volonté de le faire, particulièrement dans des conditions économiques difficiles</li> </ul>
<p><b>Importance de la recherche et développement</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>› Bien que les entreprises familiales dépensent généralement moins en innovation que les autres sociétés, les retombées sont généralement plus importantes, ce qui laisse penser qu'elles maîtrisent bien les projets transformateurs. Le nombre de brevets et de nouveaux produits en témoignent.</li> </ul>

<sup>24</sup> Galen G. Weston, *Re-imagining Capitalism*, « *Family Firms and Patient Capital – Thinking in Decades, Not Quarters* », 2016

<sup>25</sup> Forbes, « *Four Lessons Firms Can Learn from Family Businesses* », 30 avril 2015

<sup>26</sup> Ernst and Young « *Staying Power: How do Family Businesses Create Lasting Success?* », 2015

<sup>27</sup> Harvard Business Review, « *What you can learn from family business* », novembre 2012

<sup>28</sup> Harvard Business Review, « *Founder-Led Companies Outperform the Rest – Here's Why* », mars 2016

<sup>29</sup> Harvard Business Review, « *Research: Family Firms Are More Innovative Than Other Companies* », janvier 2017

<sup>30</sup> The Economist, « *Why Family Businesses Outperform Others* », (page consultée 2020)

5

.....

**Pleins feux sur  
des femmes  
canadiennes  
à la tête  
d'entreprises  
familiales**



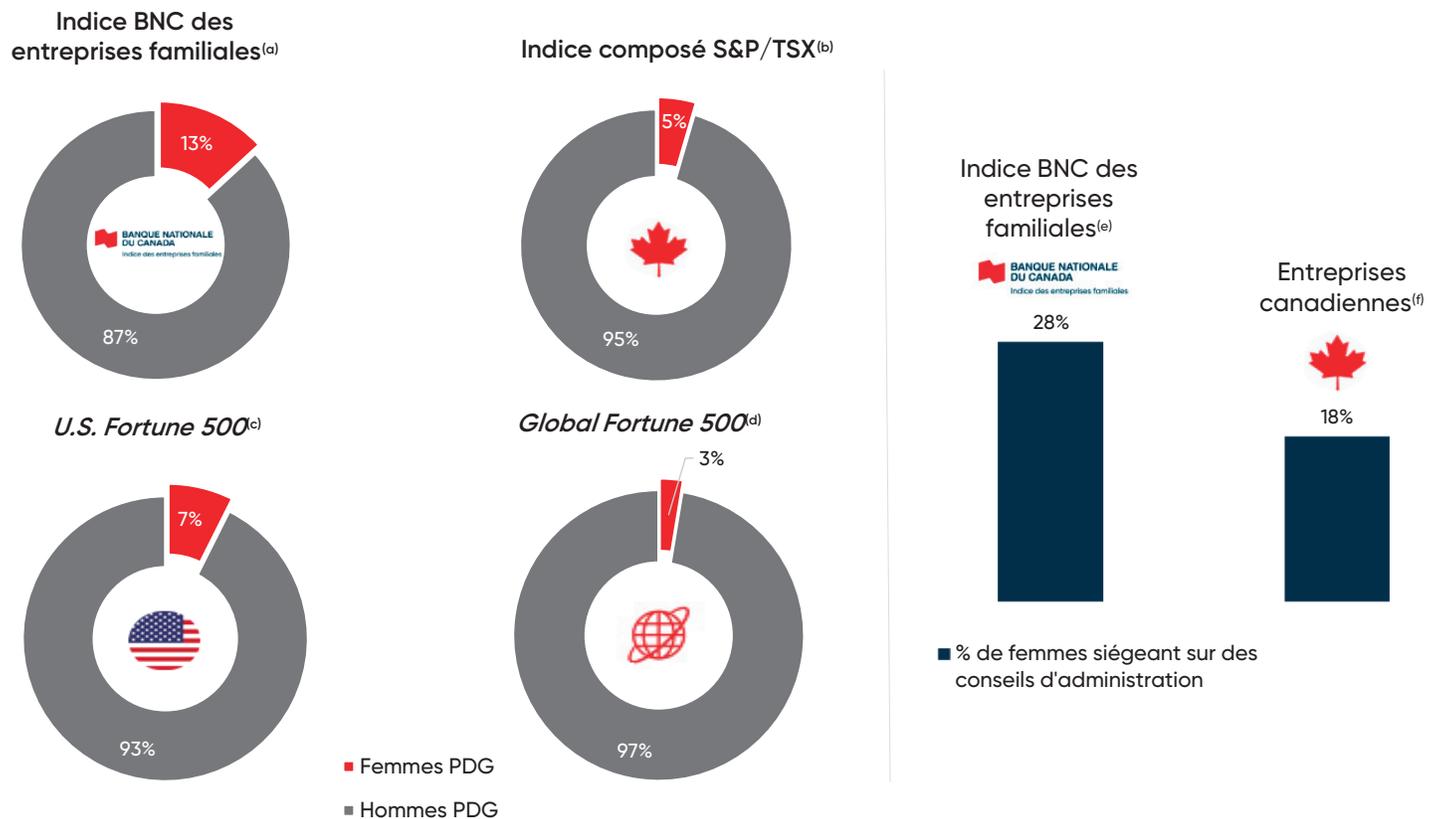
*(Photo: Daniel Gonzalez – Unsplash.com)*

## 5. Pleins feux sur des femmes canadiennes à la tête d'entreprises familiales

Depuis une dizaine d'années, on observe une tendance mondiale dans les entreprises à atteindre une parité hommes-femmes au sein de la haute direction. Au Canada, les entreprises contrôlées par des familles étaient avant-gardistes et préparaient des femmes à devenir les prochaines dirigeantes, qu'elles fassent partie ou non de la famille.

Le Graphique 13 illustre comment les entreprises familiales canadiennes se comparent aux sociétés canadiennes, américaines et mondiales à actionnariat diffus. Cela dit, il reste beaucoup de chemin à faire avant que les entreprises canadiennes puissent prétendre atteindre une parité hommes-femmes. En prenant en compte les fonctions de cadres intermédiaires ainsi que celles de haute direction, nous constatons que les femmes occupent environ 35 % de ces postes au Canada.<sup>31</sup> The higher proportion of women in lower management positions suggests a trend in entry-level hiring and a trickle-up promotion of women to senior positions.

**Graphique 13 – Femmes dirigeantes dans le paysage des entreprises mondiales – Comparaison internationale<sup>32</sup>**



<sup>31</sup> Statistique Canada, « Proportion des femmes et des hommes travaillant dans les postes de gestion, données annuelles » (consulté le 28 août 2020)

<sup>32</sup> Sources particulières du graphique:

a) Circulaires d'information des directions; données du 30 juin 2020

b) Capital IQ; données du 30 juin 2020

c) Fortune, "Fortune 500", 2020

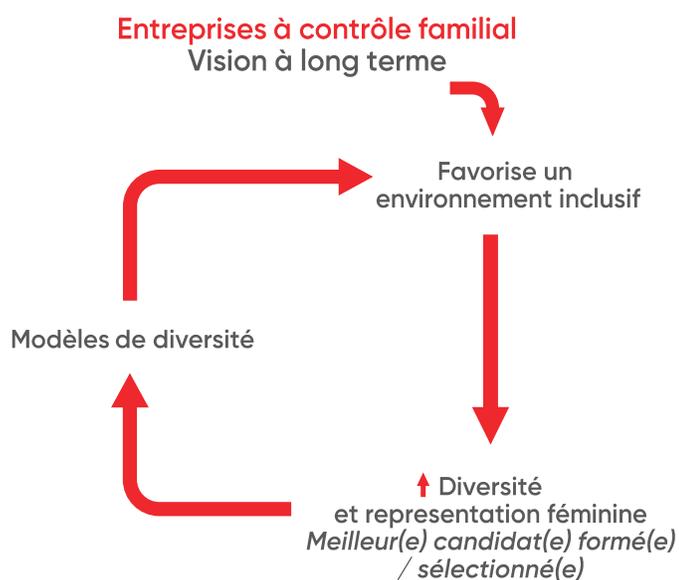
d) Fortune, "Fortune Global 500", 2020

e) Circulaires d'information des directions; données du 30 juin 2020

f) Statistique Canada, « Représentation des hommes et des femmes au sein des conseils d'administration », Tableau 33-10-0218-01, (consulté le 28 août 2020)

Comme on le voit au Graphique 14, la vision à long terme des entreprises familiales leur permet de se démarquer en prenant des décisions stratégiques mûrement réfléchies se traduisant par des avantages concurrentiels durables. Les entreprises familiales subissent moins de pressions externes dans leurs décisions d'affaires comme la sélection et la préparation de la prochaine génération de dirigeants. Elles ont le loisir de choisir la bonne personne pour le poste, et les plus aptes à diriger en accord avec les valeurs de l'actionnaire de contrôle et la culture de l'entreprise. Ainsi, les entreprises contrôlées par des familles ont tendance à créer un environnement favorable aux femmes et à la diversité dans leurs directions, qu'il y ait un lien de parenté ou non. Les femmes sont souvent encouragées à viser des postes de direction, devenant des modèles dans une structure inclusive. Cela encourage d'autres leaders de parcours divers à intégrer ces entreprises. Un récent sondage d'EY indique que 70 % des entreprises familiales envisagent nommer une femme comme prochain chef de la direction.<sup>33</sup> Au cours des trois dernières années, 41 % des membres des familles qui sont des femmes se seraient montrées plus intéressées à rejoindre l'entreprise.<sup>34</sup>

### Graphique 14 - Tendances : Les entreprises familiales soutiennent la diversité



Maureen Sabia, avec qui nous nous sommes entretenus pour ce rapport, est administratrice depuis 1985 et, depuis 2007, présidente du conseil de la Société Canadian Tire, une chaîne de magasins emblématique contrôlée par une famille canadienne qui célébrera son 100e anniversaire en 2022. Elle se souvient d'avoir été une des trois seules femmes sur 300 étudiants à la faculté de droit de l'Université de Toronto dans les années 1960. « *Nous avons bien survécu, et quand nous avons commencé nos carrières, nous avons travaillé avec acharnement pour démontrer que nous étions à la hauteur de la tâche et apportions une valeur ajoutée. Nous avons réussi sans traitement spécial ni action affirmative.* » Aujourd'hui, les statistiques dénotent une autre réalité. Le pourcentage de femmes inscrites à temps plein dans des programmes de MBA continue d'augmenter et se situe à environ 39 % parmi 50 des programmes les mieux cotés aux États-Unis, au Canada et en Europe.<sup>35</sup> Il est fort probable que cette tendance se traduise par une augmentation des femmes dans des postes de direction et des conseils d'administration dans la prochaine génération de chefs d'entreprises.

Plusieurs sociétés membres de l'*Indice BNC des entreprises familiales* reflètent la diversité hommes-femmes dans leurs directions ou leurs conseils. Saputo, Loblaw et Québecor, dont les conseils d'administration sont composés à 45 % de femmes en sont des exemples. Par ailleurs, des femmes sans lien de parenté avec les familles contrôlant ces entreprises sont bien représentées au sein de la haute-direction telles que Martie Cloete, présidente et chef des finances chez Ivanhoe Mines, Sarah Davis, présidente des Compagnies Loblaw, et Judy Schlemming, présidente du conseil de Canopy Growth, pour n'en nommer que quelques-unes.

La prochaine section est consacrée à des entretiens avec certaines femmes chefs d'entreprises les plus en vue du Canada. Ces entretiens furent menés par la Banque Nationale du Canada avec l'aide du professeur Karl Moore de la Faculté de gestion Desautels de l'Université McGill. Ce groupe remarquable de femmes, qui ont ensemble plus de 350 000 employés sous leur gestion, s'est distingué d'un océan à l'autre dans des industries traditionnellement dominées par des hommes, comme l'extraction minière, la technologie de l'information et le transport maritime. Nous espérons mettre en lumière leur expérience à la tête des plus grandes entreprises familiales publiques et privées.

<sup>33</sup> Ernst & Young, « *Women in Leadership* » (consulté le 28 août 2020)

<sup>34</sup> Ibid

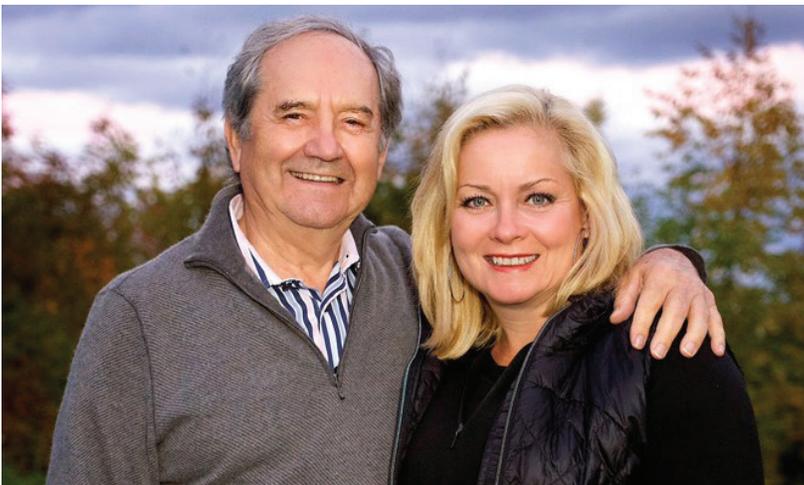
<sup>35</sup> The Wall Street Journal, « *More Women Pursue M.B.A. as Elite Schools Step Up Recruiting* », novembre 2019

6

Des chefs  
d'entreprises  
canadiennes —  
dans leurs  
propres mots



La perspective  
de chefs  
d'entreprises  
qui façonnent  
l'économie  
du Canada



À partir du haut : Sarah Davis de Loblaw, Stephany Fier de SilverCrest Metals et Jenny Coco, de Coco Group  
Rangée du bas: Linda Hasenfratz de Linamar et Julie Godin de CGI

## 6. Des chefs d'entreprises canadiennes – dans leurs propres mots

### Profil des chefs d'entreprises interviewées<sup>36</sup>

**Jenny Coco**  
(Toronto, Ontario)



Jenny Coco supervise la gestion courante des activités canadiennes et américaines du groupe Coco et est en grande partie responsable de la supervision des expansions qui entraînent une intégration verticale, ce qui a permis à Coco Paving d'être couronnée de succès dans sa division des travaux publics.

- **Titre:** Chef de la direction, Coco Group
- **Génération:** 2<sup>e</sup>
- **Année d'entrée dans l'entreprise familiale :** 1987
- **Membres de la famille dans l'entreprise :**
  - › Rock-Anthony Coco – Président (son frère)
  - › Nina Coco (sa mère)
  - › William Coco (son père) (décédé en 2018)

#### À propos de Coco Group

Fondée par Nina et William Coco en 1964 à Windsor, en Ontario, Coco Group est une des seules entreprises, détenues et exploitées par une famille, de travaux publics intégrée verticalement. Coco Group réalise des projets d'infrastructures de toutes tailles, en Saskatchewan, au Manitoba, en Ontario et au Québec et se spécialise dans les grands chantiers de génie civil, l'extraction des ressources naturelles et la production d'asphalte et de béton.

- **Secteur :** Génie et construction
- **Profil de la société :** Société fermée
- **Capitalisation boursière :** s.o.
- **Effectif :** Environ 3 000 salariés
- **Participation familiale :** s.o.

**Sarah Davis**  
(Brampton, Ontario)



Sarah Davis a été promue présidente de Loblaw en 2017, 10 années après son entrée dans la société. Dans cette fonction, elle supervise les activités quotidiennes de Loblaw et est responsable du Comité de direction composé de 12 membres de la société, issus des cadres supérieurs de toutes les divisions et fonctions. Elle relève de Galen G. Weston, président exécutif du conseil de Loblaw. Elle était auparavant chef de la direction financière et chef de l'administration.

- **Titre:** Présidente, Les Compagnies Loblaw Ltée
- **Génération:** 4<sup>e</sup> (Galen G. Weston / Alannah Weston)
- **Année d'entrée dans l'entreprise familiale :** 2007 comme contrôleur
- **Membres de la famille dans l'entreprise :**
  - › M<sup>me</sup> Davis n'a pas de lien de parenté avec la famille Weston

#### À propos de Loblaw Companies Limited

Les Compagnies Loblaw, une grande chaîne canadienne de magasins d'alimentation et de pharmacies, opère dans les secteurs de l'épicerie, de la pharmacie, des produits de santé et des cosmétiques, des vêtements, des marchandises générales, des services financiers, des produits de télécommunications mobiles sans fil et des entreprises de services au Canada.

- **Secteur :** Commerce de détail alimentaire
- **Profil de la société :** Société ouverte / TSX : L
- **Capitalisation boursière :** 23,7 milliards \$
- **Effectif :** Environ 200 000 salariés
- **Participation familiale :** 53,4 % des droits de vote et de participation économique

<sup>36</sup> Base de données FBN, sites Web de la société/dossiers officiels et Bloomberg, au 30 juin 2020

## Stephany Fier (Vancouver, Colombie-Britannique)



M<sup>me</sup> Fier est ingénieure minière et géologue ayant plus de dix ans d'expérience dans la prospection et la production minière au Mexique, au Canada, aux États-Unis et en Amérique centrale. Elle dirige les activités de prospection de la société depuis sa création en 2015 et a piloté l'équipe de SilverCrest Metals dans la découverte d'un réseau filonien à teneur élevée de métaux précieux à Las Chispas Property.

- **Titre:** Vice-présidente, Prospection et Services techniques
- **Génération:** 3<sup>e</sup>
- **Année d'entrée dans l'entreprise familiale :** 2010 (officiellement)
- **Membres de la famille dans l'entreprise :**
  - › Nathan E. Fier – Chef de la direction, administrateur et fondateur (père)
  - › Nathan Fier – Directeur de la prospection (frère)

### À propos de SilverCrest Metals Inc.

SilverCrest Metals acquiert, explore et met en valeur des concessions de métaux précieux au Mexique. La principale propriété de la société est le projet Las Chispas regroupant 28 concessions sur 1 401 hectares dans l'État de Sonora, au Mexique. SilverCrest Metals a été constituée en 2015 et a son siège social à Vancouver, Canada. SilverCrest Metals Inc. a été reconnue parmi les 50 premières sociétés de la Bourse de croissance TSX en 2017.

- **Secteur :** Mines et métaux
- **Profil de la société :** Société ouverte / TSX : SIL
- **Capitalisation boursière :** 1,6 milliard \$
- **Effectif :** 418 salariés (Canada et Mexique)
- **Participation familiale :** 4,5 % des droits de vote et de participation économique

## Christiane Germain (Québec, Québec)



Christiane Germain est coprésidente du Groupe Germain (Germain Hôtels). Elle supervise toutes les activités et le marketing des actifs du groupe. Depuis plus de 30 ans dans le secteur, le Groupe Germain fait la promotion des valeurs familiales qui sont au cœur de l'entreprise.

- **Titre:** Coprésidente et cofondatrice
- **Génération:** 1<sup>ère</sup>
- **Année d'entrée dans l'entreprise familiale :** 1987
- **Membres de la famille dans l'entreprise :**
  - › Jean-Yves Germain – Coprésident (frère)
  - › Marie Pier Germain – Vice-présidente, Marketing (fille)
  - › Hugo Germain – Vice-président, Opérations (neveu)
  - › Clarah Germain – Directrice, Chambres, Hôtel Alt St. John's (nièce)

### À propos du Groupe Germain Inc.

Germain Hôtels est une entreprise familiale bâtie grâce au savoir-faire de la famille Germain. La société possède et exploite les hôtels Le Germain, les hôtels Alt et les hôtels Alt+ dans tout le Canada. Reconnue comme une des 50 sociétés les mieux gérées du Canada, la chaîne est réputée pour son hospitalité sans pareil et pour le style exclusif de ses établissements.

- **Secteur :** Hôtels, restaurants et loisirs
- **Profil de la société :** Société fermée
- **Capitalisation boursière :** s.o.
- **Effectif :** Environ 1 500 salariés
- **Participation familiale :** s.o.

## Julie Godin (Montréal, Québec)



En qualité de coprésidente du conseil d'administration de CGI, M<sup>me</sup> Godin collabore avec les autres administrateurs à la définition de l'orientation stratégique de la société, notamment en supervisant l'élaboration et l'exécution de son plan stratégique mis à jour annuellement. Avec le conseil, elle s'efforce d'atteindre des résultats pour les trois grandes catégories de parties prenantes de CGI en maintenant un équilibre entre elles – clients, employés (qu'on appelle des « membres ») et actionnaires – pour assurer la réussite à long terme.

- **Titre:** Coprésidente du conseil, Vice-présidente exécutive, Planification et développement stratégiques de l'entreprise
- **Génération:** 2<sup>e</sup>
- **Année d'entrée dans l'entreprise familiale :** 2009
- **Membres de la famille dans l'entreprise :**
  - Serge Godin – Fondateur et Président exécutif du conseil (père)

### À propos de CGI Inc.

Fondée en 1976, CGI est l'une des plus importantes entreprises de services-conseils en technologie de l'information (TI) et en management au monde. À partir de centaines d'emplacements partout dans le monde, CGI offre un portefeuille complet de services et de solutions : des services-conseils stratégiques en TI et en management, des services d'intégration de systèmes, des solutions de propriété intellectuelle ainsi que des services en TI et en gestion des processus d'affaires en mode délégué.

- **Secteur :** Conseils et Services TI
- **Profil de la société :** Société ouverte / TSX : GIB.A
- **Capitalisation boursière :** 22,2 milliards \$.
- **Effectif :** Environ 78 000 salariés
- **Participation familiale :** 54,5 % des droits de vote / 10,8 % de participation économique

## Linda Hasenfratz (Guelph, Ontario)



Linda Hasenfratz est PDG de Linamar Corporation, une société mondiale diversifiée de fabrication de produits de haute technicité. M<sup>me</sup> Hasenfratz est entrée dans l'entreprise de son père en 1990 et a gravi les échelons en partant de la base, faisant l'expérience de tous les aspects de l'entreprise y compris la conduite de machines, l'ingénierie et la gestion opérationnelle. Depuis qu'elle est chef de la direction, M<sup>me</sup> Hasenfratz a fait croître la société d'un chiffre d'affaires de 800 millions \$ à un chiffre d'affaires de 7,5 milliards \$.

- **Titre:** Présidente-directrice générale et administratrice
- **Génération:** 2<sup>e</sup>
- **Année d'entrée dans l'entreprise familiale :** 1990
- **Membres de la famille dans l'entreprise :**
  - Frank Hasenfratz – Fondateur et président du conseil (père)

### À propos de Linamar Corporation

Avec ses filiales, Linamar Corporation conçoit, met au point et fabrique des produits de haute technicité pour l'Amérique du Nord, l'Europe et la région Asie-Pacifique. Elle a deux branches : transport et produits industriels.

- **Secteur :** Automobiles et composantes
- **Profil de la société :** Société ouverte / TSX : LNR
- **Capitalisation boursière :** 2,4 milliards \$
- **Effectif :** Environ 26 500 salariés
- **Participation familiale :** 32,6 % des droits de vote et de participation économique

## Madeleine Paquin (Montréal, Québec)



Madeleine Paquin est présidente et chef de la direction de LOGISTEC Corporation depuis 1996. Elle a précédemment occupé diverses fonctions dans le secteur des services maritimes. En 2018, elle a été nommée membre de l'Ordre du Canada pour son leadership en matière d'innovation dans la chaîne d'approvisionnement et la protection de l'environnement. En 2019, M<sup>me</sup> Paquin a été intronisée au Cercle des Grands Entrepreneurs du Québec. Elle siège au conseil d'administration d'Air Canada et était précédemment administratrice du Canadien Pacifique.

- **Titre:** Présidente, chef de la direction et administratrice
- **Génération:** 2<sup>e</sup>
- **Année d'entrée dans l'entreprise familiale :** 1984
- **Membres de la famille dans l'entreprise :**
  - Nicole Paquin – VP et administratrice (sœur)
  - Suzanne Paquin – VP et administratrice / chef de la direction du groupe NEAS (sœur)

### À propos de LOGISTEC

LOGISTEC Corporation fournit des services spécialisés à l'industrie maritime et aux sociétés industrielles. Elle manutentionne notamment des marchandises en vrac, des marchandises diverses et des conteneurs dans 36 ports et 63 terminaux à l'échelle de l'Amérique du Nord. LOGISTEC œuvre aussi dans le secteur environnemental où elle offre à une clientèle industrielle et municipale ainsi qu'à d'autres entités gouvernementales des services de réhabilitation de conduites d'eau souterraines, la gestion des sols contaminés et matières réglementées, la restauration de sites, l'analyse de risques et la fabrication de boyaux tissés.

- **Secteur:** Infrastructures maritimes et de transport
- **Profil de la société :** Société ouverte / TSX : LGT.B
- **Capitalisation boursière :** 425 millions \$
- **Effectif :** Environ 3 000 salariés
- **Participation familiale :** 76,7 % des droits de vote / 45,5 % de participation économique

## Maureen Sabia (Toronto, Ontario)



Maureen Sabia est présidente externe du conseil d'administration de La Société Canadian Tire Corporation, administratrice de la Banque Canadian Tire et présidente de Maureen Sabia International, société de conseil. M<sup>me</sup> Sabia, avocate de formation, a fait carrière dans les secteurs public et privé, ayant été présidente du conseil d'administration d'Exportation et développement Canada, administratrice d'Hydro One Inc., vice-présidente du Conseil des experts-comptables de la province de l'Ontario et présidente du comité d'audit d'Affaires étrangères et Commerce international Canada. Elle a été présidente du comité d'audit de la SCT et est une ancienne administratrice de Gulf Canada Resources Limited, Hollinger Inc., Laurentian General Insurance Company Inc., O&Y FPT Inc., O&Y Properties Corporation et Skyjack Inc.

- **Titre:** Présidente externe du conseil d'administration
- **Génération:** 2<sup>e</sup> Martha Billes et 3<sup>e</sup> Owen Billes
- **Année d'entrée dans l'entreprise familiale :** 1985 comme administratrice
- **Membres de la famille dans l'entreprise :**
  - M<sup>me</sup> Sabia n'a aucun lien de parenté avec la famille Billes

### À propos de La Société Canadian Tire

La Société Canadian Tire Limitée est une famille d'entreprises qui comprend un secteur Détail, une division des Services Financiers et la fiducie de placement immobilier CT REIT. Canadian Tire, fondée en 1922, offre aux Canadiens des articles pour la vie au Canada grâce à ses divisions Au foyer, Au jeu, À l'atelier, Au volant et Articles saisonniers et de jardinage. PartSource et Essence+ sont des entreprises clés du réseau Canadian Tire. Le secteur Détail comprend également Mark's/ L'Équipeur, détaillant de premier plan de vêtements de travail et tout-aller; Pro Hockey Life, le plus grand détaillant spécialisé dans les articles de hockey au monde; et SportChek.

- **Secteur:** Magasins de marchandises générales
- **Profil de la société :** Société ouverte / TSX : CTC.A
- **Capitalisation boursière :** 7,5 milliards \$
- **Effectif :** Environ 31 500 salariés
- **Participation familiale :** 61,4 % des droits de vote / 4,7 % de participation économique

## Nancy Southern (Calgary, Alberta)



Nancy Southern est présidente du conseil et chef de la direction d'ATCO Ltd., ainsi que présidente du conseil exécutif de Canadian Utilities Limited. Elle a l'entière responsabilité de l'exécution des orientations stratégiques de la société et de son exploitation courante.

- **Titre:** Présidente du conseil et chef de la direction d'ATCO Ltd / présidente du conseil exécutif de Canadian Utilities Limited
- **Génération:** 3<sup>e</sup>
- **Année d'entrée dans l'entreprise familiale :** 1989
- **Membres de la famille dans l'entreprise :**
  - › Linda A. Southern-Heathcott – vice-présidente du conseil (sœur)

### À propos d'ATCO Ltd.

ATCO Ltd. offre, avec ses filiales, des solutions en matière d'énergie intégrée, de logements, de transport et d'infrastructures, au Canada et à l'international.

- **Secteur :** Services publics
- **Profil de la société :** Société ouverte / TSX : ACO.X L
- **Capitalisation boursière :** 4,6 milliards \$
- **Effectif :** Environ 6 500 salariés
- **Participation familiale :** 87 % des droits de vote / 33 % de participation économique

### À propos de Canadian Utilities

Canadian Utilities Limited et ses filiales se consacrent aux secteurs de l'électricité, de la distribution du gaz naturel à domicile et du commerce de détail d'énergie dans le monde entier.

- **Secteur :** Services publics
- **Profil de la société :** Société ouverte / TSX : CU
- **Capitalisation boursière :** 9,2 milliards \$
- **Effectif :** Environ 5 000 salariés
- **Participation familiale :** 4,5 % des droits de vote et de participation économique

## Grandir dans l'entreprise familiale

Nancy Southern a été immergée dans l'entreprise familiale dès sa plus tendre enfance. La maison familiale, à Calgary, en Alberta, a été utilisée comme premier siège social de la société. Le siège social de l'Alberta Trailer Company (devenue ATCO) est toujours établi à Calgary et les bâtiments s'étendent sur 250 000 pieds carrés dans le quartier historique de Lincoln Park. Alors qu'elle n'avait que 16 ans et sa sœur 10, M<sup>me</sup> Southern a commencé à participer au conseil de famille avec ses parents et grands-parents à la table de la salle à manger. Aujourd'hui, la famille Southern demeure à la tête d'ATCO, qui a racheté Canadian Utilities, une importante société de distribution de gaz et d'électricité canadienne, en 1980. Les deux sociétés ont ensemble une capitalisation boursière de près de 15 milliards \$.



Source : site Web d'ATCO / la première usine d'ATCO dans les années 1950

Le père de Nancy Southern, Ronald Southern, a saisi l'occasion de faire croître l'entreprise de location de 15 roulottes de chantier qu'il détenait avec son père pour vendre des structures modulaires particularisées et plus durables à des sociétés cherchant à héberger l'afflux de nouveaux travailleurs pendant le premier boom pétrolier du Canada, à la fin des années 1940. M<sup>me</sup> Southern raconte comment ses parents étaient pour elle des modèles de passion et de détermination. « J'ai vu ma mère et mon père réaliser leurs rêves et je n'ai pas peur de m'efforcer de faire tout ce qui est possible, même si quelqu'un rejette mes idées. »

« J'ai vécu pendant six ans dans le parc à roulettes où se trouvait notre première usine. J'ai donc de vifs souvenirs de ces tout premiers jours. J'ai eu de la chance. J'ai grandi avec la société et j'ai beaucoup voyagé avec mon père et ma mère dans les premières années, quand ils bâtissaient l'entreprise. C'est dans notre petite maison de 800 pieds carrés que se tenaient toutes les réunions. J'ai donc non seulement vécu dans l'entreprise, mais j'ai aussi grandi avec elle », se souvient-elle.

*« J'ai vu ma mère et mon père réaliser leurs rêves et je n'ai pas peur de m'efforcer de faire tout ce qui est possible, même si quelqu'un rejette mes idées »*

— Nancy Southern



Margaret Southern (au milieu) avec ses filles Nancy Southern (à gauche) et Linda Southern-Heathcott (à droite)

C'est aussi dans sa maison d'enfance à Windsor, en Ontario, que tout a commencé pour Jenny Coco. Avec les bureaux d'administration dans le sous-sol et les engins de chantier garés dans la cour, il était difficile de ne pas avoir le sentiment que l'entreprise familiale faisait naturellement partie de sa vie.

Mais pour ces deux femmes, les débuts dans l'entreprise familiale ne se sont pas faits simplement. Nancy Southern, obligée par ses parents à compléter un baccalauréat en économie, aimait écrire, faire du théâtre et jouer sur scène. Elle fut sélectionnée comme commentatrice de sports équestres par CTV et plus tard par CBC, alors qu'elle était déjà représentante aux ventes pour Spruce Meadows.



Jenny Coco (à droite) et son frère Rock-Anthony avec leurs parents Nina et Bill

Jenny Coco a aussi poursuivi des études en commerce. Ses parents lui avaient transmis le sens de l'assiduité et une solide éthique de travail ainsi que l'importance d'une bonne éducation. Sa mère, autodidacte en comptabilité, épaulait son père qui dirigeait les activités de construction. Jenny aidait

sa mère au bureau à temps partiel et pendant les vacances d'été, jusqu'à ce qu'elle décroche un emploi dans une banque où elle occupa diverses fonctions, de caissière en succursale à banquière au siège social. Elle était venue un jour aider sa mère et a réalisé que d'importantes tâches administratives étaient en retard, notamment les comptes clients, ce qui nuisait à la rentabilité de l'entreprise familiale.

*« Je me suis dit que si nous allions nous lancer dans cette aventure, nous ne resterions pas une petite entreprise. Nous devons croître »*

– Jenny Coco

Forte de son expérience dans une grande banque, Jenny Coco décida de plonger dans l'entreprise familiale pour remanier ses processus afin d'ajouter de la structure et de la rigidité, avec l'ambition de diversifier l'entreprise au-delà de la construction routière et de la faire sortir de sa région. « Un jour mon frère m'a proposé que nous parlions tous les deux à nos parents. Il a dit "je pense que tu ne devrais pas retourner travailler à la banque. Ne penses-tu pas que cela fonctionne très bien ?" Je me suis dit que si nous allions nous lancer dans cette aventure, nous ne resterions pas une petite entreprise. Nous devons croître. » Aujourd'hui encore, M<sup>me</sup> Coco et son frère Rock-Anthony se complètent parfaitement à la tête du groupe Coco, une des plus grandes entreprises de travaux publics entièrement intégrée au Canada.

Pour Madeleine Paquin de LOGISTEC, une des plus grandes sociétés de services maritimes spécialisés du Canada, présente dans 36 ports et 63 terminaux en Amérique du Nord, la vocation a toujours été claire. M<sup>me</sup> Paquin n'a jamais travaillé ailleurs que dans l'entreprise familiale où elle a toujours eu le sentiment d'être à sa place. Elle semble avoir hérité de l'esprit d'entreprise de son grand-père paternel et de la vision de son père, qui ont tous deux bâti séparément des entreprises.

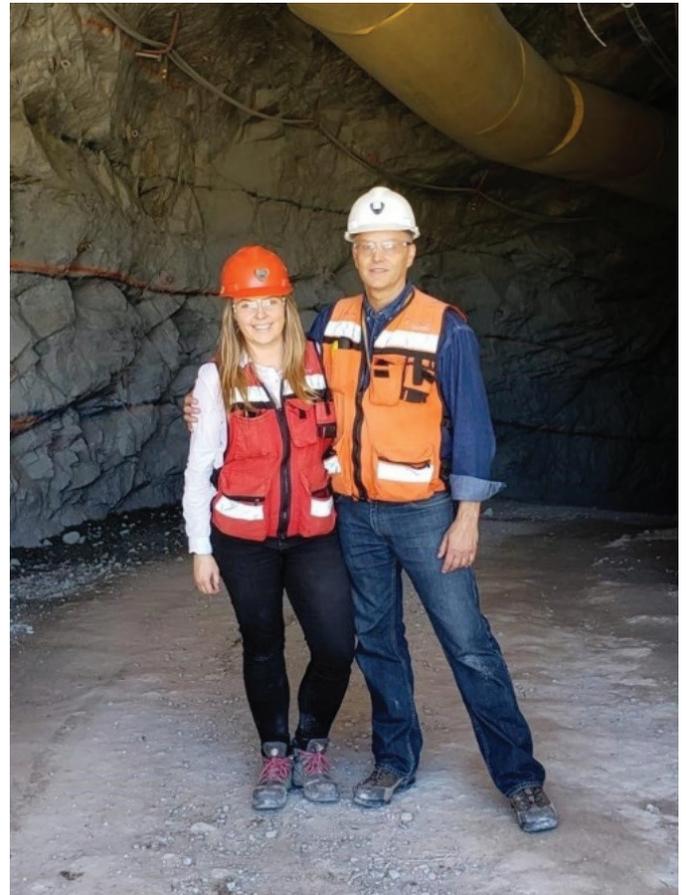
De la même manière, Stephany Fier de SilverCrest Metals a travaillé sur le terrain à recueillir des roches avec son père dès l'âge de six ans. Elle pense que si elle n'était pas née dans cette famille, elle n'aurait pas entrepris une carrière minière. Son engouement pour la découverte a été l'embryon de sa passion pour l'extraction minière. Représentant la troisième génération de mineurs, M<sup>me</sup> Fier estime avoir de la chance d'avoir eu son père pour mentor et a rapidement compris que, si elle voulait le voir, elle devrait passer du temps avec lui sur le terrain : « Ce n'est que lorsque j'ai commencé à travailler pour mon père que j'ai commencé à le voir plus souvent. »

M<sup>me</sup> Fier, qui dirige maintenant les activités d'extraction d'argent au Mexique et en Amérique centrale, dit en blaguant qu'elle a été « élevée avec une cuillère d'argent », mais qu'elle a fait preuve d'une solide éthique de travail dès son plus jeune âge. « Je me souviens de mon petit sac à dos. Mon père et moi arpentions une mine et j'allais me mettre à pleurer parce que nous avons passé toute la journée à marcher. Mon père m'a dit, "si tu veux de l'or, il faut que tu rapportes des cailloux". Ainsi, peu de temps après, mon petit sac à dos était rempli de pierres – qui, avons-nous découvert, avaient une forte teneur en or – et j'ai toujours ces pierres, encore aujourd'hui. »

« Si tu veux de l'or,  
il faut que tu rapportes  
des cailloux »

– Eric Fier à sa fille Stephany

Stephany Fier avec son père, chef de la direction et administrateur de SilverCrest Metals à la mine Las Chispas, à 180 kilomètres au nord-est d'Hermosillo, dans l'État du Sonora, au Mexique



En grandissant, Julie Godin a vu son père, Serge Godin, se démener pour faire croître CGI qui est passée d'une entreprise de deux personnes qu'il a fondée en 1976 à une société de services conseils mondiale dans le domaine de la technologie et de la gestion. À l'époque, elle se souvient que son père était très rigoureux pour répartir son temps entre son travail et sa famille. Il l'aidait à faire ses devoirs et, avec sa mère, l'encourageait toujours à explorer les domaines qui l'intéressaient lesquels gravitaient toujours autour des gens, de la santé et du bien-être. M. Godin parlait rarement en détail de ce qu'il faisait au travail, mais ce que M<sup>me</sup> Godin voyait se dérouler sous ses yeux, c'était l'esprit d'entreprise qui allait plus tard l'inciter à créer sa propre société avant d'entrer au service de CGI.

L'hôtelière canadienne Christiane Germain a eu une enfance similaire. Bien que ses deux parents aient été très investis dans leur dépanneur et restaurant, elle était profondément rebelle et n'a travaillé directement chez son père que très peu de temps. C'est en traçant son chemin au fil de ses propres tribulations qu'elle s'est développée et a trouvé sa vocation professionnelle.

Christiane Germain a fait équipe avec son frère Jean-Yves pour lancer Germain Hôtels. « Tout le monde a besoin d'avoir un projet, n'est-ce pas? Il faut faire quelque chose », affirme M<sup>me</sup> Germain avec enthousiasme. « Quand j'ai arrêté de gérer le restaurant parce qu'il a été vendu, je cherchais quelque chose à faire. Avec mon frère, nous cherchions de nouvelles idées pour un autre restaurant et nous sommes partis en voyage à New York en quête d'inspiration. Nous avons déniché un hôtel qui était vraiment innovateur. Nous nous sommes demandé pourquoi nous n'ouvririons pas un hôtel plutôt qu'un restaurant. »

Pour toutes ces femmes, la vocation de l'entreprise familiale s'est installée presque par osmose, tôt ou tard, consciemment et inconsciemment.

## Apprendre sur le terrain – l'école de la vie

### ➤ Les années formatrices

C'est sur le terrain, au sens propre, que Stephany Fier a appris son métier de son père. À 17 ans, elle travaillait au Honduras à forer des trous et cartographier le terrain. La population locale était en colère, craignant que les travaux ne réveillent les anciens esprits des montagnes : « *Un groupe d'habitants, avec des policiers, a commencé à tirer des coups de fusil au-dessus de nos têtes. Mon père m'a jeté un regard, m'a lancé ses clés et m'a dit "monte dans la voiture!"* »

Suspendant ses études pendant six mois, elle a travaillé dans les montagnes du Salvador sous les ordres d'un « *Allemand vétérinaire de la marine* ». Cette expérience a fait de son déménagement au Mexique pour se joindre à SilverCrest Metals une affaire banale. Elle habite toujours près du site de la mine au Mexique et revient de temps en temps à la maison à Vancouver. Elle est dans son élément sur le terrain et s'intéresse peu à un rôle au siège social, loin de l'action.

### ➤ Le point de bascule

Christiane Germain était à la croisée des chemins alors qu'elle occupait son premier emploi comme caissière dans une banque. Au cours d'une conversation banale avec un collègue, elle découvrit qu'il gagnait 100 \$ par semaine alors qu'elle ne touchait que 72 \$ pour des responsabilités similaires. Elle a soulevé la question de l'écart salarial à son supérieur qui lui a répondu que « *(a) il a un diplôme plus élevé et (b) c'est un homme.* » Cet échange l'a conduite à se livrer à une série d'expériences qui l'ont amenée à tracer son propre chemin comme pionnière dans le secteur hôtelier.

Nancy Southern est entrée au conseil d'administration d'ATCO alors qu'elle était dans la trentaine. Par sa participation à la vie de l'entreprise, elle a rencontré tout le monde, a commencé à s'attacher aux employés d'ATCO et de Canadian Utilities. Elle s'est ensuite familiarisée avec leurs activités avant de devenir coprésidente du conseil avec son père pendant une période de transition pour finalement assumer la présidence du conseil en 2012. M<sup>me</sup> Southern est actuellement présidente du conseil et chef de la direction d'ATCO Ltd. et présidente du conseil exécutif de Canadian Utilities Limited.

M<sup>me</sup> Southern a eu pour mentor quatre membres du conseil chargés de la former. « *Les quatre B* », quatre administrateurs dont le prénom commençait par la lettre B, étaient responsables de son perfectionnement – ce qu'elle a décrit comme un MBA par la pratique – alors qu'elle travaillait à

Spruce Meadows. Nancy Southern se rappelle qu'un des « B », Bill Britton, un des plus proches conseillers et amis de son père lui a dit un jour : « *Alors, qu'allons-nous faire, Nancy, parce que tu ne gèreras pas cette entreprise?* »

Mise au pied du mur, elle s'est sentie poussée à travailler pour faire ses preuves. « *Ce n'est pas parce que je voulais prouver qu'ils avaient tort, mais je voulais savoir pourquoi je n'en serais pas capable. Je ne pense pas que Bill ait jamais vraiment cru que je serais chef de la direction. Mais il voulait assurément que je prenne la présidence du conseil. Pour y parvenir, il voulait que j'aie une bonne idée de l'entreprise de bas en haut. Plus il faisait cela, plus je pensais que je ne devrais pas seulement être présidente du conseil, mais que je devrais potentiellement aussi diriger l'entreprise.* »

---

*« J'ai pensé que je ne devrais pas seulement être présidente du conseil, mais que je devrais potentiellement aussi diriger l'entreprise »*

– Nancy Southern

---

## ► La découverte de sa passion

Julie Godin de CGI s'intéressait à de nombreux domaines, tous en rapport avec les gens, la santé et le bien-être. Elle a envisagé plusieurs options avant de décider de se lancer dans des études en kinésiologie. Si le contenu l'intéressait, elle avait moins envie d'appliquer ses nouvelles compétences dans un cadre traditionnel. Au début des années 2000, stimulée par l'idée de bâtir quelque chose en partant de zéro, elle fonda Oxygène Santé Corporative, une société conseil bien en avance sur les programmes de bien-être d'entreprise actuels. Dans la proposition distinctive de sa société, M<sup>me</sup> Godin et son équipe ont mis au point un cadre d'analyse original pour évaluer le risque de santé parmi les employés d'une entreprise. Sa société et elle s'épanouirent et elle prit plaisir à diriger une entreprise qui reliait entre elles plusieurs de ses passions. À plusieurs reprises, Serge Godin constata la réussite et l'esprit d'entreprise de sa fille et l'encouragea à se joindre à lui au sein de CGI pour continuer de faire croître l'entreprise à l'échelle mondiale, toujours soucieux de planifier la relève. M<sup>me</sup> Godin était intriguée, mais elle hésitait. CGI évoluait dans un domaine dans lequel elle n'avait pas étudié. Elle ne parlait pas assez couramment l'anglais pour s'entretenir avec des collègues dans d'autres pays. De plus, elle n'était pas sûre de vouloir abandonner la société qu'elle avait bâtie, et notamment ses clients et les excellents collaborateurs avec qui elle travaillait au quotidien. Après mûre réflexion, elle s'est jointe à CGI. Son entreprise, Oxygène Santé Corporative, fut acquise par CGI et les programmes de bien-être furent déployés à travers l'organisation. Aujourd'hui, le programme développé par Oxygène est encore présent chez CGI et un bon nombre des membres initiaux de l'équipe de M<sup>me</sup> Godin travaillent toujours pour l'entreprise. En poste chez CGI depuis 2009, Julie Godin dit avoir trouvé une entreprise dans laquelle elle se sent comme dans une famille et où le respect et l'esprit « *d'intrapreneur* » sont hautement valorisés.

## ► L'ascension

Serge Godin, en tant que visionnaire ayant à cœur l'avenir de son entreprise et planifiant la relève, élaborait à l'aide du conseil d'administration et de M<sup>me</sup> Godin un plan de développement afin que cette dernière puisse connaître CGI dans toutes ses dimensions. En entrant dans la société, Julie Godin prit la responsabilité des ressources humaines à l'échelle mondiale, fonction complexe et critique dans une société de services professionnels, un poste qu'elle a occupé pendant une décennie. Elle a travaillé avec son équipe pour entamer de nombreuses transformations afin de maintenir les conseillers de CGI près de leurs clients. Ceci leur a permis de s'épanouir dans leur carrière tout en continuant de répondre aux besoins en évolution du marché. Au fil des ans, M<sup>me</sup> Godin a assumé un rôle de plus en plus important au sein du conseil d'administration. Elle a parcouru le monde pour rencontrer les plus grands clients de CGI et a ajouté des fonctions additionnelles, telles que la planification stratégique, les fusions et acquisitions, la cybersécurité, le marketing et les communications à ses responsabilités. En janvier 2020, M<sup>me</sup> Godin a été nommée coprésidente du conseil, assumant des responsabilités stratégiques élargies et de relations clients accrues en plus de ses rôles de leadership fonctionnel mondiaux. Sa passion pour les gens et le bien-être lui confère un état d'esprit unique bien adapté pour amener un géant des services technologiques – avec une capitalisation boursière de près de 25 milliards \$ et près de 78 000 employés – à écrire un nouveau chapitre.



Julie Godin à côté de son père, Serge Godin, à Bangalore, en Inde, après l'inauguration d'un laboratoire mobile de Sciences, Technologie, Génie et Mathématique (STEMM) pour former la prochaine génération de spécialistes des TI en janvier 2020

Après ses études en Ontario, Madeleine Paquin est rentrée chez LOGISTEC comme agente des ventes pour les clients d'import/export, apprenant les rouages du métier en première ligne. Elle a déménagé à Montréal et continué de travailler chez March Shipping Limited tout en étudiant en vue de son MBA. « À mon retour au Québec, j'ai essayé de tout faire en même temps. J'essayais de revenir dans le système universitaire francophone, de renouer avec mes amis d'ici, de compétitionner dans les sports équestres tout en bâtissant une carrière. Ce n'était pas facile. J'ai dû faire des choix. Le temps est compté et on ne peut pas trop s'éparpiller quand on veut exceller. En fait, je pense qu'on ne peut faire bien au maximum que trois choses à la fois. » M<sup>me</sup> Paquin a fini par devenir présidente de March Shipping. Elle a dû faire ses preuves vite. « J'étais dans la vingtaine », se souvient-elle, « et mes concurrents étaient des hommes aux cheveux grisonnants. » Elle s'est démenée pour conquérir de nouveaux clients, en bâtissant son propre réseau dans le secteur du transport maritime mondial. Pour compliquer encore plus les choses, son père est décédé lorsqu'elle n'avait que 26 ans. C'est à ce moment-là que son oncle s'est mis à jouer un rôle plus actif dans l'entreprise familiale. Pour prendre les fonctions de chef de la direction de

LOGISTEC, il a sorti le propriétaire d'une entreprise que LOGISTEC avait acquise de sa retraite. Les deux hommes étaient relativement conservateurs et se concentraient sur la préservation, alors que M<sup>me</sup> Paquin, avec son esprit d'entrepreneur, était une pionnière. En tant que vice-présidente, planification stratégique de LOGISTEC, elle ne lorgnait pas le poste de chef de la direction. Mais le conseil, composé principalement de membres externes, jugea qu'elle était la personne la mieux placée pour ce rôle.

« J'ai essayé de tout faire en même temps (...) Le temps est compté et on ne peut pas trop s'éparpiller quand on veut exceller »

– Madeleine Paquin

Comme M<sup>me</sup> Paquin, Linda Hasenfratz, reconnue comme « Canada's Outstanding CEO of the Year » en 2018, a gravi les échelons dans l'entreprise familiale, de l'atelier au plus haut poste : « J'ai été nommée chef de l'exploitation de Linamar à l'âge de 31 ans et suis devenue chef de la direction à 36 ans, donc relativement jeune pour superviser des milliers d'employés. J'ai travaillé fort pour être en bonne posture pour diriger l'entreprise. J'ai commencé sur les machines à l'atelier, puis je suis passée dans les différents secteurs de l'entreprise pour m'en faire une bonne idée. »



Linda Hasenfratz, son mari Ed Newton et leurs quatre enfants

## Conciliation travail-famille

Nancy Southern se passionne pour ce qu'elle considère comme des casse-tête d'entreprise, plus précisément « *pour trouver les bonnes personnes pour les bons postes, le bon acheteur pour le bon produit et le bon produit pour le marché.* » Elle aime promener ses chiens sur sa ferme et lit un livre par semaine. M<sup>me</sup> Southern reste présente dans l'entreprise de renommée mondiale de la famille, Spruce Meadows, qui organise des concours hippiques à l'extérieur de Calgary, près des contreforts des Rocheuses. Cette installation de sport polyvalente a été fondée en 1975 par Ron et Margaret Southern et est maintenant dirigée par sa sœur Linda Southern-Heathcott, présidente et chef de la direction, qui est également vice-présidente du conseil de Canadian Utilities Limited.<sup>37</sup> Spruce Meadows témoigne de la passion de la famille Southern pour le bien-être de la communauté.



De gauche à droite : Linda Southern-Heathcott, Margaret Southern, Ron Southern, Nancy Southern à Spruce Meadows  
(Photo : Larry MacDougal/Postmedia News)

Madeleine Paquin partage l'amour des chevaux de Nancy Southern et a elle-aussi fait de la compétition. Elle est tout aussi passionnée par son travail et espère ne jamais devoir prendre sa retraite. Elle estime qu'avec un mode de vie sain sur le plan mental et physique, comprenant de l'exercice physique régulier, un esprit positif et des moments de repos, il n'y a pas de date de péremption pour une vie professionnelle active. Pour elle, le travail c'est du plaisir et elle se l'impose elle-même. Travailler est une passion.

Sarah Davis, à la tête de Loblaw, le plus grand détaillant de produits alimentaires du Canada également présent dans les secteurs pharmaceutique et bancaire et le commerce de vêtements, est une mère fière de ses trois filles, qui sont dans la vingtaine. « *En repensant à mes trois congés de maternité de six mois, je considère ces moments comme des points marquants dans ma carrière. Je me sens privilégiée d'avoir eu ces trois périodes pour prendre une pause loin de l'activité quotidienne et réfléchir aux étapes suivantes. Ceci m'a permis d'entamer des discussions sur mon développement professionnel avec mes supérieurs qui ont conduit à des promotions à mon retour au travail.* » M<sup>me</sup> Davis sait bien que ces opportunités ne sont pas toujours à la portée de main de toutes les femmes. Elle reconnaît

<sup>37</sup>Note : site Web de Spruce Meadows : <https://www.sprucemeadows.com/about.jsp>

qu'historiquement, ce n'était pas pratique courante dans toutes les organisations. Chez un de ses employeurs précédents, mentionne-t-elle, une femme devait choisir entre « *s'engager sur la voie de la vice-présidence et avoir des enfants* ». Elle comprend qu'elle a profité d'une transition dans l'entreprise qui égalise davantage les chances entre les sexes, qu'elle estime « *de plus en plus équilibrée* ».

La journée de travail de M<sup>me</sup> Davis dure normalement de 8 h à 18 heures, puisqu'elle s'est fixé pour règle de souper le plus souvent avec ses enfants, ayant lu quelque part que cela a un effet important sur leur communication avec les parents. Comme elle dit, « *nous nous mettons à table plus tard que la plupart des familles, mais j'ai dit à mes enfants : "faites simplement comme si nous étions Européens!"* ». Elle reconnaît qu'elle a toujours son travail en tête.

Christiane Germain reconnaît qu'elle n'a pas suffisamment de passe-temps, mais se sent très heureuse de concentrer son énergie sur sa fille et son

activité professionnelle, qui lui sont toutes deux chères. Elle admire son frère qui réussit à maintenir un meilleur équilibre, avec de multiples centres d'intérêt en dehors du travail, et elle aimerait prendre le temps de découvrir de nouveaux loisirs. Il n'est pas étonnant qu'elle ne ressente nullement le besoin de prendre une retraite prochaine et continue de rêver d'ouvrir un jour un hôtel à Paris.

---

**« Il ne m'arrive  
jamais de ne pas  
penser au travail »**

– Sarah Davis

---

## Des modèles de gouvernance uniques

### > Les DAD

Le père de M<sup>me</sup> Southern a inventé un concept de gouvernance original que l'entreprise familiale utilise encore aujourd'hui, des administrateurs désignés chargés de l'audit (*Designated Audit Directors*). Elle les appelle les DAD. Chaque unité opérationnelle se voit affecter un DAD, un administrateur ou une administratrice d'ATCO ou de Canadian Utilities. Le rôle du DAD est d'assurer une supervision en puisant dans les forces et l'expérience de divers secteurs. Au-delà des fonctions de gestion des risques et d'audit, les DAD interviennent aussi comme des mentors exclusifs tout en permettant au conseil de garder le pouls de l'entreprise.

### > Les mineurs de la table ronde

Stephany Fier utilise ce qu'elle décrit comme un modèle de gouvernance à table ronde et portes ouvertes : « *il n'y a pas de niveaux de hiérarchie encombrants et toute idée, aussi saugrenue soit-elle, trouve une oreille attentive!* » La table ronde de SilverCrest Metals est numérique, ses membres communiquant principalement entre eux par des applications de messagerie populaires. Des mises à jour sur l'activité minière sont communiquées dès qu'elles deviennent disponibles; les données sont faciles d'accès et la discussion en groupe est toujours active. M<sup>me</sup> Fier reconnaît volontiers qu'elle aime être en contrôle et que cet accès en temps réel à l'information lui permet de suivre de près les progrès et de gérer tout le programme efficacement avec seulement deux gestionnaires. La connectivité numérique est jumelée à des réunions quotidiennes sous forme de tables rondes où l'équipe peut partager les dernières nouvelles et réfléchir collectivement aux prochaines étapes. « *Je ne sais pas comment font les autres entreprises, mais nous menons un programme de forage à 18 trous, ce qui est un des plus grands programmes en Amérique du Nord actuellement, et chaque trou planifié est exécuté à l'aide d'une application sur un téléphone intelligent. Il est 10 h 50 du matin et j'ai déjà 169 messages – tous des mises à jour sur les forages!* », dit M<sup>me</sup> Fier.

---

## ► Une approche de bas en haut

En qualité de première présidente des Compagnies Loblaw, Sarah Davis pratique un style de gestion qui peut être caractérisé comme plus inclusif que la méthode classique consistant à commander et contrôler. M<sup>me</sup> Davis utilise un outil qu'elle appelle le *Strategic Compass* (la boussole stratégique), d'une publication d'une page pour communiquer le plan d'affaires sur plusieurs années. La revue stratégique est effectuée tous les deux ans et porte sur un horizon de 10 ans. L'approche est une méthode ascendante qui se nourrit des informations sollicitées auprès des employées à tous les échelons. Des groupes de 10 personnes de divers horizons et secteurs de l'entreprise sont réunis et se voient confier un sujet à débattre. Leur analyse et les recommandations qui en découlent sont alors présentées à l'équipe de direction pour examen. Une fois que tous les groupes de travail se sont exprimés, la haute direction affine la stratégie et détermine la répartition des ressources.

Des thèmes tels que la vente au détail numérique (le programme de commerce électronique de Loblaw), les soins de santé et les paiements connectés, et les récompenses qui avaient émergé du dernier exercice de revue stratégique se sont révélés utiles à Loblaw pour traverser la crise de la COVID-19.

Selon Mme Davis : « *Les valeurs familiales telles que la loyauté envers toutes les parties prenantes ainsi qu'une approche centrée sur les clients sont des principes qui nous guident dans l'ensemble du processus stratégique. Au sommet, la direction est soutenue par un conseil d'administration diversifié de 12 personnes, dont cinq sont des femmes aux antécédents variés, notamment dans le commerce de détail et la technologie.* »



Sarah Davis, présidente, Les Compagnies Loblaw Ltée, avec Galen G. Weston, chef de la direction et président exécutif du conseil, Les Compagnies Loblaw Ltée et George Weston Limitée

## ► Gérer en toute confiance

La composition du conseil d'administration de Coco Paving, société à capital fermé, a été révisée pour inclure des membres externes pour la première fois depuis l'acquisition par Coco des actifs de Lafarge dans l'Est du Canada en 2009, ce qui marquait un jalon. Le conseil réunit actuellement trois membres de la famille et deux administrateurs indépendants apportant des connaissances spécialisées du secteur et de la gestion des risques. Jenny Coco est convaincue de la nécessité de s'entourer d'employés qualifiés, compétents et dévoués et de leur laisser la latitude nécessaire pour faire leur travail sur le terrain. Coco Paving préconise une approche décentralisée, avec un directeur général dans chacun de ses 16 bureaux régionaux, qui gère chaque division de manière indépendante pour pouvoir pleinement s'adapter à la situation locale et rester proche de sa clientèle, alors que les fonctions administratives comme les paiements et les recouvrements sont centralisés par souci d'efficacité.

Chez LOGISTEC, le père de Madeleine Paquin avait un style de gestion très directif. Il disait aux employés quoi faire, ce qui se soldait par une prise de responsabilités limitée des membres de l'équipe. La micro gestion allait de soi

pour lui vu sa connaissance intime de l'entreprise et de ses activités. M<sup>me</sup> Paquin a jugé nécessaire de changer cela pour assurer le succès de l'entreprise en expansion. Comme Jenny Coco, elle s'est efforcée de responsabiliser ses collaborateurs tout en encourageant le travail d'équipe.

### ➤ **Ouverture et agilité au sommet**

Christiane Germain est coprésidente de Germain Hôtels avec son frère, Jean-Yves. L'une et l'autre se consacrent à des domaines différents de l'entreprise. Elle supervise les opérations ainsi que le raffinement et l'innovation continue de leurs concepts alors que lui surveille les finances. Ils aiment travailler ensemble et sont en communication constante. Les décisions sont prises par le comité exécutif dont les 11 membres comprennent les vice-présidents aux finances et à la vente, l'ancien vice-président chargé de l'exploitation, qui est aujourd'hui un consultant, les directeurs des technologies de l'information, de la construction, des ressources humaines, de la culture et des talents, et la fille de Christiane, Marie Pier (vice-présidente, marketing) ainsi que le fils de Jean-Yves, Hugo (vice-président aux opérations).

« *Nous sommes ouverts aux opinions divergentes et aux débats sains. Il ne s'agit pas de savoir qui a raison ou tort, mais de prendre les bonnes décisions pour la viabilité et le succès de l'entreprise.* » Ce processus est devenu particulièrement crucial au début de l'année quand la COVID-19 s'est déclarée et que l'agilité est devenue un gage de survie. Comme se demande M<sup>me</sup> Germain : « *Que réserve l'avenir au secteur hôtelier? Comment cela affecte-t-il le plan d'affaires et la vision?* » L'intuition et la proximité du terrain se sont clairement révélées essentielles pour réagir à cet événement extraordinaire. « *Je ressens, je n'analyse pas* », commente M<sup>me</sup> Germain.

Chez CGI, l'alignement, l'imputabilité, la transparence et une profonde collaboration font partie de la culture étant donné le modèle décentralisé de l'entreprise. Ce modèle est ancré dans le principe de ce que la famille Godin appelle « l'unité dans l'action » et exige une approche de leadership partagé. Comme le décrit M<sup>me</sup> Godin, l'entreprise est une équipe établie à l'échelle internationale, et peu importe la taille d'un bureau ou du pays où CGI évolue, chacun et chacune travaille avec la même culture d'entreprise et évalue ses résultats à la même mesure pour chacune des parties prenantes clés. Cette culture de responsabilisation et d'imputabilité commencent avec l'équipe de direction. M<sup>me</sup> Godin, son père, le chef de la direction, et les autres cadres supérieurs se réunissent chaque semaine et se retrouvent au moins une fois par trimestre en équipe de direction mondiale pour s'entendre sur la stratégie d'affaires. Ces forums de leadership sont ensuite reproduits à chaque niveau de l'entreprise, jusqu'aux marchés locaux, dans les 400 implantations mondiales de la société. L'objectif est de permettre la transparence par l'imputabilité, de stimuler la collaboration et le travail d'équipe, et de s'accorder sur les grandes lignes pour que les dirigeants à chaque niveau puissent aligner les décisions et responsabiliser leurs équipes. Au plus fort de la pandémie, M<sup>me</sup> Godin fait remarquer que l'équipe de direction s'est réunie deux fois par jour pour discuter des sujets clés, prendre des décisions rapides et communiquer avec le reste de l'entreprise.

## **Le contrôle familial, un avantage concurrentiel**

### ➤ **Fusions et Acquisitions**

Les cibles d'acquisition de Coco Paving voient un avantage dans le contrôle familial puisque les entrepreneurs sont généralement sensibles à la personnalité de ceux qui prendront le contrôle de leur compagnie. Ils veulent être rassurés sur l'importance accordée à la pérennité. Jenny Coco se demande souvent : « *Si j'étais assise de l'autre côté de la table, comment voudrais-je être traitée?* » M<sup>me</sup> Coco croit aussi qu'être une entreprise familiale permet au groupe Coco d'agir vite pour saisir des occasions uniques : « *Un soir en 2009, Rocky est venu dîner avec sa femme. Et me voilà au téléphone en train de négocier notre plus grosse acquisition jusque-là. J'ai ensuite appelé nos parents qui étaient en Californie, ils sont revenus le lendemain pour être avec nous. Et ma mère, une femme de tête, nous a dit que c'était une excellente idée. Ce n'était pas un petit poisson qui avalait un requin, mais l'acquisition des activités d'asphalte et de revêtement de chaussée de Lafarge dans l'Est du Canada était une opération audacieuse.* »

Toutes choses étant égales par ailleurs, les propriétaires d'entreprise apprécient la vision à long terme et la culture associée à une entreprise contrôlée par une famille. Les dirigeants de CGI, qui appartient au marché des services de TI en éternelle rationalisation, entendent régulièrement ce genre de commentaires dans leurs discussions visant une fusion avec d'autres compagnies, grandes et petites. Pour les chefs d'entreprise qui prévoient de fusionner leur société avec CGI, la perspective est intéressante. Non seulement CGI est une entreprise de calibre mondial, elle favorise la discipline opérationnelle, la collaboration, la valorisation des clients et offre une stabilité à long terme favorisée par le contrôle familial. Comme le résume Julie Godin : « *Chez CGI, nous ne voyons pas dans une fusion la simple acquisition d'un bilan; c'est d'abord et avant tout l'accueil de collaborateurs et la mise en commun des activités.* »

*« Chez CGI, nous ne voyons pas dans une fusion la simple acquisition d'un bilan; c'est d'abord et avant tout l'accueil de collaborateurs et la mise en commun des activités »*

– Julie Godin

*« Je me souviens d'une situation dans laquelle les propriétaires d'une entreprise cible cherchaient à vendre, mais pas à n'importe qui (...) ils voulaient que les nouveaux propriétaires soient en mesure de connecter avec leur personnel. »*

– Linda Hasenfratz

Linda Hasenfratz croit que le fait que l'entreprise soit contrôlée par une famille a avantaagé Linamar dans plusieurs fusions et acquisitions clés. « *Je me souviens une situation dans laquelle les propriétaires d'une entreprise cible cherchaient à vendre, mais pas à n'importe qui. Ils ne voulaient pas vendre à une firme de capital-investissement parce qu'ils n'aimaient pas la perspective de pressions extérieures créant un impératif de rendement à court terme et ils voulaient que les nouveaux propriétaires soient en mesure de connecter avec leur personnel.* »

Sarah Davis chez Loblaw pouvait, grâce à sa vaste expérience dans le secteur des télécommunications, comparer la culture d'entreprise de Bell avec celle de Rogers, contrôlée par une famille. À l'époque, Bell lui semblait plus rigide et bureaucratique, subissant plus de pressions pour livrer des résultats à court terme, alors que la proximité et les valeurs familiales étaient beaucoup plus des facteurs entraînants chez Rogers. C'est la dynamique d'entreprise familiale qui l'a convaincue d'entrer chez Loblaw et elle s'est révélée déterminante dans l'exécution de plusieurs initiatives stratégiques. « *La patience et la vision à long terme que permettait la présence de la famille Weston dans le capital ont été déterminantes dans l'expansion de Loblaw dans le secteur pharmaceutique avec notre acquisition de Shoppers Drug Mart pour 12,4 milliards \$ en 2013, qui représentait un acte de foi audacieux.* » L'avantage familial a aussi été un facteur déterminant lorsque T&T Supermarkets de Cindy Lee a été acquise par Loblaw. La collaboration est une valeur importante dans la culture de cette chaîne de spécialités de Vancouver et était le principe directeur de son intégration dans Loblaw. Les interactions dans les supermarchés T&T sont encore essentiellement conduites en chinois par la famille Lee, et la fille de Cindy Lee, Tina, est maintenant présidente et chef de la direction de l'entreprise. Intégrée dans Loblaw, T&T Supermarkets garde l'agilité et la souplesse nécessaires pour offrir un service hors pair à ses clients et s'adapter à l'évolution des tendances.

## Poser les jalons

### ➤ L'innovation motrice

Chez ATCO, on mise tout sur la prochaine génération, de la famille et des employés. « *La stratégie d'expansion d'ATCO n'est pas conçue pour garantir une croissance durable à long terme, dit Nancy Southern. ATCO ne présente pas de prévisions internes sur la situation financière ou le rendement; nous croyons au maintien d'une performance de premier ordre année après année. Faites simplement ce que vous avez à faire et livrez la marchandise!* »

Étant donné les difficultés de la conjoncture,<sup>38</sup> M<sup>me</sup> Southern pense que le moment est optimal pour chambouler l'entreprise, réexaminer les modèles d'affaires et voir comment l'entreprise peut continuer de s'adapter à un monde en évolution constante, alors que ses concurrents n'ont pas tous ce luxe. Les périodes plus difficiles forcent à penser différemment et à être plus efficaces. M<sup>me</sup> Southern est particulièrement enthousiaste au sujet de l'activité de fabrication de structures modulaires d'ATCO, qui cherche à profiter des tendances mondiales comme l'urbanisation, l'augmentation de l'immigration et la croissance de la demande de bâtiments écologiques et à grand rendement énergétique. « *Imaginez simplement un avenir sans villages de tentes, mais fait plutôt de villes entièrement intégrées à grande efficacité énergétique.* » Cette division était en pointe dans le programme « *Home for Heroes* » offrant un logement de transition à d'anciens militaires canadiens sans domicile fixe.

La recherche-développement est aussi déterminante dans la stratégie d'entreprise à long terme de Coco Paving. La société possède son propre laboratoire de recherche sur les additifs pour l'asphalte et le ciment. Elle reste au fait des progrès technologiques qui pourraient améliorer son efficacité opérationnelle. Elle a récemment utilisé des drones pour faire l'inventaire de stocks de matériaux, réduisant considérablement le temps nécessaire et améliorant la précision.

### ➤ Voir grand

Linda Hasenfratz croit que, avoir une vision, s'est fixé des objectifs ambitieux. « *Si vos objectifs sont petits, les résultats le seront aussi. En voyant grand, vous réalisez de grandes choses. Je m'étais fixé l'objectif d'atteindre un chiffre d'affaires de 10 milliards \$. On n'atteint pas 10 milliards \$ de ventes en restant focalisé sur le marché nord-américain. Je savais que nous devons nous ouvrir davantage au monde et rechercher d'autres courants d'affaires; cela vous force à penser un peu autrement.* »

Pour M<sup>me</sup> Hasenfratz, un des grands avantages des sociétés contrôlées par des familles est qu'elles peuvent se donner un horizon éloigné. « *Les familles pensent à plus long terme, elles pensent en termes de générations plutôt que de trimestres. La durée moyenne du mandat d'un chef de direction en Amérique du Nord est plus courte que celle des chefs de direction d'entreprises contrôlées par une famille. Je pense prendre de meilleures décisions pour l'avenir de l'entreprise.* » M<sup>me</sup> Hasenfratz croit que les entreprises peuvent atteindre des résultats à long terme supérieurs en se focalisant non pas sur des plans de cinq ans, mais sur des plans de 15 et 20 ans. « *Ce que nous essayons de mettre en place va probablement changer de manière assez spectaculaire au cours des cent prochaines années, mais ce que nous pouvons faire, c'est mettre en place les éléments constitutifs d'une stratégie qui fera émerger un marché à long terme et une demande durable.* »

« *Si vos objectifs sont petits, les résultats le seront aussi. En voyant grand, vous réalisez de grandes choses* »

— Linda Hasenfratz

### ➤ Planification de la relève – que cela reste dans la famille

La plupart des sociétés familiales manifestent un esprit d'entreprise aux racines profondes. Par exemple, les parents de Christiane Germain étaient eux-mêmes des entrepreneurs partis de rien. Le grand-père de Stephany Fier et son arrière-grand-père étaient des prospecteurs miniers. Le grand-père de Madeleine Paquin a créé sa propre affaire. Pour la plupart des femmes interviewées dans cette étude, la conservation de la propriété

<sup>38</sup>Nota : L'entretien a été mené avant la COVID-19

par la prochaine génération et le maintien de l'entreprise en bonnes mains est un élément important pris en considération.

Un des deux fils de Nancy Southern travail au sein d'ATCO comme maître d'œuvre pour son initiative Space Lab, un groupe de réflexion sur l'avenir des activités mondiales diversifiées de la société, y compris ses unités de fabrication modulaire et de services publics. Ses trois enfants reçoivent une éducation en matière de gouvernance, de finances et de rémunération. Le but est de les équiper du savoir nécessaire pour surveiller et offrir des indications prospectives aux actionnaires et une gouvernance à ATCO. De plus, dit M<sup>me</sup> Southern, « *ATCO est fièrement canadienne et compte fermement rester une entreprise basée et détenue au Canada avec un maintien du contrôle familial, d'où l'importance de ces trois outils de protection* ».

« *ATCO est fièrement canadienne et compte fermement rester une entreprise basée et détenue au Canada (...)* »

– Nancy Southern

Chez LOGISTEC, les trois sœurs Paquin travaillent dans l'entreprise. L'aînée, Suzanne, dirige la division maritime arctique. La plus jeune, Nicole, est impliquée dans les fusions et acquisitions. Les sœurs de Madeleine relèvent d'elle sur un plan fonctionnel, mais la relation est complexe parce qu'elles sont aussi copropriétaires. Ayant huit enfants à elles trois, les sœurs prennent la question de la relève dans la famille très au sérieux. « *Nous avons en fait retenu les services d'un conseiller pour nous aider. Une fois par an, nous organisons une retraite au cours de laquelle nous présentons la société et sa conduite.* » Les membres de la famille ont reçu une éducation en finances, en gestion et en matière de valeurs familiales pour faire de chacun d'eux un propriétaire responsable et engagé. Madeleine Paquin estime que la vision de la famille doit être distincte et

séparée de la vision de l'entreprise et doit être traitée par un processus autonome. M<sup>me</sup> Paquin espère pouvoir intéresser deux ou trois membres de la prochaine génération à participer activement à la marche de l'entreprise, s'ils en ont la vocation.



Madeleine Paquin avec son père, Roger Paquin

L'histoire du Groupe Germain est aussi celle d'une forte influence féminine. C'est la mère de Christiane Germain qui a encouragé son mari à quitter son emploi de commis voyageur pour ouvrir un magasin de quartier en 1954. Ils ont innové en offrant de la crème glacée molle et le journal local dès sa parution. Leurs activités se sont développées dans d'autres secteurs – restaurants et immobilier. « *Ma mère est restée un pilier en arrière-plan. Elle confectionnait jusqu'à 35 tartes par jour pour les restaurants de la famille tout en prenant soin de nous [les trois enfants]* », rappelle Christiane Germain, qui dit avoir hérité de l'esprit d'entrepreneur de sa mère et vouloir le transmettre à sa fille Marie-Pier (vice-présidente, Marketing chez Germain Hôtels) et si possible à sa petite-fille.



Les cofondateurs de Germain Hôtels, Christiane et Jean-Yves Germain (au premier plan) et la deuxième génération, Clarah, Hugo et Marie Pier. (Photo : Marie H Rainville)

À titre d'anecdote, au cours de la récente crise due à la pandémie, M<sup>me</sup> Germain a fait un périple en voiture, traversant tout le Canada avec sa petite fille de 9 ans pour visiter tous les hôtels du groupe encore en activité. Il était très important pour M<sup>me</sup> Germain de se rapprocher des équipes locales afin de se faire une meilleure idée de la situation sur le terrain, et surtout, pour faire sentir aux employés qu'ils étaient soutenus. Beaucoup de ceux qui ne travaillaient pas nécessairement le jour de sa visite ont mis un point d'honneur à se présenter pour profiter de l'occasion d'échanger avec elle. Les membres de l'équipe de Germain Hôtels sont considérés comme des membres de la famille étendue et cette tournée des hôtels avec sa petite fille, pendant cette période tourmentée, témoigne de sa capacité de diriger avec authenticité, proximité et la bonne dose de sensibilité. M<sup>me</sup> Germain espère que cette pandémie encouragera la population à plus de respect et d'appréciation des travailleurs du secteur des services. « *Nous sommes des hôteliers; nous dirigeons une entreprise, et une entreprise ce sont des personnes. Je voulais simplement passer un peu de temps avec nos employés et leur montrer que nous les avons à cœur. Et je sais que cela est vraiment apprécié, avec des moments très chargés d'émotion. C'était bon pour eux, mais cela m'a fait du bien à moi aussi.* »

Bien que Jenny Coco n'ait pas d'enfants, sa propre expérience l'amène à croire que travailler en dehors de l'entreprise familiale apporte une vue et une connaissance plus large des affaires. M<sup>me</sup> Coco et son unique frère, Rocky, sont maintenant associés dans la direction au jour le jour des activités du groupe Coco. « *Nous n'avons pas eu de problème. Nous sommes heureux que l'entreprise reste entre les mains de la famille.* » Rocky Coco a deux enfants, une fille, Jessica, qui pratique le droit et un fils, Anthony, qui après des études en génie et un MBA a commencé à travailler dans l'entreprise familiale à temps plein.

Linda Hasenfratz a quatre enfants et une approche similaire pour leur enseigner les ficelles du métier. *« J'ai eu à gravir moi-même tous les échelons. Je n'ai pas été parachutée dans un poste de haute direction. J'imagine donc que si mes enfants s'intéressaient à un rôle de direction chez Linamar, ils suivraient une démarche similaire. »*

Julie Godin veut que ses quatre enfants aient la chance d'explorer ce qui les intéresse, comme elle a pu le faire quand elle a grandi. Maintenant que CGI est une société mondiale avec des informations sur l'entreprise disponibles publiquement, elle a décidé très tôt dans leur vie qu'elle les exposerait petit à petit davantage à l'entreprise familiale. Ses enfants la rejoignent parfois au bureau pour assister à des réunions et rencontrer des collègues afin de se familiariser avec la culture et le travail de la société. Elle insiste néanmoins pour que ses enfants se consacrent à quelque chose qui les passionne. Son fils de 19 ans étudie actuellement en vue d'un baccalauréat en psychologie, suivant clairement la voie de sa mère par son intérêt pour les personnes et le bien-être.

---

*« J'ai eu à gravir moi-même tous les échelons. Je n'ai pas été parachutée dans un poste de haute direction. J'imagine donc que si mes enfants s'intéressaient à un rôle de direction chez Linamar, ils suivraient une démarche similaire. »*

– Linda Hasenfratz

---

### ➤ **Maintenir la culture d'entreprise**

Julie Godin fait remarquer que les éléments clés de la culture de CGI font partie de sa « Constitution », qui comprend le « Rêve CGI » et ses « Assises de gestion » – un cadre de référence vivant qui unifie les activités mondiales par des principes, des politiques et des pratiques exemplaires partagés. L'épine dorsale de la culture de CGI est néanmoins son engagement à faire en sorte que tous les employés de la société aient la possibilité d'en devenir des actionnaires. Comme le décrit M<sup>me</sup> Godin, *« l'idée, c'est que quand les employés sont des actionnaires, ils ont un droit et une responsabilité de donner sa forme à la société et ils se sentent responsables de produire de la valeur pour toutes les parties prenantes. »* Sous sa direction, la planification stratégique de CGI est conçue pour solliciter la rétroaction de trois groupes de parties prenantes afin de faire en sorte que sa culture et son orientation stratégique répondent toujours à la demande des clients, aux aspirations des employés et aux attentes des actionnaires. Elle souligne que *« la culture devrait être une évolution continue et non pas une révolution »* et c'est pourquoi être toujours à l'écoute des parties prenantes de la société fait partie intégrante de son approche de planification.

Pour aider les nouveaux gestionnaires et dirigeants qui se joignent à l'entreprise à développer un sentiment d'appartenance, CGI emploie des initiatives d'intégration, notamment un programme de travail en jumelage. Un autre programme offert à tous les cadres nouvellement intégrés ou promus s'appelle CGI 101. Il réunit des centaines de leaders – aujourd'hui virtuellement – pour entendre les cadres supérieurs de CGI parler des secteurs clés de la société. Au cours de la séance d'ouverture de ce programme, M<sup>me</sup> Godin et son père expliquent le « pourquoi » de la logique d'entreprise et de la culture de la société. Mettant son chapeau de responsable des fusions et acquisitions, Julie Godin fait encore une fois remarquer que, comme CGI est une entreprise de services professionnels, elle accueille et intègre des personnes. Ce genre de programme est important pour obtenir l'adhésion des dirigeants. Lorsqu'ils comprennent parfaitement le « pourquoi », le « comment » devient beaucoup plus facile à exécuter.

---

« *La culture devrait être une évolution continue et non pas une révolution* »

– Julie Godin

La culture est aussi un élément crucial chez Loblaw. Elle a été particulièrement mise en question par la taille de l'acquisition de Shoppers Drug Mart. Sarah Davis

évoque une analyse de bas en haut de ce que les employés percevaient comme la culture dans les deux entreprises et de ce qu'ils estimaient être la culture idéale de l'entité fusionnée. Les réponses, on le comprend, étaient différentes au sujet des cultures existantes, mais présentaient des similitudes fascinantes au sujet de la nouvelle définition idéale. Plutôt que d'imposer la propre culture de Loblaw, il a été décidé de créer une nouvelle « culture bleue » pour réunir l'ensemble des constituants pour le prochain chapitre de la vie de l'entreprise.

## Planification de la relève pour toutes les parties prenantes

### ► Collectivités

Nancy Southern estime qu'une entreprise qui réussit devrait s'efforcer d'améliorer le sort de son milieu, de faire ce qui est juste et de ne jamais trahir une promesse faite à ses clients. Les employés sont fiers de travailler pour une entreprise qui cherche à avoir un impact dans sa communauté. M<sup>me</sup> Southern se sent très proche des milléniaux, partageant leurs préoccupations pour l'avenir et leurs valeurs. « *Le rôle le plus important d'un chef d'entreprise est celui de représentant commercial – établir des relations durables avec les employés, les partenaires et les clients.* » Elle pense aussi que beaucoup d'entreprises perdent de vue le service à la clientèle. « *Il y a une connexion vraiment étroite entre nos sociétés et leurs communautés* », ajoute-t-elle, « *et j'ai le sentiment d'avoir pris l'engagement personnel envers mon père de m'assurer que cette société continue d'exister de sorte que nos enfants et les enfants de nos employés trouvent des débouchés dans l'entreprise, aujourd'hui et demain, et surtout que cette société demeure au Canada.* » Pour y parvenir, Mme Southern dit qu'elle vise une « *rentabilité qui s'inscrit dans le développement durable* » se tenant à l'abri des pressions du rendement à court terme.



De gauche à droite : Stéphanie Larivière (BNC), Nancy Southern (ATCO/Canadian Utilities), Prof. Karl Moore (Universités McGill/Oxford)

« *Le rôle le plus important d'un chef d'entreprise est celui de représentant commercial – établir des relations durables avec les employés, les partenaires et les clients* »

– Nancy Southern

L'extraction minière durable en accord avec les principes de développement responsable est une des valeurs fondamentales de SilverCrest Metals. Stephany Fier croit fermement que l'entreprise doit être sensible à l'emplacement de ses activités minières et intégrer la collectivité locale dans le projet pour parvenir à une véritable acceptation sociale. À la mine du Mexique de SilverCrest Metals, Stephany embauche principalement des travailleurs formés localement et paie 30 % de plus que ce qui est offert pour la plupart des autres emplois. Elle offre une formation interne complémentaire pour un apprentissage continu, avec des possibilités de croissance professionnelle pour les employés. SilverCrest apporte aussi son soutien par des initiatives communautaires, sociales et environnementales.

La collectivité est aussi inscrite au cœur des valeurs de Loblaw, qui s'efforce d'avoir un effet positif sur de nombreux aspects de la vie des Canadiens. Sarah Davis croit pouvoir réellement faire une différence pour ses clients par la santé et la nutrition et pour les employés en offrant des postes flexibles dans un cadre de travail de qualité. Loblaw soutient de nombreux organismes de bienfaisance, y compris sa propre *Fondation pour les enfants Le Choix du Président*, qui occupe tout un mur dans le hall d'entrée du siège social.

En 2000, Julie Godin a cofondé la Fondation Famille Godin, un organisme sans but lucratif qui a pour vocation de réduire la pauvreté, de promouvoir l'éducation et d'améliorer la santé des enfants et des adolescents dans les milieux défavorisés. Chez CGI, M<sup>me</sup> Godin est une grande championne de la responsabilité sociale d'entreprise. Ensemble avec le chef de la direction, elle a fondé le programme *Branchés sur vos rêves*, qui relie les talents des consultants de CGI avec les besoins d'environ 400 collectivités. Au cours des dernières années, CGI a aussi formalisé la responsabilité sociale d'entreprise qui est une de ses valeurs fondamentales depuis longtemps pour en faire un nouvel objectif stratégique avec des priorités clés et des indicateurs qui mesurent la performance à l'international.

## ➤ Prochaine génération d'employés

Pour Linda Hasenfratz, il est crucial de développer des compétences de gestion et de communication. Cela se traduit par le programme exclusif de Linamar de rotation entre les postes pour préparer ceux qui dirigeront l'entreprise demain. « *Les capacités de gérer des situations complexes, de rester calme dans une crise et de prendre des décisions difficiles se combinent pour donner un avantage dans l'action, dit-elle. Nous voulons que nos futurs cadres soient de bons communicateurs parce qu'ils doivent parler à une grande variété de personnes – leurs propres employés, leurs clients, éventuellement les actionnaires, les banquiers ou les fournisseurs et d'autres parties prenantes. Nous voulons aussi qu'ils démontrent une attention particulière au bien-être de leurs collègues.* »

ATCO a lancé le programme « *Navigating our Future* » (préparation de l'avenir) en 2019. Le programme, qui s'inspire de l'émission *Dans l'œil du dragon*, donne aux employés la possibilité de voir grand et de participer à la planification de l'avenir de l'entreprise. Les collaborateurs choisis sont détachés de leurs tâches quotidiennes pendant trois semaines pour travailler sur un projet de conception spéciale. Les sujets abordés sont tout aussi variés l'agriculture d'intérieur, la réutilisation des eaux usées parmi d'autres.

Madeleine Paquin pense que la prochaine génération est différente. « *Elle est tout aussi assidue au travail et ambitieuse. Mais elle a besoin de savoir qu'elle fait un travail qui a du sens et que la société partage ses valeurs fondamentales.* »

Christiane Germain croit aussi que la différence entre les générations repose sur une question de valeurs. « *Les jeunes milléniaux et la génération Z sont très alignés sur les valeurs d'entreprise en ce qui concerne les principes ESG qui ont une importance primordiale dès le départ.* » Elle considère que « *développer l'audace* » revêt une importance cruciale pour les leaders de demain et particulièrement pour les jeunes femmes, dès les premiers jours de leur carrière. « *Je ne suis pas venue au monde avec la confiance que j'ai aujourd'hui. Comme femme, il faut être prête à se lancer et se montrer aventureuses. Ce n'est peut-être plus aussi difficile que cela n'était, mais il reste plus difficile pour une femme de parvenir au sommet.* »

---

Sarah Davis met en garde les femmes contre l'utilisation de leur sexe comme une excuse pour quoi que ce soit. Elle recommande une bonne dose d'introspection pour continuer de perfectionner ses compétences à la fois techniques et autres. Mais surtout, dit-elle, « *restez vous-même. Montrez-vous sous votre vrai jour.* » Elle ajoute : « *je suis la même personne à la maison qu'au bureau* », dirigeant selon ses valeurs et ses principes.

## ➤ **Diversité**

Jenny Coco n'accorde pas d'importance à l'appartenance à un sexe ou à l'autre et estime qu'il faut faire ses preuves pour gagner le respect. Elle reconnaît qu'une femme peut devoir travailler plus dur pour prouver ses capacités, mais ce besoin peut devenir un avantage de plusieurs manières. De plus, Coco Paving reconnaît l'importance de la diversité et pas seulement de la diversité hommes-femmes. Près de la moitié de l'effectif de Coco Paving est composé d'immigrants de première génération, comme les parents de Jenny quand ils sont arrivés au Canada d'Italie.

Dans le secteur minier, Stephany Fier est souvent la seule femme dans la salle. Il y a non seulement très peu de femmes dans ce secteur, mais il y en a encore moins qui sont dans la trentaine et qui occupent des postes de direction. M<sup>me</sup> Fier fait remarquer que « *quand je suis en déplacement professionnel, les gens sont souvent surpris de me voir représenter la société* ». À son avis, davantage de femmes ont fait leur entrée dans les sociétés minières ces dernières années, ce qui est une tendance encourageante.

---

# 7

.....

## Conclusion



*Parc national et réserve de parc national Kluane, Yukon, Canada (Photo: Kalen Emsley – Unsplash.com)*

## 7. Conclusion

---

### Entreprises familiales : rendement supérieur et inclusivité

Dans les éditions précédentes des rapports *L'avantage familial* de la Banque Nationale du Canada, nous avons fait ressortir le rendement supérieur à long terme des entreprises du Canada cotées en bourse et contrôlées par une famille ou leur fondateur comparativement aux sociétés à actionnariat diffus. Nous avons non seulement constaté que ce rendement supérieur persiste, mais un nombre croissant d'études indiquent que les entreprises familiales créent un cadre unique, relativement protégé des pressions extérieures, dans lequel les meilleurs candidats à la plus haute fonction peuvent émerger quels que soient leur sexe, leur ethnicité ou leurs antécédents. Les entreprises familiales ont le luxe du temps et de la perspective pour préparer, former et faire accompagner par des mentors la bonne personne pour un rôle, qu'elle soit membre ou non de la prochaine génération de l'actionnaire de contrôle ou un candidat externe.

Cette constatation n'a rien d'une nouveauté pour les femmes chefs d'entreprise interrogées dans le cadre de cette étude. Bien qu'elles aient bénéficié, diront certains, d'un environnement unique et privilégié – dans lequel les expériences de mentorat ou même l'apprentissage du fonctionnement intérieur de l'entreprise familiale dès leur plus jeune âge en ont fait les meilleures candidates pour les plus hautes fonctions – toutes ont consacré leur vie à un travail sans relâche et au soutien de leurs collectivités, développant ce faisant l'héritage qu'elles laissent aux générations suivantes. Les chefs d'entreprise interrogées pour cette édition du rapport *L'avantage familial* sont indubitablement d'excellents modèles pour les leaders futurs, et en particulier les jeunes femmes. Elles ont bousculé le statu quo de la prédominance masculine et ont su confondre les sceptiques en prenant la tête de certaines des plus grandes sociétés contrôlées par des familles au Canada.

### La nécessité de conseils d'administration indépendants ayant une optique à long terme

La « bonne gouvernance », une notion souvent chaudement débattue, revêt une importance cruciale dans toutes les sociétés avec lesquelles nous nous sommes entretenus dans le cadre des études *L'avantage familial* de la Banque Nationale du Canada. Nous constatons qu'au Canada, la réglementation et les lignes directrices de gouvernance créent un environnement plus équitable pour tous les actionnaires qu'ailleurs dans le monde, limitant la latitude des actionnaires de contrôle. Cet ensemble unique de dispositions prend la forme de clauses d'égalité de traitement automatiques pour toutes les sociétés nouvellement inscrites en bourse, d'un nombre croissant de clauses crépusculaires adoptées volontairement et, surtout, de l'obligation de nommer une majorité d'administrateurs indépendants au sein des conseils d'administration.

Interrogée pour ce rapport, Maureen Sabia, présidente du conseil de La Société Canadian Tire, voit la gouvernance efficace comme une quête continue, dans laquelle chaque société, qu'elle soit contrôlée par une famille ou non, doit être examinée au cas par cas. « *Je ne pense pas qu'un modèle de gouvernance uniforme devrait être inscrit dans la loi, dit-elle, parce que chaque entreprise a une structure différente et unique, chaque société a des défis qui lui sont propres et elles évoluent dans des secteurs différents.* »

Le conseil d'administration de Canadian Tire insiste beaucoup sur son indépendance. Chaque membre du conseil est évalué chaque année en fonction de « *seuil d'importance relative [d'indépendance]* » Selon *l'appréciation du conseil*, Martha Billes, qui est membre de la famille actionnaire de contrôle, est indépendante en ce qui concerne ses fonctions du Comité de gouvernance. « *Aux réunions du conseil, Martha et son fils Owen parlent toujours en dernier. Ils écoutent ce que les autres membres du conseil ont à dire avant d'exprimer leurs opinions*, commente Mme Sabia. Je ne me souviens pas que Martha ait jamais mis un veto à une décision du conseil. » Owen Billes, qui est aussi administrateur, est appelé à « *éventuellement la remplacer au cours des prochaines années* ».

---



Les membres de la famille actionnaire de La Société Canadian Tire, Owen Billes (à gauche) et sa mère Martha Billes présentant le prix de la Fondation Bon départ Canadian Tire



Maureen Sabia, présidente du conseil d'administration de La Société Canadian Tire

## Les entreprises contrôlées par des familles remodèlent-elles le capitalisme moderne?

À l'heure où beaucoup appellent les grandes entreprises à « s'affranchir de la tyrannie de la pensée à court terme »,<sup>39</sup> Maureen Sabia de Canadian Tire croit que « le contrôle par une famille permet à la direction de mieux servir les intérêts à long terme des actionnaires, des clients et des employés, et libère le conseil et la direction de l'obligation de surveiller constamment leurs arrières. »

En plus de la capacité des entreprises familiales de contribuer au recentrage du monde des entreprises sur le long terme, M<sup>me</sup> Sabia a partagé d'autres idées pour les investisseurs et les entreprises susceptibles de conduire à des changements catalytiques. Ayant siégé pendant 30 ans aux conseils des plus grandes entreprises du Canada, M<sup>me</sup> Sabia croit qu'il faut changer le mantra des conseils d'administration des temps modernes : « La seule supervision ne suffit pas. » Pour représenter adéquatement les intérêts à long terme des actionnaires et des autres parties prenantes, « le conseil doit être un partenaire actif de la direction afin d'ouvrir une voie vers la production de valeur à long terme, mais avec un certain 'scepticisme sain et constructif' à l'égard de la direction » corrigeant l'idée fautive que le conseil d'administration ne sert que de « police de la conformité ». M<sup>me</sup> Sabia croit au travail assidu et aux administrateurs bien informés qui comprennent l'entreprise, réfléchissent librement et en toute indépendance, et faisant preuve de leadership sans s'ingérer dans les activités au jour le jour de la direction. M<sup>me</sup> Sabia croit aussi, qu'au Canada, l'obligation de présenter des résultats financiers trimestriels pourrait être remplacée par une publication de résultats s'échelonnant sur des périodes plus longues. Selon elle, ceci encouragerait les entreprises à se fixer et à atteindre des objectifs de long terme.

Cette opinion est partagée par un groupe éminent de chefs d'entreprise américains des sociétés de la liste Fortune 500, et par les plus grandes sociétés d'investissement institutionnel, ayant signé une lettre ouverte<sup>40</sup> appelant à « un engagement constructif des sociétés, de leurs conseils d'administration et de leurs investisseurs » et au « recentrage des entreprises d'Amérique sur la création de valeur à long terme ». Le groupe, qui est l'auteur des « Commonsense Corporate Governance Principles », met en garde contre la fixation d'objectifs de performance

<sup>39</sup> Dezsö Horvath / Dominic Barton, *Re-imagining Capitalism*, « Conclusion: Capitalism Re-Imagined », 2016

<sup>40</sup> Auteurs multiples, « Open Letter: Commonsense Principles 2.0 », 2016 (voir : <https://www.governanceprinciples.org/>)

à court terme pour les émetteurs assujettis : « Une société ne devrait pas se sentir obligée de fournir des prévisions de ses bénéfices (...). La prise de décisions à court terme pour dépasser ces prévisions (ou tout autre critère de performance) sera probablement destructive pour la valeur à long terme. »<sup>41</sup> Deux membres du groupe. Warren Buffet de Berkshire Hathaway et Jamie Dimon de JPMorgan Chase, ont cosigné un article dans le Wall Street Journal affirmant : « La pression pour atteindre des estimations de bénéfices à court terme a contribué à la diminution du nombre de sociétés inscrites en bourse en Amérique au cours des deux dernières décennies. Les marchés financiers axés sur le court terme ont découragé des sociétés ayant une optique à plus long terme de s'inscrire en bourse, privant l'économie d'innovations et de débouchés. »<sup>42</sup>

D'autres figures éminentes comme Dominic Barton, un Canadien et Associé émérite des opérations mondiales pour McKinsey & Company, appellent aussi les entreprises à se concentrer sur la croissance à long terme. Dans un livre dont il est le coauteur, « *Re-imagining Capitalism* »,<sup>43</sup> les entreprises familiales sont dépeintes comme des modèles pour la création de valeur à long terme. M. Barton va plus loin, identifiant une tendance croissante des entreprises à passer du « *capitalisme d'actionnaires* » pur, un modèle de choix exporté dans le monde entier par les États-Unis et le Royaume-Uni depuis la chute du mur de Berlin à une forme plus large de « *capitalisme de parties prenantes* » ou au « *modèle centré sur les sociétés* »,<sup>44</sup> plus commun dans plusieurs pays européens, notamment en Scandinavie.<sup>45</sup> Et si l'exemple de ce modèle était le rôle phare que tiennent souvent des sociétés familiales dans l'économie et la société? Une étude récente montre que les modèles centrés sur les sociétés « *reconnaissent la diversité des objectifs des actionnaires et les rôles variés que jouent les grandes entreprises dans la société* »,<sup>46</sup> une caractéristique dont font souvent montre les entreprises contrôlées par une famille ou leur fondateur dans la construction du legs qu'ils transmettront de génération en génération.

La présidente du conseil d'administration de Canadian Tire, M<sup>me</sup> Sabia, croit que les entreprises ne devraient pas être les moteurs de politique sociale : « *Les entreprises sont les moteurs de l'économie en ce sens qu'elles fournissent un produit ou un service et des emplois, ce qu'elles ne peuvent pas faire à moins de prospérer* ». Elle croit aussi que toutes les parties prenantes, les employés, les fournisseurs, les clients et la collectivité, devraient être clairement prises en considération dans la définition de stratégies à long terme.

L'engagement à long terme des entreprises familiales et leur vision holistique de création de valeur à long terme sont résumés par Galen G. Weston, actionnaire de contrôle de deux sociétés canadiennes emblématiques, George Weston et Loblaw : « *Comme le changement devient constant, l'importance d'une culture et de valeurs immuables qui peuvent guider une entreprise vers la croissance qui s'étend, des trimestres aux années, et des années aux décennies, le devient aussi. Cette combinaison de caractéristiques est au cœur du rendement régulièrement supérieur des entreprises familiales dans le monde et de leur aptitude à se concentrer sur les tendances sociales, démographiques et environnementales à long terme qui répondent à certains des plus grands défis contemporains.* »<sup>47</sup>

<sup>41</sup>Multiple Authors, « *Commonsense Principles 2.0* », 2016

<sup>42</sup>Jamie Dimon et Warren E. Buffett, « *Short-Termism Is Harming the Economy* », juin 2018

<sup>43</sup>Dezső Horvath / Dominic Barton, *Re-imagining Capitalism*, « *Conclusion: Capitalism Re-Imagined* », 2016

<sup>44</sup>Joseph L. Bower/Lynn S. Paine, « *The Error at the Heart of Corporate Leadership* », 2017

<sup>45</sup>Dezső Horvath / Dominic Barton, *Re-imagining Capitalism*, « *Conclusion: Capitalism Re-Imagined* », 2016

<sup>46</sup>Joseph L. Bower/Lynn S. Paine, « *The Error at the Heart of Corporate Leadership* », 2017

<sup>47</sup>Galen G. Weston, *Re-imagining Capitalism*, « *Family Firms and Patient Capital – Thinking in Decades, Not Quarters* », 2016



Annexe –  
Études  
financières –  
Indice BNC  
des entreprises  
familiales

17 septembre 2020

**ATD.B (TSX) \$43.98**  
**COURS CIBLE: \$52.00**  
**RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ: 18.9%**

Fourchette 52 semaines	\$47.49 - \$30.40
Actions en circulation (M)	1114.2
Capitalisation boursière (CA\$ M)	49,003

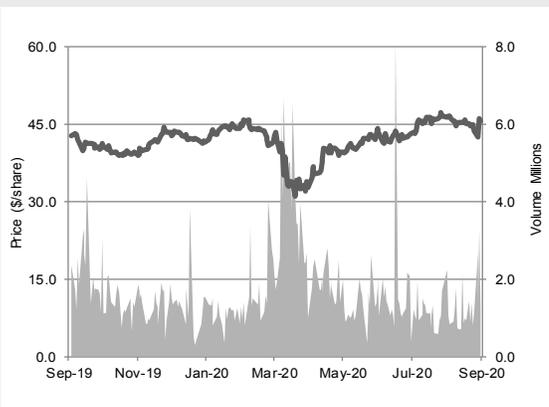
Clôture de l'exercice: avril

	2019R	2021E	2022E
Ch. d'affaires (M)	\$54,132	\$49,829	\$57,550
BAIIA (M)	\$4,367	\$4,300	\$4,266
BPA (dilué)	\$1.98	\$1.98	\$2.04
C/B	15.9x	15.8x	15.4x

Données financières au T1 2021

Encaisse (M)	\$3,270
Dettes totales (M)	\$9,178
Dettes nettes (M)	\$5,908
Dettes/Capital	35%
VCPA	\$9.96
Dividende (CA\$)	\$0.29
Rendement du dividende	0.7%

\*Données des états financiers en USD, sauf indications contraires.



Source: Rapports de la société, Refinitiv, FBN

**Vishal Shreedhar - (416) 869-7930**

vishal.shreedhar@nbc.ca

**Adjoints:**

**Ryan Li - (416) 869-6767**

ryan.li@nbc.ca

**Paul Hyung - (416) 507-9009**

paul.hyung@nbc.ca

## Cote: Rendement supérieur

Détaillants spécialisés: Surpondérer  
(Groupe Économie et Stratégie FBN)

## Alimentation Couche-Tard

### PROFIL

Alimentation Couche-Tard est la deuxième plus grosse chaîne de dépanneurs en Amérique du Nord. ATD exploite directement ses propres magasins au Canada, aux États-Unis et en Europe.

### FAITS SAILLANTS

**Initiatives pour stimuler la croissance endogène; aspirations sur cinq ans en bonne voie** (1) La direction est enchantée de plusieurs initiatives visant à stimuler la croissance endogène, dont le programme *Tout Simplement Frais, Toujours Prêt*, l'établissement des prix localisé et le paiement sans contact. Le programme *Tout Simplement Frais, Toujours Prêt* sera lancé dans 1,500 établissements d'ici octobre (actuellement 875 magasins). Des stratégies de prix dynamiques continueront d'être mises en œuvre pour réagir rapidement aux facteurs des marchés locaux / à la demande des clients (actuellement dans >2,400 établissements). (2) La direction a indiqué que son plan sur cinq ans pour doubler de taille est en bonne voie; si la pandémie a ralenti certaines initiatives (modernisation), d'autres initiatives (innovation) ont été accélérées.

### Les acquisitions toujours au centre de l'attention

Au cours de la téléconférence, la direction a indiqué qu'elle explore activement plusieurs débouchés dans la région Asie-Pacifique, qui reste une de ses grandes cibles. La direction a aussi laissé savoir que les faibles résultats récents d'Ampol (auparavant Caltex Australia) ont donné à réfléchir à ATD en raison des difficultés à comprendre l'activité sous-jacente pendant la pandémie. Avec plus de \$10 milliards de capacité pour des acquisitions, nous pensons qu'ATD restera active sur le front des fusions et acquisitions à court terme et à moyen terme; cependant, il faudra peut-être plus de temps qu'auparavant pour que des occasions de transactions importantes se manifestent.

### FACTEURS DE RISQUE

Les principaux risques qui pourraient affecter nos perspectives 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 19.0 fois notre estimation du BPA pour les exercices 2022 et 2023 (compte tenu du change).

9 octobre 2020

## Cote: Rendement moyen

Services publics: Équipondérer

(Groupe Économie et Stratégie FBN)

## ATCO Ltd.

**ACO'X; ACO'Y (TSX)** **\$38.78; \$41.12**  
**COURS CIBLE:** **\$46.00**  
**RENDEMENT ACTUEL DU DIVID.:** **4.5%**  
**RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ:** **23.1%**

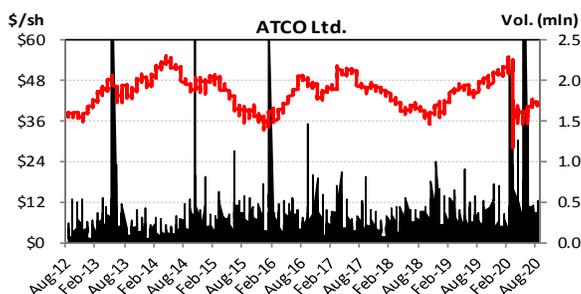
Fourchette 52 semaines \$54.97 - \$27.72  
 Fourchette 52 semaines (ACOx) US\$54.80 - US\$34.04

Fin d'ex. : 31 déc.	2019	2020e	2021e
BAIIA (M\$)	\$2,046	\$1,894	\$1,985
VE/BAIIA	11.7x	11.4x	11.4x
Inv. d'entretien (M\$)	(\$538)	(\$500)	(\$480)
BAIIA disponible (M\$)	\$1,509	\$1,394	\$1,505
VE/BAIIA disponible	15.8x	15.4x	15.1x
BPA (après dilution)	3.1x	2.9x	2.9x
C/B	16.1x	12.8x	13.3x
FPER/action (a. d.)	\$3.42	\$2.28	\$2.09
C/FPER	14.6x	14.9x	16.6x
Dividende par action	\$1.62	\$1.74	\$1.74
Rend. du dividende	3.3%	4.7%	4.7%
Ratio de distrib. aj.	47%	76%	83%
Dettes nettes/BAIIA	4.1x	4.5x	4.4x

### Données financières (31 décembre 2019e)

Actions en circulation (M)	114.7
Capitalisation boursière (M\$)	\$4,289
Actions privilégiées et particip. sans contrôle (M)	\$8,930
Dettes nettes en fin de période (M\$)	\$8,467
Valeur de l'entreprise (M\$)	\$21,700
Rendement total	23.1%

Sources: estimations FBN, rapports de la société, Refinitiv



### PROFIL (montants en CA\$)

ATCO Ltd. est un conglomérat mondial qui possède et exploite pour quelque \$22 milliards d'infrastructures dans le domaine de l'énergie. Ses actifs essentiels comprennent une participation de contrôle de 52.2% dans Canadian Utilities Limited (TSX: CU / CU'X), une participation consolidée d'environ 100% dans ATCO Structures & Logistics et une participation de 40% dans Neltume Ports. La société 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, service 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, ACO'X au TSX) forment 88% environ du total des actions ordinaires en circulation et celles de la catégorie II (avec droit de vote, ACO'Y au TSX), environ 12%. Globalement, nous estimons qu'environ 55% du BAIIA ajusté 2020e d'ATCO proviennent de son segment Services publics/Électricité, près de 40% de l'unité Pipelines et liquides et près de 5%, de l'unité Structures et logistique. ATCO offre une croissance du dividende intéressante qui avoisine les 10% par année en moyenne depuis cinq ans.

### PROFIL DE CROISSANCE

Le plan d'immobilisations d'ATCO de \$3.5 milliards pour 2020-2022 est centré sur les services publics réglementés et les actifs visés par des contrats de longue durée (environ \$3.4 milliards) sur des marchés choisis du monde en dehors de l'Alberta, notamment en Amérique latine, aux États-Unis, en Australie et au Canada. Le plan d'investissement de la société est affecté à 97% au gaz naturel (\$1.7 milliard) et à l'électricité (\$1.7 milliard), alors que les 3% restants sont consacrés aux immobilisations sous contrat de longue durée (\$0.1 milliard). Pendant ce temps, sa division Services modulaires continue de faire avancer les activités de construction de l'hébergement des effectifs de LNG Canada, tout en ayant obtenu quelques nouveaux contrats, dont deux contrats d'hôpitaux modulaires à Mexico et à Tijuana, un contrat de camp d'hébergement de 600 personnes pour soutenir la construction du projet d'expansion du pipeline Trans Mountain, un contrat de logements de soutien du gouvernement de la Colombie-Britannique et un contrat du Victoria Department of Education pour la construction de salles de classe modulaires permanentes à Melbourne, en Australie. Ailleurs, après la publication du rapport sur le développement durable de 2019 en juin, la note intégrée d'ATCO et de CU a augmenté de 6 points à 73 (auparavant 67) se situant légèrement au-dessus de la moyenne de ses semblables de 72. La note ESG a été améliorée grâce à une meilleure note dans le segment environnemental étant donné que la société a atteint un objectif clé de se départir de son activité de production dans des centrales au charbon (réalisé en septembre 2019), ce qui a réduit ses émissions de GES par rapport à ses concurrents.

### 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 conjonction 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.

### ÉVALUATION

Notre cours cible de \$46.00 repose sur un rendement du dividende corrigé du risque de 3.75% appliqué à notre estimation du dividende 2021e de \$1.74 par action, sur un coefficient de 12.75 fois notre estimation du BAIIA libre 2021e et sur notre évaluation des FTA par action de \$47.00.

Patrick Kenny, CFA  
 403.290.5451  
 patrick.kenny@nbc.ca

#### Adjoints:

Amber Brown, MBA  
 403.290.5624  
 amber.brown@nbc.ca

Zach Warnock  
 403.355.6643  
 zach.warnock@nbc.ca

13 octobre 2020

**DOO (TSX) / DOOO (NASDAQ) \$76.64 / US\$58.37**  
**COURS CIBLE: \$85.00**  
**RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ: 11%**

Fourchette 52 semaines (CA\$)	\$77 - \$18.56
Fourchette 52 semaine (US\$)	\$59.19 - \$12.97
Actions en circulation (M)	88
Capitalisation boursière (M)	\$6,781

(en millions de dollars canadiens, sauf indication contraire)

**Clôture de l'exercice: 31 janvier**

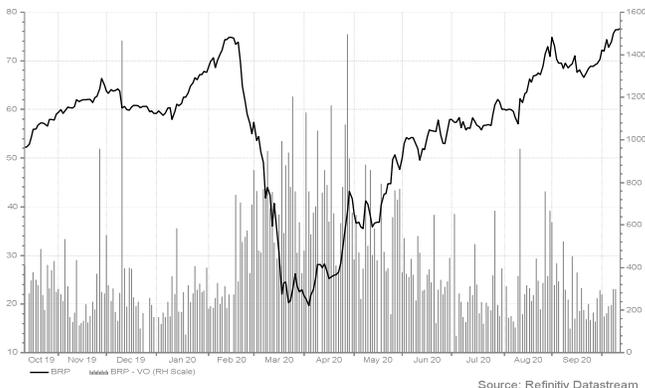
	2020R	2021E	2022E
Chiffre d'affaires	\$6,053	\$5,620	\$6,324
BAIIA*	\$804	\$828	\$939
BPA (ajusté)	\$3.83	\$3.86	\$4.46
VE/BAIIA	10.5x	10.2x	9.0x
C/B	20.0x	19.9x	17.2x

\*Normalisé

#### Autres données

Dettes nettes (M)	\$1,684
Dettes nettes/Capitalisation	165%
Valeur de l'entreprise (M)	\$8,465
Dividende par action	\$0.00
Rendement du dividende	0.0%

Sources: Refinitiv, BRP, FBN



**Cameron Doerksen, CFA**

514.879.2579

cameron.doerksen@nbc.ca

**Adjoint:**

**Albert Matousek, MBA, CFA**

514.390.7825

albert.matousek@nbc.ca

## Cote: Rendement supérieur

Produits de loisirs: Équiponérer  
(Groupe Économie et Stratégie FBN)

## BRP Inc.

### PROFIL

BRP inc. est un chef de file mondial dans la conception, la construction et la commercialisation de véhicules de sport motorisé 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) et des produits marins, et développe une nouvelle catégorie de produits, le roadster Spyder à trois roues.

### FAITS SAILLANTS

#### La demande d'engins des sports mécaniques dopée par la pandémie

La demande de produits de sports mécaniques était historiquement liée à la conjoncture économique générale, mais comme les dépenses pour les voyages ont nettement diminué et que les consommateurs recherchent des activités salubres respectant la distanciation sociale, les loisirs de plein air en ont bénéficié. Nous croyons que cette tendance qui a dopé les ventes de détail de véhicules hors route et de motomarines au cours de l'été continuera cet hiver avec le marché des motoneiges.

#### Une demande exceptionnelle de ventes au détail entraînera une reconstitution des stocks

Les ventes au détail nord-américaines d'engins de sports mécaniques de BRP au T2 étaient en hausse de 40% et, du fait de stocks moins élevés chez les concessionnaires (en baisse de 51%), nous nous attendons à ce que la reconstitution des stocks augmente le chiffre d'affaires de gros de BRP au deuxième semestre de l'exercice 2021 et jusqu'à une date bien avancée de l'exercice 2022. Sur la base d'enquêtes auprès des clients, BRP a indiqué qu'au T2 77% de ses clients étaient nouveaux pour BRP et 41% ne s'étaient jamais adonnés aux sports mécaniques (trois fois plus que la normale). Les nouveaux clients BRP ont augmenté de 51%, ce qui laisse entrevoir une expansion du marché pour la société.

#### Les gains de parts de marché devraient continuer

BRP a et conservera un plan dynamique de lancement de nouveaux produits dont nous prévoyons qu'il continuera de stimuler les gains de parts de marché, sans égard à la conjoncture économique. La récente annonce par BRP de la construction d'une nouvelle usine au Mexique témoigne de la confiance de la direction dans l'avenir de ses nouveaux produits. La nouvelle usine qui sera prête à entrer en exploitation en automne 2021, ajoutera 50% de capacité de production de véhicules côte à côte.

### FACTEURS DE RISQUE

#### Caractère cyclique des affaires

Nous rappelons aux investisseurs que les produits de BRP appartiennent à la catégorie des articles discrétionnaires dont la demande, en cas de ralentissement généralisé de l'économie, sera sans nul doute affectée.

#### Marchés concurrentiels

BRP doit faire face à une vive concurrence dans toute sa gamme de produits et notamment à des acteurs d'une taille plus importante que la sienne et mieux capitalisés.

#### Droits de douane

Une augmentation des droits de douane sur des composantes ou des véhicules entièrement assemblés pourrait nuire aux marges bénéficiaires de BRP et affecter son positionnement concurrentiel.

### ÉVALUATION

Nous valorisons le titre en appliquant un ratio VE/BAIIA de 9.5 à nos prévisions pour l'exercice 2022.

19 août 2020

**CU; CU.X (TSX)** **\$33.23; \$33.05**  
**COURS CIBLE:** **\$38.00**  
**RENDEMENT DU DIVIDENDE** **5.2%**  
**RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ:** **19.6%**

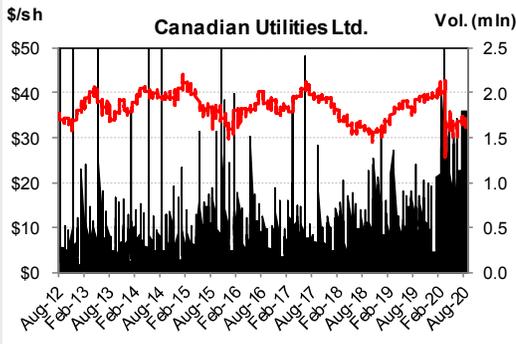
Fourchette 52 semaines \$42.97 - \$25.25  
 Fourchette 52 semaines (États-Unis) US\$42.90 - US\$25.63

Fin d'ex.: 31 décembre	2019	2020e	2021e
BAIIA (M)	\$1,850	\$1,802	\$1,872
VE/BAIIA	10.0x	10.2x	10.2x
Inv. de maintien (M)	(\$538)	(\$500)	(\$480)
BAIIA disp. (M)	\$1,313	\$1,302	\$1,392
VE/BAIIA disp.	13.6x	14.1x	13.8x
BPA ap. dilution (\$/actif)	2.2x	2.0x	2.2x
C/B	17.9x	15.5x	15.1x
FPER/action (ap. dil.)	\$4.23	\$2.57	\$2.97
C/FPER	9.3x	11.2x	10.8x
Dividende par action	\$1.69	\$1.74	\$1.74
Rend. du dividende	4.3%	5.5%	5.5%
Ratio de distrib. aj.	40%	68%	59%
Dette nette/BAIIA	4.8x	5.1x	5.1x

**Données financières (31 décembre 2019e)**

Actions en circulation (M)	273.1
Capitalisation boursière (M)	\$8,700
Actions privilégiées et part. sans contrôle (M)	\$1,670
Dette nette en fin de période (M)	\$8,443
Valeur de l'entreprise (M)	\$18,813
Dette totale/VE	19.6%

Sources: estimations FBN, rapports de la société, Refinitiv



**Patrick Kenny, CFA**  
 403.290.5451  
 patrick.kenny@nbc.ca

**Adjoints:**  
**Amber Brown, MBA**  
 403.290.5624  
 amber.brown@nbc.ca

**Zach Warnock**  
 403.355.6643  
 zach.warnock@nbc.ca

**Cote: Rendement moyen**

Services publics: Équ pondérer

(Groupe Économie et Stratégie FBN)

**Canadian Utilities Ltd.**
**PROFIL (tous les montants en CA\$)**

Canadian Utilities Limited (détenue à 52.2% 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). Les activités d'électricité et de gaz naturel représentent le noyau dur de la société, qui compte 75,000 km de lignes électriques de distribution et de transport et 64,000 km de gazoducs. La société possède aussi une capacité de production d'électricité de 244 MW ainsi que de stockage de gaz naturel et d'hydrocarbures.

**FAITS SAILLANTS**

Canadian Utilities 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. La catégorie A (actions sans droit de vote, CU au TSX) forme 70% du total des actions ordinaires en circulation, et la catégorie B (actions avec droit de vote, CU'X au TSX), 30%. 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 90.2% des actions avec droit de vote de catégorie B. Selon nos estimations, le bénéfice 2020 ajusté de CU proviendra à 55% environ des services publics et des activités d'électricité et à 45% environ des segments de l'énergie et des Pipelines et liquides.

**PROFIL DE CROISSANCE**

Canadian Utilities avait annoncé un plan d'expansion de \$3.5 milliards pour 2020-2022, dont environ 97% devaient être consacrés aux secteurs réglementés du gaz naturel et de l'électricité. Cependant, nous notons qu'une partie de ses dépenses en immobilisations planifiées pour 2020 pourraient être reportées vers la fin du programme d'investissement 2020-2022 à cause des effets liés à la COVID-19. La société prévoyait de dépenser environ \$3.4 milliards pour le secteur réglementé, dont \$1.7 milliard consacré à la distribution et au transport d'électricité, et \$1.7 milliard au développement de la transmission et de la distribution du gaz naturel. Ailleurs, Canadian Utilities a annoncé la création de LUMA Energy LLC, une entreprise en participation 50/50 avec Quanta Services, qui a été sélectionnée par Puerto Rico Public-Private Partnerships Authority pour exploiter, entretenir et moderniser le réseau de transport et de distribution d'électricité de Porto Rico sur une quinzaine d'années à partir de la mi-2021, Puerto Rico Electric Power Authority (PREPA) conservant la propriété des biens, ce qui concorde avec les objectifs de diversification géographique de CU en vue d'étendre ses activités de type service public au-delà de l'Alberta, tout en conservant intacte sa liquidité (c.-à-d. pas de mise de fonds en immobilisations). Sur le front de la réglementation, la procédure Generic Cost of Capital a été suspendue sine die par l'Alberta Utilities Commission (AUC) à cause de la pandémie de COVID-19, cependant, par conséquent CU a opté pour une prolongation de son RFP actuellement approuvé (8.5%) et de sa structure de capital trimestriellement (37% de fonds propres). Enfin, après la publication de son rapport 2019 sur le développement durable, la note intégrée de CU a augmenté de 6 points à 73 (auparavant 67), dépassant la moyenne du groupe qui est de 72. Nous relevons que la note pour l'environnement a contribué pour moitié à l'augmentation, augmentant de 3 points après l'exécution par Canadian Utilities de son objectif clé de désinvestissement de la production d'électricité à base de charbon (réalisé en sept 2019), ce qui a effectivement réduit ses émissions de GES par rapport à ses concurrents.

**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 adverse pouvant faire diminuer le taux de croissance. 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.

**ÉVALUATION**

Notre cours cible de \$38.00 est basé sur un rendement en dividende corrigé du risque de 4.5% appliqué à notre estimation des dividendes de 2021 de \$1.74 par action, sur un coefficient de 14.25 appliqué à notre estimation de BAIIA disponible 2021e et sur notre évaluation basée sur l'actualisation des flux de trésorerie de \$41.00 par action. Nous attribuons à CU la cote Rendement moyen.

24 août 2020

**CAS (TSX) \$14.52**  
**COURS CIBLE: \$16.50**  
**RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ: 15.8%**

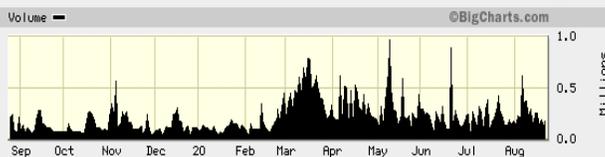
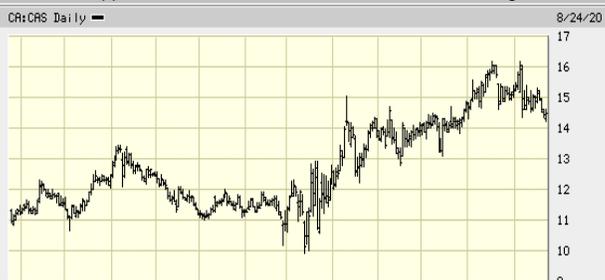
Fourchette 52 semaines	\$16.19 - \$9.94
Actions en circulation (M)	94.2
Capitalisation boursière (M\$)	\$1,368

Fin d'ex.: décembre	2019e	2020e	2021e
Chiffre d'affaires (M)	\$4,996	\$5,062	\$4,996
BAIIA ajusté (M)	\$604	\$649	\$648
Marge BAIIA ajusté	12.1%	12.8%	13.0%
BPA ajusté (ap. dilution)	\$1.02	\$1.52	\$1.38
C/B	14.2x	9.6x	10.5x
VE/BAIIA	5.5x	5.1x	5.1x

**Données financières (trimestre clos le 30 septembre 2019)**

Dette totale (M)	\$2,239
Dette nette (M)	\$2,077
Dette nette/BAIIA (12 derniers mois)	3.1x
Dette nette/Capital	54%
Dividende par action	\$0.32
Rendement du dividende	2.2%

Sources: rapports de la société, estimations FBN, Refinitiv, BigCharts



**Zachary Evershed, CFA**  
514-412-0021; zachary.evershed@nbc.ca  
**Adjoint: Thomas Bolland**  
514-871-5013; thomas.bolland@nbc.ca

**Cote: Rendement moyen**

**Conteneurs et emballages:**  
Surpondérer  
(Groupe Économie et Stratégie FBN)

**Cascades Inc.**

**PROFIL**

Cascades produit, transforme et commercialise en Amérique du Nord et en Europe des produits d'emballage et de papier composés principalement de fibres recyclées. Ses deux principales branches d'activité sont les papiers tissés et les emballages (carton plat Europe, carton-caisse et produits spécialisés). Fondée en 1964 par la famille Lemaire, la société a son siège social au Québec et emploie actuellement plus de 11,000 personnes dans environ 90 établissements.

**FAITS SAILLANTS**

**La chute de la demande de cartons-caisses pourrait entraîner de nouvelles baisses des prix**

Les prix du papier doublure kraft 42 lb ont cumulativement chuté de US\$40 la tonne dans les régions est et ouest des États-Unis, à US\$710-720, pour la première fois depuis janvier 2016 pour la catégorie de référence, car la faiblesse persistante des marchés d'exportation (particulièrement à destination de la Chine et du sud de l'Europe) et la croissance anémique des livraisons de caisses aux États-Unis depuis le début de l'année ont contribué à l'augmentation des stocks, ce qui a fait chuter les prix américains. Les choses ont bien commencé en 2020 avec un rebond de la demande de caisses attribuable aux formations de stocks alimentaires et à l'accélération du commerce en ligne liées à la pandémie, mais nous continuons d'anticiper une légère baisse de la demande de caisses pour le reste de 2020 à mesure que ces éléments porteurs se normaliseront, alors que de nouvelles capacités nettes doivent venir accroître la production chaque année de 1.3%-1.7% entre 2020 et 2023. Notre analyse de sensibilité indique un impact sur le BAIIA de \$46 millions pour chaque variation du prix du papier doublure de US\$25 la tonne, toutes choses étant égales par ailleurs.

**L'achat de l'actif d'Orchids doit bien contribuer à l'optimisation continue**

Le 1<sup>er</sup> juillet 2019, l'acquisition par Cascades des actifs d'Orchids pour US\$207 millions et US\$9 millions de dettes reprises a été approuvée par le tribunal des faillites du district du Delaware aux États-Unis. La direction s'attend à réaliser des gains de synergie par une amélioration de l'efficacité de l'exploitation grâce à l'optimisation de l'utilisation de la capacité, la réduction de l'impartition à des sous-traitants et une diminution des coûts de transport (plus près des clients, moins de transport entre établissements), qui devraient faire croître le BAIIA de US\$45 millions en 2021, alors que la direction table sur des marges de 12% sur le papier tissu la même année. Dans le contexte de la pandémie, le budget d'immobilisations de CAS en 2020 a été diminué de \$250 millions à \$175-200 millions, et nous pensons que le projet Bear Island restera dans un tiroir tant que la société n'aura pas trouvé de partenaires financiers convenables.

**FACTEURS DE RISQUE**

La demande de produits Cascades, de cartons-caisses et de cartons plats en particulier, est sensible à la conjoncture. Les marchés de Cascades sont très concurrentiels et certains concurrents sont des acteurs internationaux de grande envergure. Les résultats financiers de la société pourraient souffrir de taux de change, de prix de vente et de coûts des matières premières défavorables. Enfin, les ratios d'endettement de Cascades sont supérieurs aux moyennes du secteur.

**ÉVALUATION**

Notre cours cible de \$16.50 est dérivé d'une analyse par somme des parties qui repose sur l'attribution des coefficients suivants au BAIIA 2021e: 5 pour la division des cartons-caisses, 7.5 pour celle des papiers tissés, 5.5 pour celle des cartons plats en Europe et 7.0 pour celle des produits spécialisés. Nous attribuons à Cascades la cote Rendement moyen.

26 août 2020

**GIB.A (T); GIB (N) C\$90.63; US\$68.99**  
**COURS CIBLE: \$115.00**  
**RENDEMENT POTENTIEL: 27%**

Fourchette 52 semaines	\$114.49 - \$67.23
Actions en circulation (M, ap. d.)	261.4
Capitalisation boursière (M\$)	\$23,683

Clôture de l'exercice: 30 septembre

(CAD)	2019A	2020E	2021E
Ch. d'affaires (M)	\$12,111	\$12,352	\$15,290
BAIIA (M)	\$2,217	\$2,429	\$3,080
BPA ajusté	\$4.70	\$4.89	\$6.58
FTPE (M)	\$1,634	\$1,923	\$2,375
FT disponibles (M)	\$1,306	\$1,608	\$2,087
FTD / action	\$4.99	\$6.15	\$7.98

Liquidités et placements CT (M)	\$1,365
Dette totale (M)	\$3,730
Encaisse (dette) nette (M)	(\$2,365)
Encaisse nette par action	(\$9.05)
Valeur de l'entreprise (M)	\$26,048



Source: Rapports de la société, Refinitiv

**Richard Tse - (416) 869-6690**  
richard.tse@nbc.ca

**Adjoints:**

**John Shao - (416) 869-7938**  
john.shao@nbc.ca

**Mihir Raul - (416) 869-8049**  
mihir.raul@nbc.ca

## Cote: Rendement supérieur

Services de TI: Sous-pondérer  
(Groupe Économie et Stratégie FBN)

## Groupe CGI inc.

### 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 77,500 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 enjeux à surveiller:

- le retour de la croissance endogène,
- les cibles d'acquisition, pour une capacité de \$7 à \$8 milliards, et
- PI et numérique - les changements structurels du marché.

Nous croyons que le Groupe CGI s'est bien positionné au cours des 18-24 derniers mois 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'avions 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. Nous pensons que les services de TI seront l'un des segments du secteur qui rebondira plus rapidement après l'actuelle crise sanitaire, en particulier pour les sociétés qui sauront rediriger leur offre vers les produits à forte demande.

### ÉVALUATION

Nous réitérons notre cote Rendement supérieur et le cours cible de \$115 basé sur les FTA, ce qui correspond à un ratio VE/BAIIA de 10.4 d'après nos estimations pour l'exercice 2021. Ce titre reste une position de base dans le secteur canadien de la technologie.

### 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.

*Veillez vous reporter aux informations réglementaires à la fin de ce document pour les informations à communiquer d'ordre général et propres aux sociétés 2, 3, 5, 6, 7.*

8 septembre 2020

**CCA (TSX) \$113.00**  
**COURS CIBLE: \$120.00**  
**RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ: 8.2%**

**Données boursières**

Fourchette 52 semaines (CA\$) \$132.00 - \$87.57  
Bloomberg/Reuters: CCA CN;CCA TO

(Fin d'ex. 31 août)	2019a	2020e	2021e
Ch. d'affaires (M)	\$2,331.8	\$2,381.4	\$2,422.7
BAIIA (M)	\$1,107.9	\$1,139.7	\$1,162.8
VE/BAIIA	6.9x	6.9x	6.5x
BPA ajusté	\$7.04	\$7.37	\$7.65
Rendement FTD	8.1%	8.8%	9.5%
FTD par action	\$9.17	\$9.94	\$10.76

**Données financières au 31 mai 2020**

Actions en circulation (M)	48.1
Actions e. c. après dilution (M)	48.5
Flottant (M)	21.6
Valeur marchande (M)	\$5,437
Dette nette (M)	\$3,030.8
Avoir des détenteurs d'actions ordinaires (M)	\$2,662.1
Dette nette / Capital	53.2%
VCPA / Cours/VCPA	\$54.89/2.1x
RFP 2020e	15.2%
Dividende / Rendement	\$2.32/2.1%



Source: Refinitiv

**Adam Shine, CFA**  
514.879.2302  
adam.shine@nbc.ca

**Adjoints:**  
**Luc Troiani, CFA**  
416.879.6585  
luc.troiani@nbc.ca

**Ahmed Abdullah, CFA**  
514.879.2564  
ahmed.abdullah@nbc.ca

## Cote: Rendement supérieur

Cote du secteur: Équipondérer  
(Groupe Économie et Stratégie FBN)

# Cogeco Communications inc.

### 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 32.6% du capital de CCA et contrôle 82.9% 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 41.0% de CGO et 33.0% de CCA. Le 1<sup>er</sup> septembre 2018, Philippe Jetté a pris les fonctions de président et chef de la direction, Louis Audet reste président exécutif du conseil d'administration. Le 27 février 2019, Cogeco a annoncé la vente de sa filiale Cogeco Peer 1, qu'elle s'était efforcée de redresser, à des sociétés affiliées de Digital Colony pour \$720 millions, opération qui a été conclue le 30 avril 2019. Le 2 septembre 2020, Rogers et Alice USA ont fait une offre d'achat de \$10.3 milliards sur Cogeco et Cogeco Communications (\$134.22 par action CCA) qui a été rapidement rejetée par la famille Audet et les conseils d'administration de CGO et 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 dans 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 (sauf au T1 2019, où elles sont demeurées inchangées en excluant certains éléments).

#### Reprise de la croissance du BAIIA des Services aux entreprises au T4 2018, avant la vente de la division pour \$720 millions

Lors de la conférence téléphonique du T2 2016, CCA a indiqué que la croissance des Services aux entreprises devait stagner en 2016 avant de reprendre par la suite, ce qui a été suivi par la comptabilisation d'une charge de dépréciation de \$450 millions pour la division au T3 2016. Le chiffre d'affaires a baissé de 3.9% et le BAIIA, de 10.2% en 2016, puis, dans une moindre mesure, de 3.6% et de 7.4% respectivement en 2017 avant un retour prévu de la croissance à la fin de 2018, qui s'est matérialisé au T4. Le 27 février 2019, Cogeco a annoncé la vente de la division pour \$720 millions (8.9 fois le BAIIA DDM) à une société affiliée de Digital Colony, opération qui a été conclue le 30 avril 2019.

#### 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 nouveau 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. Le 8 juin 2015, Cogeco a acquis MetroCast, une société du Connecticut, pour US\$200 millions (3.7 fois le chiffre d'affaires et 7.9 fois le BAIIA ajusté). L'opération a été conclue le 8 août 2015. Le 10 juillet 2017, Cogeco a annoncé l'acquisition des actifs restants de MetroCast de Harron Communication, pour US\$1.4 milliard. Ces actifs touchent 236,000 logements et entreprises au New Hampshire, au Maine, en Pennsylvanie, au Maryland et en Virginie, et devaient produire un chiffre d'affaires et un BAIIA de US\$230 millions et US\$121 millions en 2017, pour un ratio d'acquisition de 11.6 fois le BAIIA (ou 9.0 en tenant compte des avantages fiscaux, avec une valeur actualisée anticipée de US\$310 millions). En même temps que l'acquisition (clôturée le 4 janvier 2018), la Caisse de dépôt et placement du Québec (CDPQ) a investi US\$315 millions pour une participation de 21% dans la société de portefeuille ABB. À la suite des transactions, le ratio d'endettement de Cogeco est monté à 3.8 (3.4 pro forma). Cogeco s'est attachée à le faire baisser aux alentours de 3 avant de réaliser d'autres acquisitions, ce qui devait prendre environ 18 mois.

### FACTEURS DE RISQUE

Malgré nos espoirs pour Cogeco Communications, 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 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 \$120.

Notre cours cible repose sur les FTA des exercices 2020E/2021E et sur la VAN des exercices 2021E/2022E, avec des ratios VE/BAIIA implicites de 7.2, 6.8 et 6.5 d'après nos estimations pour les exercices 2020, 2021 et 2022, respectivement.

24 août 2020

**EMP.A (TSX) \$35.44**  
**COURS CIBLE: \$39.00**  
**RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ: 11.5%**

Fourchette 52 semaines	\$37.43 - \$23.88
Actions en circulation (M)	269.7
Capitalisation boursière (M\$)	9,558

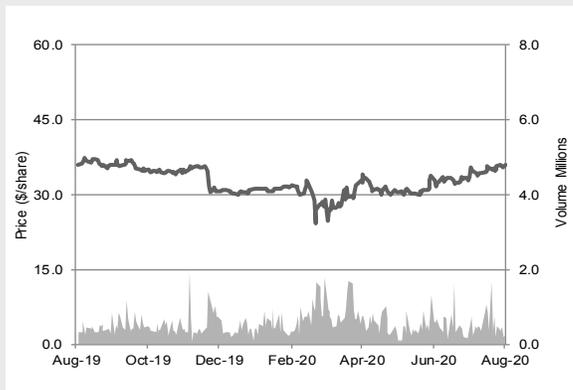
**Clôture de l'exercice: mai**

	2019R	2021E	2022E
Ventes (M)	\$26,588.2	\$26,523.6	\$26,450.7
BAIIA	\$1,892.4	\$1,949.9	\$2,045.8
BPA (ap. dilution)	\$2.20	\$2.29	\$2.59
C/B	16.1x	15.5x	13.7x
VE/BAIIA	8.2x	7.9x	7.6x

**Au T4 2020**

Encaisse (M)	\$1,008.4
Dettes totales (M)	\$6,941.4
Dettes nettes (M)	\$5,933.0
Dettes/Capital	60%
VCPA	\$14.55
Dividende	\$0.52
Rendement du dividende	1.5%

Source: Rapports de la société, Refinitiv, FBN



Source: Refinitiv, NBF

**Vishal Shreedhar - (416) 869-7930**  
vishal.shreedhar@nbc.ca

**Adjoints:**  
**Ryan Li - (416) 869-6767**  
ryan.li@nbc.ca

**Paul Hyung - (416) 507-9009**  
paul.hyung@nbc.ca

## Cote: Rendement supérieur

Distribution alimentaire: Équipondérer  
(Groupe Économie et Stratégie FBN)

## Empire Company Ltd.

### PROFIL

Empire Company Limited, dont le siège social est à Stellarton, en Nouvelle-Écosse, exploite la deuxième chaîne de magasins d'alimentation au Canada, 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

#### Détails sur la nouvelle stratégie trisannuelle

EMP a annoncé sa nouvelle stratégie de trois ans, le projet Horizon, qui cherche à dégager un BAIIA annualisé supplémentaire de \$500 millions (d'ici l'exercice 2023) par une augmentation de la part de marché et le développement de sa discipline en matière de coûts et de marges. Les résultats positifs du projet Horizon devraient augmenter au fil des trois prochaines années et culminer à la troisième. Les fonds dépensés devraient être de l'ordre de \$700 millions par an au cours des trois prochaines années.

EMP compte augmenter sa part de marché : (1) en investissant dans la chaîne de magasins, y compris 20 nouveaux établissements Farm Boy en Ontario et la conversion de 30-35 magasins en établissements FreshCo dans l'Ouest canadien; (2) en améliorant la productivité des magasins par l'exploitation de ses capacités d'analytique pour adapter l'assortiment de produits qu'elle vend; (3) en accélérant le commerce électronique par l'installation de quatre CFC (deux nouveaux CFC dans l'Ouest canadien) et en mettant en application la solution de choix de magasin d'Ocado; et (4) en développant un portefeuille de marque privative par un accroissement de la distribution, le placement sur les étagères et l'innovation.

La société prévoit aussi de renforcer sa discipline de maîtrise des coûts et des marges (1) en réalisant des gains d'efficacité dans ses approvisionnements, avec des réductions de coûts des dépenses indirectes et l'approvisionnement en produits de marque privative; (2) en investissant dans des outils de tarification efficaces par l'utilisation des moyens d'analytique et d'intelligence artificielle pour améliorer le coût net des promotions; et (3) en optimisant la chaîne d'approvisionnement et en améliorant les systèmes et les processus.

#### Nos réflexions sur le projet Horizon

Nous considérons que les aspirations d'Empire sont ambitieuses; cependant, les initiatives récentes de la direction dans le commerce électronique, le développement de la chaîne de magasins et les programmes de marchandisage sont propices, en plus d'autres facteurs de croissance clés. Nous choisissons de rester prudents dans nos hypothèses de vente et de rentabilité alors que nous réfléchissons à l'exécution et à la situation de la concurrence au cours des prochains trimestres. Si la direction exécute son plan avec succès, nous entrevoyons un potentiel de révision à la hausse de nos estimations et de nos ratios de valorisation.

Le défi pour les investisseurs concernant le projet Horizon sera la dépendance à l'égard de l'augmentation des ventes. La capacité de mener sa stratégie à bien dépend de la réaction de ses concurrents.

### FACTEURS DE RISQUE

Les principaux risques ont trait à l'efficacité et l'efficacité du Projet Sunrise, aux problèmes de concurrence accrue et de parts de marché, ainsi qu'à la conjoncture difficile du secteur de l'épicerie.

### ÉVALUATION

Nous continuons d'évaluer Empire selon la méthode de la somme des parties. Notre cours cible est basé sur 8.0 fois notre BAIIA du commerce de détail de produits alimentaires de l'exercice 2022 plus la valeur des participations d'Empire (moins une décote de 10%).

25 août 2020

**FFH.U/FFH (TSX) U\$254.74; C\$417.99**  
**COURS CIBLE: C\$525.00**  
**RENDEMENT POTENTIEL: 28%**

**Données boursières:**

Fourchette 52 semaines (CA\$)	\$319.37 - \$637.11
Actions en circulation (M)	26.3
Capitalisation boursière (M CA\$)	\$11,008

**Clôture de l'exercice: 31 décembre**

(M\$)	2019A	2020E	2021E
<b>Produits de souscription</b>	\$394.5	\$287.7	\$623.7
<b>Bénéfice d'exploitation</b>	\$1,107.5	\$834.7	\$1,225.9
<b>Bénéfice avant impôt</b>	\$2,232.7	(\$453.2)	\$1,643.7
<b>Impôt sur le bénéfice</b>	(\$261.5)	(\$35.0)	(\$368.4)
<b>Bénéfice net</b>	\$2,004.1	(\$294.5)	\$1,261.6
<b>Cours/Bénéfice</b>	4.5x	-23.2x	7.1x
<b>BPA d'exploitation</b>	\$69.8	(\$13.6)	\$44.7

**Trimestre clos le 30 juin 2020**

Valeur comptable par action	\$0.73
Cours/Valeur comptable	10.0x
Dividende annuel par action (déclaré)	\$0.02
Rendement du dividende	0.0%

Données des états financiers en USD, sauf indication contraire.

Source : Rapports de la société, FBN, Refinitiv



**Jaeme Gloyn, CFA**

416.869.8042

jaeme.gloyn@nbc.ca

**Adjoint:**

**Julia Gul**

416 869 7495

julia.gul@nbc.ca

## Cote: Rendement supérieur

Assurances: Équipondérer  
(Groupe Économie et Stratégie FBN)

## Fairfax Financial Holdings

### PROFIL

Ayant son siège social à Toronto et fondée en 1985, 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 de la VC par action d'environ 8% 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 \$13.8 milliards en 2019, 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 (autour de 5%) et un rendement constant des ratios combinés (moyenne à long terme de 97%).

### Mise à jour COVID

- **La direction croit que les risques liés aux fermetures d'entreprises et à la rémunération des employés sont gérables.** Bien que les risques liés à la COVID ne soient pas encore tous connus, il est encourageant de savoir que, sur les \$392 millions de pertes liées à la crise à ce jour, 70% sont des réserves pour sinistres survenus mais non encore déclarés (IBNR).

- **Les rendements de placements se redressent, mais ils sont encore loin d'être neutres.** FFH a déclaré des gains nets de \$482 millions sur les obligations (resserrement des écarts de taux des obligations de sociétés) et de \$160 millions sur les actions (position longue sur les actions ordinaires et les produits dérivés sur actions). Bien qu'il s'agisse d'une belle reprise, les pertes nettes sur les investissements se chiffrent à \$895 millions depuis le début de l'année – bien loin du rendement neutre. Au cours des prochains trimestres, les filiales autres que d'assurance (pertes d'exploitation avant impôt de \$22 millions au T2 2020) et les investissements dans des associés (pertes de \$23 millions) feront face à des obstacles croissants en raison des politiques de confinement actuellement en place.

### 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 prix des actions; vii) dégradation importante des conditions dans les économies des pays d'implantation; viii) risque de change.

### ÉVALUATION ET RECOMMANDATION

Selon nous, l'action reflète déjà la possibilité de faibles résultats de souscription à court terme, les risques au profit des associés et des filiales autres que d'assurance ainsi qu'une potentielle rechute des marchés boursiers. Nous pensons également que FFH maintiendra les seuils d'endettement et de note de crédit. Nous maintenons notre opinion selon laquelle FFH dégagera des rendements à long terme solides pour les actionnaires. Nous appliquons un ratio C/VC de 0.8 pour obtenir notre cours cible de CA\$25.

24 août 2020

**GWO (TSX) \$25.95**  
**COURS CIBLE: \$25.00**  
**RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ: 3%**

**Données boursières**

Fourchette 52 semaines	\$18.88 - \$35.60
Actions en circulation FDP (M)	928
Capitalisation boursière (M\$)	\$24,287
Pondération dans S&P/TSX composé	0.5%

Fin d'ex.: 31 déc.	2018A	2019A	2020E	2021E
BPA déclaré	\$2.99	\$2.49	\$2.59	\$2.62
Croissance a/a	38%	(17%)	4%	1%
BPA de base	\$2.41	\$2.84	\$2.60	\$2.71
Croissance a/a	(10%)	18%	(9%)	4%
Dividende/action	\$1.56	\$1.65	\$1.75	\$1.75
Moyenne actions ap. dilution	989	947	928	928
Valeur comptable par action	\$22.08	\$21.53	\$22.63	\$23.94
<b>Cours/Valeur comptable</b>	<b>1.2x</b>	<b>1.2x</b>	<b>1.2x</b>	<b>1.1x</b>
<b>Cours/Bénéfice de base</b>	<b>10.9x</b>	<b>9.2x</b>	<b>10.1x</b>	<b>9.7x</b>
Bénéfice net affér. act. ord.	\$2,961	\$2,359	\$2,399	\$2,432
Bénéfice de base (ap. impôt)	\$2,380	\$2,691	\$2,409	\$2,512

**Données financières (au dernier trimestre)**

Cours/Valeur comptable	1.2x
<b>Dividende</b>	
Dividende trimestriel par action	\$0.44
Rendement du dividende	6.7%

Source: Refinitiv, rapports de la société, analyse FBN



**Gabriel Dechaine**  
(416) 869-7442  
gabriel.dechaine@nbc.ca

**Adjoints:**  
**Will Flanigan**  
(416) 507-8006  
will.flanigan@nbc.ca

**Eli Rodney**  
(416) 507-9568  
eli.rodney@nbc.ca

Veillez vous reporter aux informations réglementaires à la fin de ce document pour les informations à communiquer d'ordre général et propres aux sociétés 2, 3, 4, 5, 7.

**Cote: Rendement moyen**

Assurances: Surpondérer  
(Groupe Économie et Stratégie FBN)

**Great-West Lifeco Inc.**

**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.

**POINTS SAILLANTS**

**Le secteur des Garanties collectives encore en bute à des difficultés.** Le secteur des Garanties collectives canadien est une des principales branches de GWO, représentant 24% des bénéfices des 12DM. La croissance du bénéfice de 21% a/a a été impressionnante, bien qu'elle ait été dopée par un taux d'imposition bas. Le résultat technique négatif en termes de morbidité a pesé sur le rendement (p. ex., ratio de prestations de 103% comparativement à 91% l'année précédente) et devrait rester un facteur négatif en raison de la COVID-19 (p. ex., ralentissement économique, isolement social). En outre, une diminution des frais et des remboursements de primes chiffrés à \$42 millions après impôt ont été accordés aux clients ce trimestre. Les deux facteurs peuvent être corrigés par une révision des prix et la relance de l'économie, mais nous croyons que des obstacles émergeront (p. ex., des faillites d'entreprises) au cours de la prochaine année.

**Obstacles à l'investissement : modestes, mais persistants.** Les résultats du T2 2020 de GWO (certes modestes) comprenaient un résultat technique négatif des investissements, dont une perte technique après impôt de \$18 millions due à des dévaluations dans le portefeuille de crédit. GWO prévoit que ces éléments persisteront à moyen terme. Par ailleurs, la société a réduit ses prévisions de rendement de l'immobilier à long terme, entraînant un renforcement des réserves de \$33 millions. Enfin, GWO a confirmé qu'elle pourrait comptabiliser une charge au titre du TRU, le plus probablement au T3 2021. Nous remarquons que la dernière fois qu'une telle charge a été enregistrée remonte à 2019, au montant de \$48 millions (après impôt). Nous estimons une charge modestement plus importante à sa prochaine révision des hypothèses du TRU.

**La vente de GLC en accord avec la stratégie de distribution.** En même temps que ses résultats, GWO a annoncé la vente de sa filiale GLC Asset Management à Mackenzie Financial pour \$175 millions. L'évaluation représente 0.5% de l'ASG de GLC. Parallèlement, GWO a annoncé la création de Canada Life Investment Management (CLIM) qui, pensons-nous, sera une entité de distribution et de conseil, Mackenzie (avec d'autres) devenant sous-conseiller du fonds. GWO devrait enregistrer une plus-value d'environ \$100 millions quand l'affaire sera conclue, ce qui est attendu au T4 2020.

**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 Royaume-Uni, particulièrement le Brexit, en raison d'une exposition supérieure à la moyenne.

**ÉVALUATION**

**Augmentation du cours cible et des estimations.** Nos estimations augmentent pour refléter une diminution de la ponction due aux affaires nouvelles et une croissance de la division Capital & Risk Solutions. Notre cours cible passe à \$25 et est le résultat de l'application d'un ratio C/B de 8 et d'un ratio C/V de 1.1 à nos chiffres de 2021E.

13 octobre 2020

**CTC.A (TSX)** **\$142.30**  
**COURS CIBLE:** **\$128.00**  
**RENDEMENT POTENTIEL:** **-6.8%**

Fourchette 52 semaines	\$157.36 - \$67.15
Actions en circulation (M, ap. dilution)	60.8
Capitalisation boursière (M)	\$8,653.0

Exercice: 31 déc.	2018R	2020E	2021E
Chiffre d'affaires (M)	\$14,534.4	\$13,954.1	\$14,948.2
BAII (M)	\$1,488.8	\$991.9	\$1,299.8
Marge BAII (%)	10.2%	7.1%	8.7%
BPA dilué	\$13.07	\$7.10	\$11.10
C/B	10.9x	20.0x	12.8x

Tous les montants sont en dollars canadiens.

Données financières	au T1 2020
Encaisse (M)	\$2,193.8
Dette nette (M)	\$6,136.1
Dette nette/Capitalisation totale	61%
Valeur comptable par action	\$64.75
Cours/Valeur comptable	2.2x
Rendement du dividende	3.2%

Tous les montants sont en dollars canadiens.

Source: Rapports de la société, FBN, Refinitiv



Source: Refinitiv, NBF

**Vishal Shreedhar**

vishal.shreedhar@nbc.ca

(416) 869-7930

**Adjoints:**

**Ryan Li**

ryan.li@nbc.ca

(416) 869-6767

**Paul Hyung**

paul.hyung@nbc.ca

(416) 507-9009

**Cote: Rendement supérieur**

Vente au détail: Équipondérer  
(Groupe Économie et Stratégie FBN)

**La Société Canadian Tire Limitée**

**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**

**Des ventes solides malgré les pressions de la COVID-19 attestent de la pertinence de la marque**

(1) La direction a fait état d'un certain élan dans la croissance des ventes au détail quand les magasins ont réouvert; CTR (le secteur Détail) a dégagé une croissance des ventes de 20.3% (-1.8% en avril, +25% en mai, +38% en juin); SportCheck Mark's (L'Équipeur) ont enregistré une diminution des ventes de 24.9% et 36.4%, respectivement (+3.2% et +3.4% en juin). Nous nous attendons à des recettes élevées chez CTR au cours des prochains trimestres en raison de l'augmentation des livraisons prévues par les détaillants (reconstitution des stocks). (2) Les ventes électroniques ont atteint >\$600 millions au T2, en hausse d'environ 400% a/a; l'achalandage dans le commerce électronique a augmenté de 75% a/a toutes enseignes confondues (>100% chez CTR). (3) Comme les magasins sont de nouveau largement ouverts, les marges brutes devraient se stabiliser chez SportCheck/Mark's avec la diminution de l'assortiment des ventes par commerce électronique (aux marges typiquement moindres). (4) CTC s'est procuré une facilité de crédit additionnelle de \$710 millions. La société a terminé le trimestre avec \$2.3 milliards de liquidités/titres négociables, dont un tirage préventif de \$700 millions sur la facilité d'achat de billets. (5) La direction a prévenu que l'amélioration des remboursements en souffrance (Services financiers) est probablement due aux subventions et autres formes d'aide gouvernementales.

**FACTEURS DE RISQUE**

Comme la plupart des détaillants canadiens, Canadian Tire reste très sensible à la fluctuation des ventes causée 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**

Notre évaluation repose sur la méthode de la somme des parties. Nous évaluons le secteur Détail à 12.0 fois notre estimation du BPA 2021-2022 de cette unité, le secteur Services financiers, à 7.0 fois notre estimation du BPA 2021-2022 de cette unité et la participation de CTC dans CT REIT à une décote de 10%.

24 août 2020

**L (TSX) \$70.91**  
**COURS CIBLE: \$82.00**  
**RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ: 17.4%**

Fourchette 52 semaines	\$77.00 - \$59.01
Actions en circulation (M)	359.8
Capitalisation boursière (M\$)	\$25,514

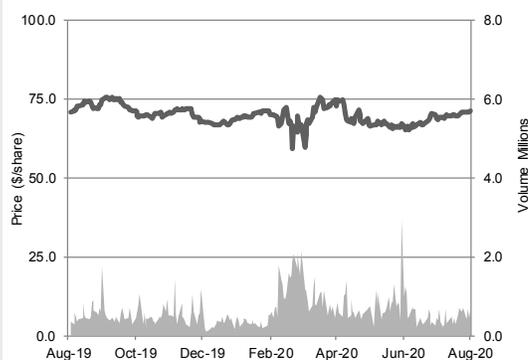
Clôture de l'exercice: 31 décembre

	2019A	2020E	2021E
Ch. d'affaires (M)	\$48,037.0	\$51,855.2	\$50,041.8
BAIIA	\$4,912.0	\$4,992.9	\$5,189.3
BPA (ap. dilution)	\$4.12	\$4.20	\$4.85
C/B	17.2x	16.9x	14.6x

Au T2 2020

Encaisse (M)	\$2,558.0
Dettes totale (M)	\$17,250.0
Dettes nette (M)	\$14,692.0
Dettes nette / Capital	56.5%
Valeur comptable par action	\$31.40
Dividende par action	\$1.26
Rendement du dividende	1.8%

Source: Rapports de la société, FBN, Refinitiv



Source: Refinitiv

**Vishal Shreedhar - (416) 869-7930**  
vishal.shreedhar@nbc.ca

Adjoints:

**Ryan Li - (416) 869-6767**  
ryan.li@nbc.ca

**Paul Hyung - (416) 507-9009**  
paul.hyung@nbc.ca

## Cote: Rendement moyen

Détaillants en alimentation: Équipondérer  
(Groupe Économie et Stratégie FBN)

## Les Compagnies Loblaw limitée

### 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 minimarge. Loblaw est également propriétaire de Shoppers Drug Mart, le plus grand détaillant en pharmacie au Canada.

### FAITS SAILLANTS

#### Évolution du comportement des consommateurs; les FVGA diminuent au T3

(1) La direction continue de s'attendre à ce que le comportement des consommateurs et la répartition des ventes et des marges soient volatils à cause de la pandémie et de la variabilité des différents plans de remise en marche de l'économie dans le pays. Pendant les quatre premières semaines du T3, la croissance des ventes à établissements identiques de la division alimentaire au détail a continué à un rythme élevé (en légère régression) et celle de la division pharmaceutique s'est améliorée par rapport au T2 2020. (2) La demande de produits alimentaires a basculé vers des formats classiques (même tendance que chez EMP), la division Marchés livrant une solide croissance des ventes à établissements identiques de 18.8% comparativement à 4.9% pour la division Minimarge. (3) La croissance des ventes en ligne a été importante, à 280% a/a; nous nous attendons à ce que le commerce électronique continue à un niveau élevé (pénétration depuis le début de l'année d'environ 5%). (4) L a engagé des coûts supplémentaires d'environ \$282 millions liés à la COVID-19 (environ \$180 millions de paie liée à la pandémie). Pendant les quatre premières semaines du T3, ces coûts se sont élevés à environ \$19 millions; L a réduit la paie liée à la pandémie à partir du 13 juin 2020.

### RISQUES

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

### ÉVALUATION

Notre évaluation Loblaw au moyen de la méthode de la somme des parties. Notre cours cible est basé sur 8.0 fois notre estimation du BAIIA du secteur Vente au détail et 6.0 fois notre estimation du BPA du secteur Services financiers, dans les deux cas pour 2021-2022.

26 août 2020

**LSPD (TSX)** Cdn\$43.76  
**COURS CIBLE:** US\$50.00  
**RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ:** 14%

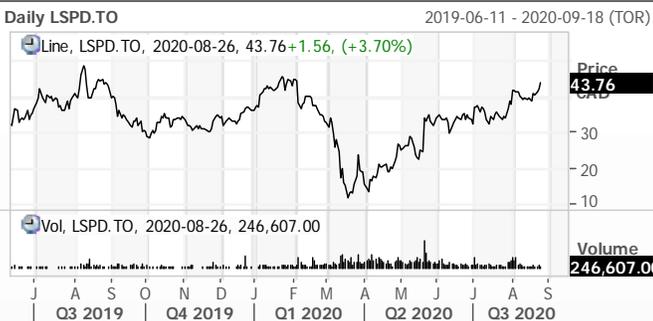
Fourchette 52 semaines	C\$49.70 - C\$10.50
Actions en circulation (M, ap. dil.)	92.5
Capitalisation boursière (M\$)	\$2,802

**Clôture de l'exercice: 31 décembre**

	2020A	2021E	2022E
Ch. d'affaires (M)	\$120.6	\$157.4	\$198.2
BAIIA (M)	(\$21.7)	(\$26.6)	(\$25.6)
BPA ajusté	(\$0.48)	(\$0.50)	(\$0.40)
FPE (M)	(\$28.6)	(\$44.4)	(\$22.1)
FT disponibles (M)	(\$32.2)	(\$46.8)	(\$25.1)
FTD par action	(\$0.37)	(\$0.51)	(\$0.27)

**Données financières**

Liquidités et placements CT (M)	\$204
Dette totale (M)	\$30
Dette nette (M)	-\$174
Dette (Encaisse) nette par action	-\$1.88
Valeur de l'entreprise (M)	\$2,902



Source: Company Reports, Refinitiv, NBF

**Richard Tse – (416) 869-6690**  
 richard.tse@nbc.ca

**Adjoints:**  
**John Shao - (416) 869-7938**  
 john.shao@nbc.ca

**Mihir Raul - (416) 869-8049**  
 mihir.raul@nbc.ca

Veillez vous reporter aux informations réglementaires à la fin de ce document pour les informations à communiquer d'ordre général et propres aux sociétés 2, 3, 4, 5, 7.

**Cote: Rendement supérieur**

Logiciels: Sous-pondérer  
 (Groupe Économie et Stratégie FBN)

**Lightspeed POS Inc.**

**PROFIL (montants en US\$)**

Lightspeed POS 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.

**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 étant donné que sa part de marché est de moins de 1% aujourd'hui.
- 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 clients 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.

**ÉVALUATION**

Notre cours cible basé sur l'actualisation des flux de trésorerie à étapes multiples de CA\$50 (inchangé) table sur un taux de marche normalisé et implique un ratio VE/ventes de 16.7 pour l'exercice 2022E (C21) (inchangé).

**FACTEURS DE RISQUE**

1. Risque de concurrence; 2. Risque d'exécution; et 3. Risque pour la cybersécurité

14 septembre 2020

**LUN (TSX) \$8.36**  
**COURS CIBLE: \$9.75**  
**RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ: 18%**

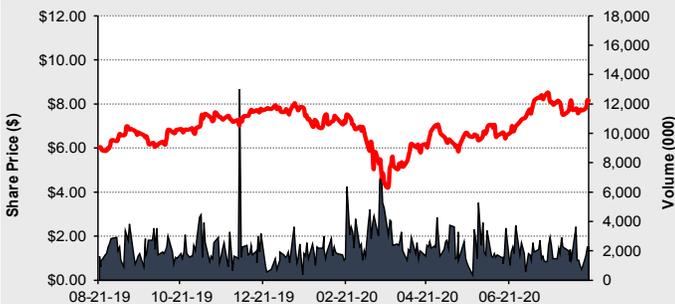
**Données du marché**

Fourchette 52 semaines (CA\$)	\$4.08 - \$8.59
Actions en circulation (M)	734
Actions après dilution (M)	742
Actions entièrement financées (M)	742
Capitalisation boursière (CA\$ M)	\$6,130
Fonds de roulement (US\$ M)	\$364
Dette à long terme (US\$ M)	\$374
Valeur de l'entreprise (US\$ M)	\$4,630
Dividende annuel (CA\$)	\$0.12
Rendement du dividende (%)	1.5%

Exploitation	2019R	2020E	2021E
Production cuivre (t)	206,231	238,672	270,923
Production zinc (t)	152,116	145,371	168,121
Production nickel (t)	13,494	16,207	17,472
Coût cuivre C1 (US\$/lb)	\$1.39	\$1.23	\$1.21
Coût zinc C1 (US\$/lb)	\$0.39	\$0.52	\$0.42
Coût nickel C1 (US\$/lb)	\$2.84	\$0.73	\$0.55

Situation financière	2019R	2020E	2021E
Chiffre d'affaires (US\$ M)	\$1,893	\$2,225	\$2,754
BAlIA ajusté (US\$ M)	\$698	\$997	\$1,352
Bénéfice net ajusté (US\$ M)	\$181	\$277	\$491
FTE - avant fonds de roul. (US\$ M)	\$578	\$867	\$1,171
BPA ajusté (US\$)	\$0.25	\$0.38	\$0.67
FTP A ajustés (US\$)	\$0.79	\$1.18	\$1.59
VANPA (US\$)	\$0.00	\$9.93	\$0.00

Sources: rapports de la société, FBN, Refinitiv



Source: Refinitiv

**Shane Nagle, CFA - (416) 869-7936**  
shane.nagle@nbc.ca

**Adjoints:**

**Lola Aganga, M.Eng - (416) 869-6516**  
lola.aganga@nbc.ca

**Ahmed Al-Saidi - (416) 869-7535**  
ahmed.al-saidi@nbc.ca

Veuillez vous reporter aux informations réglementaires à la fin de ce document.

**Cote: Rendement supérieur**

Métaux et minerais: Équipondéré  
(Groupe Économie et Stratégie FBN)

**Lundin Mining Corp.**

**PROFIL** (montants en CA\$, sauf mention contraire)

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**

Lundin n'a pas subi de perturbations graves de ses activités à cause de la COVID-19 jusque-là, les principaux impacts étant le report du projet ZEP à Neves-Corvo et le retard dans l'exécution du projet d'optimisation du broyage à Candelaria. Lundin reste un choix défensif dans le secteur des métaux communs étant donné la solidité de son bilan, ses antécédents d'affectation prudente des fonds propres et la constance de ses résultats opérationnels.

Sa récente acquisition de Chapada est positive pour tous les paramètres et souligne la capacité de LUN de mettre à profit son expertise pour faire avancer l'exploration/l'expansion à Chapada de la même façon qu'à Candelaria.

La société a révisé ses prévisions internes de l'exploitation pour 2020 en fonction des résultats du 2T en raison de l'impact de la COVID-19 à ce jour, avec des prévisions pour le cuivre de 251,000 à 274,000 tonnes comparativement aux estimations de FBN d'environ 238,700 tonnes Cu. Nous continuons d'anticiper un budget d'exploration dynamique, suivi d'une optimisation du plan de mine et du broyage à Chapada qui doit déboucher sur une amélioration de la production de cuivre.

**FACTEURS DE RISQUE**

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

**ÉVALUATION**

Notre cours cible est basé sur des multiples de 0.90x la VAN (50%) + un ratio VE /FT 2021E (50%) de 5.0 – ce qui concorde avec notre méthodologie de valorisation pour d'autres producteurs de métaux communs que nous suivons. Nous réitérons notre cote Rendement supérieur étant donné la vigueur du bilan de la société, la constance de sa base opérationnelle et ses initiatives continues d'expansion des friches industrielles, dont nous prévoyons qu'elles entraîneront une croissance de la production d'équivalent-cuivre (CuEq) d'environ 7% par an jusqu'en 2023 (avant toute nouvelle initiative d'expansion à Chapada en attendant les succès futurs de la prospection). L'équipe de direction de la société a historiquement fait la preuve de sa prudence dans l'affectation des fonds propres et de sa capacité d'optimiser la valeur à la suite d'acquisitions antérieures.

25 août 2020

**NPI (TSX)** Cdn\$37.26  
**COURS CIBLE:** Cdn\$39.00  
**RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ:** 8%

**CA\$**

Haut 52 semaines	\$37.73
Bas 52 semaines	\$20.52
Actions en circulation (M, ap. dilution)	201.6
Capitalisation boursière (M)	\$7,510

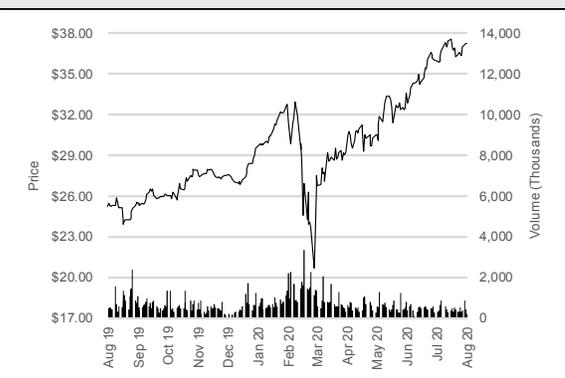
**Fin d'exercice: 31 décembre**

CA\$	2018r	2020e	2021e
Ch. d'affaires (M)	\$1,659	\$2,080	\$2,157
BAIIA ajusté (M)	\$985	\$1,186	\$1,211
LDPD par action	\$1.77	\$1.95	\$2.22
Dividende/action	\$1.20	\$1.20	\$1.20
Rend. dividende	3.2%	3.2%	3.2%
Ratio de distrib.	68%	62%	54%
VE/BAIIA ajusté	12.1x	10.9x	10.2x

**Au 30 juin 2020**

	CA\$
Trésorerie et équivalents de trésorerie (M)	\$409
Dette totale (M)	\$6,417
Dette nette (M)	\$6,008
Dette nette / Capital	0.80
Valeur de l'entreprise (M)	\$13,518

Sources: rapports de la société, Refinitiv, estimations et analyses FBN



Source: Refinitiv

**Rupert Merer, CFA, P.Eng.**

416.869.8008  
rupert.merer@nbc.ca

**Adjoints:**

**Adnan Waheed**  
416.869.6763  
adnan.waheed@nbc.ca

**Hassaan Khan**  
416.869.7538  
hassaan.khan@nbc.ca

**Cote: Rendement supérieur**

Producteurs d'électricité et d'énergies renouvelables indépendants: Équipondérer  
(Groupe Économie et Stratégie FBN)

**Northland Power Inc.**

**PROFIL**

Northland Power détient des participations dans des installations de production de gaz naturel et d'énergie renouvelable d'une capacité opérationnelle totalisant 2,266 MW (nets). La société dispose d'une réserve active de projets de croissance, dont un projet d'énergie solaire d'une capacité de 130 MW en construction au Mexique, soit le projet La Lucha, et un projet de parc éolien en mer d'une capacité de 626 MW (nets) en développement à Taiwan.

**FAITS SAILLANTS**

**DeBu soutient les estimations pour 2020; aucun impact important subi en raison de la COVID-19**

Le projet de parc éolien en mer DeBu, d'une capacité de 269 MW (détenu à 100%), a été achevé le 31 mars 2020. Toutes les turbines sur fondations monopieux produisaient de l'électricité depuis septembre 2019 et, jusqu'à la date de son achèvement, le projet a généré un chiffre d'affaires de plus de €130 millions. Maintenant que sa construction est terminée, le projet est maintenant pleinement opérationnel et devrait contribuer de €145 à €165 millions au BAIIA ajusté en 2020E, qui, selon les prévisions, devrait se situer entre \$1.1 et \$1.2 milliard, la crise de la COVID-19 ne représentant aucun impact important.

**Durée prolongée grâce à l'ajout d'un véhicule à forte croissance**

L'acquisition du projet EBSA permet de prolonger la durée de NPI grâce à des flux de trésorerie perpétuels assortis d'une indexation à l'inflation de la base tarifaire ainsi qu'au potentiel de croissance des investissements fondés sur la base tarifaire à l'avenir (avec une hausse du PIB de 3.5% et une croissance démographique rapide). Grâce à cela, les flux de trésorerie revenant à NPI devraient croître avec le temps. NPI pourrait aussi prendre de l'expansion en Amérique latine en exploitant ses plateformes existantes en Colombie et au Mexique.

**Un vaste filet pour assurer la croissance future**

Nous nous attendons à ce que le projet d'énergie solaire La Lucha au Mexique de 130 MW soit terminé au deuxième semestre de 2020. À Taiwan, NPI continue de développer le sous-projet Hai Long 2B et trois projets en mer d'une capacité totalisant 1,044 MW, et s'attend à conclure les CAE au deuxième semestre de 2020. Outre ces projets, NPI en est aux premiers stades de développement sur plusieurs autres marchés. Au Canada, elle a acquis le parc éolien en mer NaiKun situé dans le nord-ouest de la Colombie-Britannique. En Asie, elle a formé une coentreprise au Japon pour assurer le développement de projets de parcs éoliens au large des côtes (actuellement, environ 600 MW sont garantis) et a acquis une société de développement de parcs éoliens en mer en Corée du Sud aux côtés d'un partenariat existant avec la société sud-coréenne KEPCO E&C, société d'ingénierie et de conception de centrales électriques. La société a l'intention de financer la croissance en grande partie au moyen des capitaux générés à l'interne.

**FACTEURS DE RISQUE**

**Enlèvement:** La société génère l'essentiel de son chiffre d'affaires par des contrats fixes et est, par conséquent, exposée à des risques et des incertitudes concernant les enlèvements de sa production. Certains contrats d'enlèvement sont passés avec des entités gouvernementales tributaires de changements politiques.

**Fiscalité/Réglementation:** La société n'est actuellement pas assujettie à des impôts à payer à court terme sur l'ensemble de son bénéfice. Avec des modifications des règles fiscales ou la consommation de ses avoirs fiscaux, elle pourrait voir augmenter les impôts qu'elle doit payer.

**Taux de change:** La société génère une partie importante de son chiffre d'affaires en monnaies étrangères. Elle établit à l'occasion des couvertures de change, mais n'élimine pas totalement le risque de change.

**Production:** La valorisation dépend de la production future prévue des ressources renouvelables. La production est variable et pourrait être inférieure aux estimations.

**ÉVALUATION**

Notre cours cible repose sur la méthode d'actualisation des flux de trésorerie à long terme, avec un coût du capital de 5.25% appliqué aux FTE, et inclut \$5 par action de plus-value.

7 août 2020

**QBR.B (TSX) \$32.51**  
**COURS CIBLE: \$39.00**  
**RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ: 22.4%**

**Données boursières**

Fourchette 52 semaines (CA\$)	\$34.27 - \$25.00		
Bloomberg/Reuters:	QBR/B CN/ca,QBR'b		
<b>(Ex. 31 déc.)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
Ch. d'affaires (M)	\$4,294	\$4,238	\$4,396
BAIIA (M)	\$1,880	\$1,929	\$1,997
BPA hors charg.	\$2.24	\$2.29	\$2.45
C/B	12.8x	12.6x	11.7x
VE/BAIIA*	7.0x	6.6x	6.2x
FTD par action	\$2.01	\$2.45	\$2.57
Rend. FTD	7.0%	8.5%	9.0%

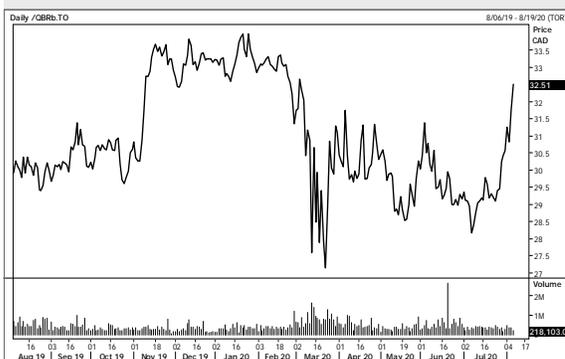
\* Selon dette nette prévue + obl. convertibles

**Données financières**

**au 31 décembre 2019**

Actions en circulation (M)	251.5
Flottant (M)	173.0
Valeur au marché (M)	\$7,215
Dette nette + titres convertibles (M)	\$6,472
Actions ordinaires (M)	\$1,170
Dette nette/Capital	82.6%
Ratio d'endettement (incl. anciennes obl. conv.)	2.8x
VCPA / Cours/VCPA	\$4.27/6.7x
Dividende/Rendement	\$0.80/2.8%

Source : Rapports de la société, Refinitiv, estimations FBN



Source: Refinitiv

**Adam Shine, CFA**  
514.879.2302  
adam.shine@nbc.ca

**Adjoints:**  
**Luc Troiani, CFA**  
416.869.6585  
luc.troiani@nbc.ca

**Ahmed Abdullah, CFA**  
514.879.2564  
ahmed.abdullah@nbc.ca

**Cote: Rendement supérieur**

Services de télécommunications: Équipondérer  
(Groupe Économie et Stratégie FBN)

**Québecor inc.**

**PROFIL**

Québecor inc. (QBR) est la société de gestion de Québecor Média (QMI), société fermée. Québecor Média est composée de trois secteurs : Télécommunications, y compris Vidéotron, Média, y compris TVA (Radiodiffusion, Magazines et MELS) et les activités d'édition de journaux de Québecor, et Sports et divertissement. Les Placements Péleadeau inc. contrôle 64.7% des droits de vote et 27.1 % des actions de Québecor inc.

**FAITS SAILLANTS**

**Tirer parti de la vigoureuse entreprise de câblodistribution, qui pose les fondements de l'équation, ainsi que de l'entreprise 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. Grâce à ses actifs de câblodistribution et de radiodiffusion (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 continues d'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 de production de flux de trésorerie de la société.**

Tout comme ses semblables, Vidéotron exploite l'avantage que lui confère la large bande (les revenus liés à Internet ont dépassé ceux liés à la télévision au T2 2017) et a élargi sa gamme de produits avec le lancement, le 27 août 2019, de Helix, nouvelle plateforme de télé IP basée sur la plateforme X1, et le lancement d'Internet Fizz, marque à rabais libre-service. Le PMPA par foyer continue de croître grâce aux efforts de Vidéotron pour vendre une offre multiproduits et à l'exploitation de contenu unique en langue française. Alors que l'introduction de l'iPhone le 28 mars 2014 a contribué à la croissance du PMPA des services sans fil durant plusieurs années, l'accent mis récemment 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 défensive de service sans fil libre-service qui a réussi à stimuler l'ajout d'abonnés. 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 jusqu'à 30% au T1 2019 par rapport aux niveaux de l'année précédente, qui se situaient dans la vingtaine. La part du marché du sans-fil de la société au Québec se situe maintenant autour de 19%, la direction étant de plus en plus confiante de peut-être pouvoir dépasser les 25%. Pendant ce temps, le taux de désabonnement demeure relativement stable. Outre la croissance continue observée dans le sans-fil et les avantages d'un déplacement du câble vers Internet, les marges progressent grâce aux efforts continus en vue de réaliser des gains d'efficacité et de bénéficier des économies de restructuration.

**Le secteur Média, confronté à l'évolution des tendances lourdes, quoique petit, demeure un élément stratégique de l'équation.**

Représentant moins d'un cinquième du chiffre d'affaires consolidé estimé pour 2019 et moins de 4% du BAIIA total prévu, le secteur Média s'efforce de diversifier ses activités, alors que ses activités classiques de télévision et d'édition de magazines souffrent d'un ralentissement des marchés publicitaires et de la mutation des comportements des consommateurs, qui nécessitent une restructuration constante pour limiter en partie les pressions à long terme sur le chiffre d'affaires. L'ajout de MELS (auparavant Vision Globale) a offert une certaine diversification au secteur Média, mais cette acquisition a été coûteuse et a eu un effet de dilution important pour les actionnaires minoritaires de TVA. Après avoir affiché un rendement insatisfaisant en 2016, MELS a ensuite rebondi vigoureusement.

**Ratio d'endettement de retour aux niveaux antérieurs à la suite du rachat de la participation de la Caisse et d'autres initiatives stratégiques.**

Au S1 2018, Québecor et QMI ont racheté la participation résiduelle de 18.47% de CDPQ dans QMI pour \$1.69 milliard. À la suite de la transaction, le ratio d'endettement a bondi à 4.0 sur une base pro forma, puis a baissé grâce à une solide production de FTD, soit au moyen du rachat, le 12 octobre 2018, de débentures convertibles d'un capital de \$362.5 millions, qui a été réglé en actions, et de la vente, le 24 janvier 2019, de 4Degrés Colocation pour un montant de \$262 millions (gain de \$118 millions). Après l'achat de spectre dans la bande de 600 MHz dans le cadre de la vente aux enchères de mars 2019, le ratio d'endettement avait grimpé à 3.2 avant de redescendre à 2.8 au T2 2020. Après avoir été très dynamiques, les activités de rachat d'actions ont pris une pause au début de 2019 avant de reprendre en août. Le conseil d'administration continue de viser un ratio de distribution de dividendes correspondant à 30% à 50% des flux de trésorerie disponibles sur une période de trois ans, les dividendes ayant augmenté de 100% en 2018 et de 104% en 2019.

**FACTEURS DE RISQUE**

Parmi les principaux risques auxquels est exposée Vidéotron figurent la concurrence de Bell ainsi que le déploiement de son service de fibres optiques jusqu'au domicile dans la province de Québec, particulièrement à Montréal. Bien que la société gère ses dépenses d'investissement et que celles-ci ne soient pas vouées à augmenter de façon exponentielle à court terme, notre valorisation reste menacée par toute nécessité de dépenser plus que prévu pour renforcer les réseaux de câblodistribution et de service sans fil. En plus de surveiller la santé économique du Québec et de tenir compte des tendances lourdes et des risques liés à la réglementation, il reste à voir s'il est toujours possible qu'une équipe de la LNH vienne s'établir à Québec.

**ÉVALUATION**

**Nous attribuons à QBR la cote Rendement supérieur et un cours cible de \$39.00.**

Notre cours cible repose sur nos estimations de la VAN pour 2021 et 2022, avec des cours VE/BAIIA implicites de 7.9, de 7.5 et de 7.0 d'après nos estimations pour 2020, 2021 et 2022. Ces ratios augmentent d'environ 45 pb lorsqu'on exclut l'actif dérivé inclus dans notre valorisation.



**BANQUE NATIONALE  
DU CANADA**

**MARCHÉS FINANCIERS**

19 août 2020

**TECK.B (TSX); TECK (NYSE) \$16.72 US\$12.68**  
**COURS CIBLE: \$17.50**  
**RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ: 6%**

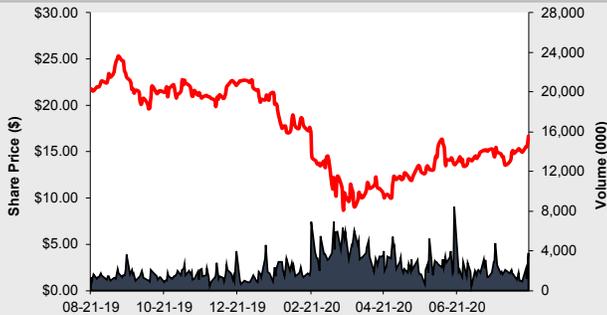
**Données du marché**

Fourchette 52 semaines (CA\$)	\$8.15 - \$25.74	
Actions en circulation (M)	531.0	
Actions après dilution (M)	551.2	
Capitalisation boursière (CA\$ M)	\$8,878	
Fonds de roulement (CA\$ M)	\$1,162	
Dette à long terme (CA\$ M)	\$5,383	
Valeur de l'entreprise (CA\$ M)	\$13,099	
Dividende annuel (CA\$)	\$0.20	
Rendement du dividende (%)	1.2%	

Exploitation	2020E	2021E	2022E
Production de charbon (K t)	21,500	25,500	26,500
Production de cuivre (t)	284,100	297,900	305,600
Production de zinc (t)	876,300	924,500	924,500
Coûts unit. du charbon (CA\$/t)	\$8,400	\$7,400	\$14,200
Coûts unit. du cuivre (US\$/lb)	\$107.00	\$100.00	\$100.00

Situation financière	2020E	2021E	2022E
Chiffre d'affaires (CA\$ M)	\$8,577	\$9,293	\$10,341
BAIIA (CA\$ M)	\$2,153	\$2,789	\$3,440
Bénéfice net ajusté (CA\$ M)	\$217	\$583	\$974
FTE (CA\$ M)	\$1,498	\$2,325	\$2,841
BPA ajusté (CA\$)	\$0.41	\$1.10	\$1.83
FTP A (CA\$)	\$2.80	\$4.38	\$5.35
VANPA (CA\$)	\$26.78		

Sources: rapports de la société, FBN, Refinitiv



Source: Refinitiv

**Shane Nagle, CFA - (416) 869-7936**  
 shane.nagle@nbc.ca

**Adjoints:**  
**Lola Aganga, M.Eng - (416) 869-6516**  
 lola.aganga@nbc.ca

**Ahmed Al-Saidi - (416) 869-7535**  
 ahmed.al-saidi@nbc.ca

**Cote: Rendement moyen**

**Métaux et minerais: Surpondérer**  
 (Groupe Économie et Stratégie FBN)

**Ressources Teck Limitée**

**PROFIL** (montants en CA\$, sauf mention contraire)

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**

Les activités de construction reprennent à QB2, où l'effectif doit augmenter pour revenir aux niveaux d'avant la suspension d'ici la fin d'octobre. Nous avons retardé la production initiale au T4 2022 et ajusté nos coûts des immobilisations à US\$5.5 milliards (auparavant US\$5.3 milliards) étant donné les retards de six mois de la construction à ce jour.

À plus long terme, Teck devrait bénéficier des mesures permanentes de réduction des coûts, d'une croissance endogène dans le secteur du cuivre et de son engagement à reverser du capital aux actionnaires par le biais de son programme de dividende spécial et de rachat d'actions.

Teck a terminé le T2 2020 avec \$336 millions de liquidités et \$5.4 milliards de dettes à long terme – ratio DN/BAIIA de 2.0x. Suivant nos hypothèses de prix des produits de base selon notre scénario de base, nous prévoyons que le ratio DN/BAIIA augmentera à 3.5x d'ici le milieu de 2021 pendant la période de pointe de la construction de QB2, ratio qui aura été touché également par la construction à Neptune et la baisse des ventes de charbon et de zinc tout au long de 2020. Cet endettement de pointe comprend un financement de US\$1.7 milliard (part de Teck) lié au projet QB2, financement qui deviendra sans recours une fois que le projet aura franchi le cap de la production commerciale (estimations FBN : 2e semestre de 2023).

**FACTEURS DE RISQUE**

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

**ÉVALUATION**

Notre cote Rendement moyen repose sur nos prévisions de détérioration des perspectives du charbon à coke et les perspectives de croissance du secteur du cuivre de la société demeurent incertaines en raison de l'incertitude entourant le retour au plein régime de la construction de QB2 à cause des inquiétudes liées à la COVID-19. Bien que le bilan stable de Teck et les initiatives de réduction des coûts puissent renforcer l'exploitation à court terme, une amélioration des prix du charbon et le redémarrage de la construction à plein régime à QB2 sont nécessaires pour soutenir la valorisation actuelle.

Nous calculons notre cours cible de \$17.50 en appliquant un coefficient de 0.85 à la VAN (pondération de 50%) + un ratio VE/FT 2021E de 5.0 (pondération de 50%).

4 septembre 2020

**RCI.B (TSX); RCI (N) \$55.62; US\$42.57**  
**COURS CIBLE: \$67.00**  
**RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ: 24.1%**

**Données boursières**

Fourchette 52 semaines (CAD) \$69.24 - \$46.81  
 Bloomberg/Refinitiv: CAD RCI.B CN/ca; RCI.TO

(Fin d'ex. 31 déc.)	2019A	2020E	2021E
Ch. d'affaires (M)	\$15,073	\$13,608	\$14,665
BAIIA (M)	\$6,212	\$5,495	\$6,111
BPA ajusté	\$4.13	\$2.91	\$3.81
C/B	13.5x	19.2x	14.7x
VE/BAIIA*	7.5x	8.2x	7.1x
FTD/action	\$4.50	\$4.50	\$4.81
Rend. FTD	8.1%	8.1%	8.6%

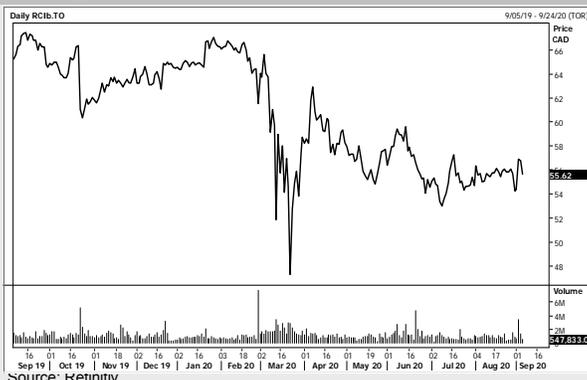
\* Selon est. de dette nette, titrisations, actions privilégiées, part. sans cont.

**Données financières**

au 30 juin 2020

Actions en circulation (M)	504.9
Actions en circulation après dilution (M)	505.9
Valeur au marché (M)	\$28,195
Dette nette (M)	\$16,926
Actions privilégiées (M)	-
Titrisations (M)	-
Participations minoritaires (M)	-
Actions ordinaires (M)	\$9,973
Levier par société	2.9x
VCPA / Cours/VCPA	\$19.75/2.8x
Dividende annualisé	\$2.00
Rendement du dividende	3.6%

Sources: rapports de la société, Refinitiv et estimations FBN



**Adam Shine, CFA**  
 514.879.2302  
 adam.shine@nbc.ca

**Adjoints:**  
**Luc Troiani, CFA**  
 416.879.6585  
 luc.troiani@nbc.ca

**Ahmed Abdullah, CFA**  
 514.879.2564  
 ahmed.abdullah@nbc.ca

**Cote: Rendement supérieur**

Services de communications: Équipondérer  
 (Groupe Économie et Stratégie FBN)

**Rogers Communications Inc.**

**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**

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 ces dernières années. Cela dit, le taux de rotation des services postpayés s'est amélioré ces derniers trimestres, exclusion faite d'un problème technique au T4 2017 et de la concurrence accrue du deuxième semestre de 2019. Suite aux pressions exercées du fait de la baisse des tarifs d'itinérance et de l'adoption de plans tarifaires simplifiés, le PMPA des services postpayés croît de nouveau depuis le T4 2014. Ceci, associé à la reprise des ajouts nets d'abonnés aux services postpayés, qui ont surpris grandement du T2 2016 au T4 2018 (en excluant toujours le problème technique), contribue à accélérer la croissance des revenus liés aux services et du BAIIA. L'augmentation des dépenses liées à l'ajout et la fidélisation des clients comprime toujours les marges. 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 par la clientèle trois fois plus rapide que prévu et des résultats décevants au deuxième semestre de 2019, qui ont donné lieu à une révision à la baisse des prévisions internes pour 2019. Les chiffres devraient s'améliorer au deuxième semestre de 2020, quand la courbe en J aura suivi l'orientation anticipée (à l'exclusion de l'impact de la COVID-19).

**La suprématie de la câblodistribution en Ontario remise en cause 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. Bien que Bell continue de déployer des services de télévision IP dans le cadre d'une offre bonifiée avec le déploiement en cours de la fibre, Rogers dispose toujours d'un réseau supérieur à peu près partout où l'entreprise est présente. Même si la société a observé une augmentation de ses pertes d'abonnés aux services de télévision de base en 2013-2015 en raison des offres promotionnelles très attrayantes proposées par Bell, comme la substitution par le sans-fil touche sa base de clients des services téléphoniques, Rogers a commencé à mieux tirer parti de l'avantage que lui confère la large bande et a observé une baisse de ses pertes nettes d'abonnés aux services de câblodistribution sur 12 mois au premier semestre de 2016 et un vigoureux revirement au deuxième semestre de 2016, où des ajouts nets ont été enregistrés pour la première fois en deux ans et demi. 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 des actifs stables 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 reste bien positionné 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 les défis structurels persistent, une nouvelle approche est étudiée dans la publication. Les contributions de l'entente de 12 ans de la société avec la LNH sont surveillées de près dans le cadre des notations et des perspectives de croissance du bénéfice. En attendant, les actifs Sportsnet soutiennent toujours la croissance grâce à la LNH et aux victoires des Blue Jays.

**Hausse du dividende au T4 2018 pour la première fois depuis 2015**

En 2016, le marché a toléré que la société ne relève pas son dividende. En 2017, Rogers a justifié le maintien de son dividende par l'arrivée d'un nouveau chef de la direction, qui n'avait cependant pas encore eu lieu. La hausse du dividende en 2018 a été annoncée en même temps que les résultats du T4 et est une bonne nouvelle, car elle reflète la confiance que la société place dans sa croissance, ainsi que sa position solide en matière d'endettement. Cela dit, Rogers a indiqué qu'elle privilégierait à l'avenir les rachats d'actions plutôt que les hausses annuelles du dividende.

**FACTEURS DE RISQUE**

La croissance économique pourrait ralentir au Canada ou dans la province où la société 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 \$67.**

Notre cours cible repose sur notre estimation des FT actualisés pour 2020 et 2021 et de la VAN pour 2021 et 2022, et correspond à un ratio VE/BAIIA implicite de 9.2, 8.1 et 7.5 d'après nos estimations pour 2020, 2021 et 2022, respectivement.

24 août 2020

**SAP (TSX) \$34.23**  
**COURS CIBLE: \$41.00**  
**RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ: 22%**

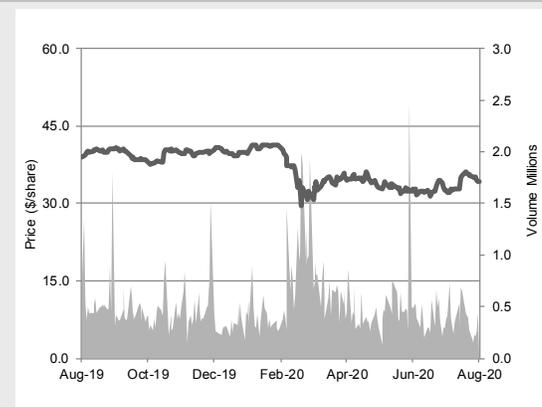
Fourchette 52 semaines	\$41.95 - \$29.31
Actions en circulation (M)	410.1
Capitalisation boursière (M)	\$14,038

Clôture de l'exercice: 31 mars

	F2020A	F2021E	F2022E
Ch. d'affaires (M)	\$14,943.5	\$15,618.1	\$15,896.8
BALIA (M)	\$1,467.8	\$1,594.6	\$1,802.5
BPA ap. dilution	\$1.80	\$1.94	\$2.36
C/B	19.0x	17.6x	14.5x
VE/BALIA	12.0x	11.1x	9.8x

Au T1 2021

Liquidités (M)	\$536
Dettes totales (M)	\$4,160
Dettes nettes (M)	\$3,625
Dettes nettes/Capital	36.0%
Valeur comptable par action	\$15.68
Dividende	\$0.70
Rendement du dividende	2.0%



Source: Rapports de la société, Refinitiv, FBN

**Vishal Shreedhar - (416) 869-7930**  
vishal.shreedhar@nbc.ca

**Adjoints:**  
**Ryan Li - (416) 869-6767**  
ryan.li@nbc.ca

**Paul Hyung - (416) 507-9009**  
paul.hyung@nbc.ca

## Cote: Rendement moyen

Produits alimentaires, boissons et tabac: Équipondérer  
(Groupe Économie et Stratégie FBN)

## Saputo Inc.

### PROFIL

Saputo produit, commercialise et distribue une vaste gamme de 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

**Le secteur américain retient l'attention alors que la volatilité du marché demeure élevée**

(1) Après les résultats du T1, la direction semblait plus positive dans ses perspectives. À titre de référence, le Canada continue de profiter de ventes élevées de fluides (en particulier dans le commerce de détail), l'Australie est sur le point de profiter d'une augmentation de la production et de la prise en charge de lait et la grande exposition de l'Europe au secteur détail continue d'être un avantage net pour la société. Cependant, le rendement pour l'exercice 2021 sera dicté par les résultats du secteur américain; certains thèmes clés présèderont à la reprise du circuit des services alimentaires (en baisse d'environ 70%-80% a/a comparativement à des creux de -50%; la réussite du redémarrage de l'économie est cruciale) et les prix des denrées (volatils avec une pression à la baisse étant donné les stocks excédentaires de produits laitiers). (2) Saputo a aussi annoncé la fusion de ses deux divisions américaines (Cheese, Dairy Foods), créant une plate-forme plus souple; l'unité opérationnelle fusionnée servira plus efficacement ses marchés, avec des gains de synergie escomptés (non quantifiés pour le moment).

### Maintien de la thèse

Aors que nous continuons de croire que le rendement à long terme sera soutenu par l'intégration réussie des acquisitions et les améliorations continues de l'efficacité, les perspectives de Saputo à court terme seront compliquées par les craintes entourant l'impact de la COVID-19 sur la demande de services alimentaires et les gains d'efficacité de la chaîne d'approvisionnement. Nous restons sur la touche en attendant que SAP soit en mesure de générer une progression du rendement du secteur américain.

### FACTEURS DE RISQUE

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

### ÉVALUATION

Notre cours cible pour Saputo correspond à 17.0 fois notre estimation du BPA des exercices 2022 et 2023.

14 septembre 2020

**SJR.B (TSX); SJR (N) \$24.72; US\$18.77**  
**COURS CIBLE: \$28.00**  
**RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ: 18.1%**

#### Données boursières

Fourchette 52 semaines (CAD)	\$27.69 - \$17.77		
Bloomberg/Refinitiv: CAD	SJR/B / SJR'B-T		
<b>Fin d'ex.: 31 août</b>	<b>2019a</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>
Ch. d'affaires (M)*	\$5,340	\$5,371	\$5,419
BAIIA (M)*	\$2,154	\$2,372	\$2,430
BPA ajusté*	\$1.29	\$1.27	\$1.39
C/B	19.1x	19.5x	17.8x
VE/BAIIA	7.8x	7.7x	7.4x
FTD par action	\$1.05	\$1.42	\$1.58
Rendement des FTD	4.3%	5.7%	6.4%
C/FTD	23.5x	17.4x	15.6x

\* Activités poursuivies seulement

#### Données financières

au 31 mai 2020

Actions en circulation (M)	513.0
Flottant (M)	461.4
Valeur de marché (M)	\$12,681.0
Dette nette selon le bilan (M)	\$5,426.0
Actions privilégiées (M)	\$293.0
Avoir des actionnaires ordinaires (M)	\$6,249.0
Levier par entreprise	2.4x
VCPA / Cours/VCPA	\$12.18/2.0x
RCP 2020e	11.1%
Dividende/Rendement	\$1.19/4.8%

Sources: rapports de la société, Refinitiv et estimations FBN



Source: Refinitiv

**Adam Shine, CFA**  
514.879.2302  
adam.shine@nbc.ca

**Adjoints:**  
**Luc Troiani, CFA**  
416.879.6585  
luc.troiani@nbc.ca

**Ahmed Abdullah, CFA**  
514.879.2564  
ahmed.abdullah@nbc.ca

## Cote: Rendement supérieur

Services de communications: Surpondérer  
(Groupe Économie et Stratégie FBN)

## Shaw Communications Inc.

### PROFIL

Shaw Communications Inc. est une société diversifiée des secteurs des communications et des médias et le premier câblodistributeur au Canada par ses unités génératrices de trésorerie. Elle sert environ 3.2 millions de clients abonnés aux services à domicile de télévision, Internet, téléphonie fixe, télécommunications et satellite. Shaw s'est lancée dans le sans-fil en 2016 en se portant acquéreur de Wind (devenue Freedom Mobile le 21 novembre 2016), 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 Optix, a fait déceler sensiblement la croissance du chiffre d'affaires et du BAIIA de Shaw. À la suite d'une évolution décevante des abonnements au T3 2016, Shaw a lancé une promotion Internet énergique à l'été 2016 qui misait sur son service haut débit. Cette opération a permis de clore l'exercice 2016 avec une hausse des abonnés Internet et une diminution des pertes de la télévision. 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.

#### L'initiative de transformation totale des activités a été lancée pour rationaliser le segment de la câblodistribution

L'initiative, lancée au début de 2018, a commencé avec un programme de départs volontaires qui réduira la main-d'œuvre de Shaw de 25% (3,300 employés) au cours des 18 à 24 prochains mois. La société a comptabilisé une charge totale de \$446 millions en 2018. Entre le programme de départs volontaires et d'autres éléments de l'initiative, Shaw compte réaliser des économies en charges d'exploitation et en immobilisations de \$200 millions (répartition 60%/40%) d'ici la fin de 2020, dont \$135 millions en 2019.

#### La vente rentable de ViaWest entretient la trésorerie, tandis que Shaw se recentre sur ses secteurs d'activité essentiels.

L'exploitant de centres de données de Denver a été acquis au début de 2015. En 2016, avec son chiffre d'affaires de \$301 millions et son BAIIA de \$112 millions grâce au taux de change, il avait été le principal moteur de la croissance du chiffre d'affaires de Shaw, tandis que le portefeuille des États-Unis était étoffé de l'acquisition de iNetU le 15 décembre 2015 pour US\$163 millions. Le 13 juillet 2017, Shaw a annoncé avoir conclu une entente pour vendre ViaWest à Peak 10 pour \$2.3 milliards (soit 17.4 fois le BAIIA des 12 derniers mois, 16.5 fois le BAIIA 2017e et 14.5 fois le BAIIA 2018e). La transaction a été clôturée le 1<sup>er</sup> août 2017 pour un produit net d'environ \$900 millions au comptant.

#### Un portefeuille transformé en 2016 avec l'achat de Wind et la vente de Shaw Media.

Le 16 décembre 2015, Shaw a annoncé avoir conclu 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, avoir conclu un accord pour vendre Shaw Media Inc. à Corus pour \$2.65 milliards, soit \$1.85 milliard au comptant et \$71 millions sous forme d'actions de catégorie B de Corus à \$11.21. La vente de Shaw Media (clôturée de 1<sup>er</sup> avril 2016) a permis de financer l'achat de Wind, clôturé le 1<sup>er</sup> mars 2016. Le 21 novembre 2016, Wind a pris le nom de Freedom Mobile et inauguré le service LTE à Toronto et Vancouver le 27 novembre 2016 (la norme LTE a été adoptée à l'automne 2017), tandis que le choix d'appareils LTE continue d'augmenter (iPhone lancé le 8 décembre 2017). Le 24 juillet 2017, Shaw a payé \$430 millions pour acheter des licences de spectre à Québecor de 700 MHz en Alberta, en Colombie-Britannique et dans le sud de l'Ontario et de 2,500 MHz à Vancouver, Calgary, Edmonton et Toronto (environ \$1.01/MHz-POP). Shaw a lancé sa marque de qualité Shaw Mobile en Alberta et en Colombie-Britannique le 30 juillet 2020.

#### Les perspectives pour l'exercice 2020 reflétaient des initiatives en évolution et une hausse des FTD due à une baisse des dépenses en immobilisations.

Shaw s'attendait à un BAIIA d'environ \$2.4 milliards ou une croissance de 4.5%, après un gain de 5.1% ou 5.8% sur une base endogène. Les FTD devaient, selon la direction, avoisiner \$700 millions, en hausse par rapport à \$545 millions en 2019, \$411 millions en 2018, \$432 millions en 2017 et \$482 millions en 2016, en raison d'une réduction des dépenses d'immobilisations globales d'une année à l'autre. Le budget d'immobilisations de 2020 devrait être de \$1.1 milliard, dont \$335 millions pour le secteur sans fil. Les prévisions ont été retirées dans la publication des résultats du T2 2020 en raison de l'incertitude que créait la crise de la COVID-19, même si Shaw pense toujours pouvoir atteindre ses objectifs antérieurs de FTD et afficher une croissance du BAIIA nulle ou légèrement positive.

### FACTEURS DE RISQUE

Tandis que la croissance de l'économie du Canada ou la présence de Shaw pourraient fléchir, les pressions exercées sur la câblodistribution par les forfaits en télécoms, le passage au sans-fil, les désabonnements ou les abonnements au service de base seulement 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 suivrons également la mise à niveau de Freedom Mobile et l'évolution des stratégies visant à recadrer les affaires.

### ÉVALUATION

#### Nous attribuons au titre la cote Rendement supérieur et un cours cible de \$28.00.

Notre cours cible est basé sur nos estimations des FTA pour 2021 et de la VAN pour 2022, et implique un ratio VE/BAIIA de 8.4, 8.1 et 7.6 d'après nos estimations pour 2020, 2021 et 2022, respectivement.

26 août 2020

**SHOP(T); SHOP(N)** Cdn\$1415.00; US\$1075.88  
**COURS CIBLE:** US\$1,250.00  
**RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ:** 16%

Fourchette 52 semaines	\$1107.92 - \$282.08
Actions en circulation (M, ap. dil.)	122.7
Capitalisation boursière (M\$)	\$134,744

Clôture de l'exercice: 31 décembre

	2019A	2020E	2021E
Ch. d'affaires (M)	\$1,578	\$2,578	\$3,144
BAIIA (M)	\$71	\$151	\$342
BPA ajusté	\$0.30	\$1.82	\$2.76
FPE (M)	\$71	\$192	\$245
FT disponibles (M)	\$14	\$149	\$175
FTD par action	\$0.11	\$1.22	\$1.42

Données financières

Liquidités et placements CT (M)	\$4,001
Dette totale (M)	\$0
Dette nette (M)	-\$4,001
Encaisse par action	\$32.59
Valeur de l'entreprise (M)	\$130,743



Source: Company Reports, Refinitiv, NBF

**Richard Tse – (416) 869-6690**  
 richard.tse@nbc.ca

Adjoints:

**John Shao - (416) 869-7938**  
 john.shao@nbc.ca

**Mihir Raul - (416) 869-8049**  
 mihir.raul@nbc.ca

## Cote: Rendement supérieur

Services informatiques: Sous-pondérer  
 (Groupe Économie et Stratégie FBN)

## Shopify Inc.

### PROFIL (montants en US\$)

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 1,000,000 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.

### ÉVALUATION

Notre cours cible de \$1,250 basé sur l'actualisation des flux de trésorerie (inchangé) implique un ratio VE/Ventes de 47.5 d'après nos prévisions de 2021E (inchangé).

### FACTEURS DE RISQUE

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

21 août 2020

<b>TRI (TSX)</b>	<b>\$100.99</b>
<b>TRI (NYSE)</b>	<b>\$76.33</b>
<b>COURS CIBLE:</b>	<b>\$96.00</b>
<b>RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ:</b>	<b>(2.9%)</b>

**Données boursières**

Fourchette 52 semaines (CAD)	\$109.99 - \$75.91		
Fourchette 52 semaines (US)	\$82.50 - \$52.23		
Bloomberg/Refinitiv: CAD	TRI CN / TRI-T		
Bloomberg/Refinitiv: US	TRI US / TRI-US		
<b>(Fin d'ex.: 31 déc.)</b>	<b>2019a</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>
Ch. d'affaires <sup>1</sup> (M)	\$5,906	\$5,971	\$6,242
BAIIA <sup>1,2</sup> ajusté (M)	\$1,493	\$1,913	\$2,010
BPA <sup>1,2</sup> (hors amort.)	\$1.29	\$1.78	\$1.82
C/B <sup>3</sup>	59.4x	42.9x	41.9x
VE/BAIIA <sup>1,3</sup>	27.3x	21.3x	20.0x
FT disponibles <sup>2</sup> (M)	\$159	\$1,026	\$1,258
FTD par action	\$0.32	\$2.06	\$2.52

<sup>1</sup> Exclut AFR, considérée maintenant comme une activité abandonnée

<sup>2</sup> Bénéfice hors charges de restructuration. FTD touchés par des postes.

<sup>3</sup> DN, swaps et couvertures prévisionnels

**Données financières au 30 septembre 2019**

Actions en circulation (M)	496.3
Flottant (M)	168.7
Capitalisation boursière (M\$)	\$37,883.9
Dette nette hors swaps (M)	\$2,873.0
Fonds propres en actions ordinaires (M)	\$9,309.0
Dette nette/capital	23.6%
VCPA / cours/VCPA	\$18.76/4.1x
RCP 2019e	9.8%
Dividende / Rendement	\$1.52/2.0%

Sources: rapports de la société, Refinitiv et Financière Banque Nationale



Source: Refinitiv

**Adam Shine, CFA**  
514.879.2302  
adam.shine@nbc.ca

**Adjoints:**  
**Ahmed Abdullah, CFA**  
514.879.2564  
ahmed.abdullah@nbc.ca

**Luc Troiani, CFA**  
416.869.6585  
luc.troiani@nbc.ca

Veuillez vous reporter aux informations réglementaires à la fin de ce document.

**Cote: Rendement moyen**

Services commerciaux et professionnels: Sous-ponderer  
(Groupe Économie et Stratégie FBN)

**Thomson Reuters Corporation**

**PROFIL (montants en US\$, sauf indication contraire)**

Thomson Reuters est la principale source mondiale d'information 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 évolue progressivement**

Autrefois une entreprise qui s'apparentait davantage à un conglomérat, TRI, sous l'impulsion de son équipe de direction, s'oriente à présent vers une société plus rationalisée, à la stratégie unifiante, plus concentrée sur l'offre aux clients, l'amélioration de la communication entre les différents services et une meilleure utilisation des ressources.

**Blackstone acquiert 55% du secteur Activités financières et risque (aujourd'hui Refinitiv); mise à jour des perspectives en fonction de la COVID**

Le 1<sup>er</sup> octobre 2018, Blackstone a acquis une participation de 55% dans le secteur Activités financières et risque (AFR), pour une contrepartie de \$17 milliards (\$3 milliards de liquidités et \$14 milliards sous forme de nouveaux titres d'emprunt et de nouvelles actions privilégiées, le tout devant être financé par le partenariat). L'Office d'investissement du régime de pensions du Canada et GIC ont investi de concert avec Blackstone. Le secteur Activités financières et risque était évalué à \$20 milliards, soit un ratio VE/BAIIA de 11.5 pour cette opération. Le produit de la vente a été utilisé de la façon suivante: 1) remboursement de \$4 milliards sur la dette pour ramener le ratio d'endettement sous la cible de 2.5 (TRI compte conserver le montant *pro forma* et excédentaire pour le réinvestir), 2) paiement d'impôts sur la transaction et de frais de transaction et autres de \$1 milliard, 3) \$2 milliards pour des investissements exogènes (fusions et acquisitions) afin de développer les secteurs Droit et Fiscalité et comptabilité et 4) distribution de \$10 milliards aux actionnaires au moyen d'une offre de rachat importante de \$6.5 milliards, d'un programme de rachat dans le cours normal des activités de \$1.2 milliard et d'une distribution de capital de \$2.3 milliard. La société ne procédera pas à une répartition proportionnée du secteur Activités financières et risque. Étant donné le fardeau de la dette lié à la création du partenariat, l'apport initial en capitaux du secteur Activités financières et risque devrait être négligeable. TRI a réorganisé ses divisions autour de 3 segments principaux, à savoir Professionnels du droit, Sociétés et Professionnels de la fiscalité. Reuters News et Global Print appartiennent maintenant à deux segments distincts. Il apparaît clairement que la nouvelle segmentation des activités de TRI est davantage centrée sur les clients (auparavant sur les produits); la direction pense que cela lui permettra de répondre mieux et plus vite aux besoins en mutation des clients, de réaliser des ventes croisées et d'augmenter ses ventes, de séduire de nouveaux clients, en particulier à la borne inférieure des segments, et de fidéliser davantage les clients existants. TRI a produit des scénarios pour 2020 sur la base d'une reprise économique graduelle commençant en juillet, en octobre et en janvier prochain et a mis à jour ses prévisions internes sur la moyenne des deux premiers. La croissance des revenus totaux doit être de 1%-2% (auparavant évaluée à 4.5%-5.5%) avec une baisse de 100 pb à cause d'événements Reuters annulés, de 100 pb à cause de retards d'installation pour les ventes transactionnelles chez Elite, de 100 pb à cause de la diminution des ventes nettes chez les 3 Grands et de 50 pb pour le secteur Global Print. Marge de BAIIA à 31%-32% (auparavant 31.5%-32.0%). FTD d'environ \$1G \$1.1G (auparavant au moins \$1.2G), le fonds de roulement étant affecté par certains problèmes de recouvrement.

**London Stock Exchange Group devrait racheter Refinitiv 82.5 millions d'actions**

Le 1<sup>er</sup> août 2019, les actionnaires de Refinitiv ont signé une entente pour céder les activités au London Stock Exchange Group (LSEG) au cours d'une transaction en actions uniquement qui évalue Refinitiv à \$27 milliards (comparativement à \$20 milliards au moment de la transaction Blackstone), de sorte que TRI détiendra une participation *pro forma* de 15% dans LSEG (TRI recevra 82.5 millions d'actions). La transaction est subordonnée à l'approbation des autorités de réglementation et des actionnaires et devrait être close à la fin de 2020 ou au début de 2021.

Changement de chef de la direction/des finances le 15 mars, plus tôt que prévu.

Steve Hasker remplace Jim Smith comme chef de la direction, et Stéphane Bello est remplacé par un ancien de TRI, Mike Eastwood (PVP & chef des finances générales depuis 2016).

**FACTEURS DE RISQUE**

Même si l'exposition au secteur Activités financières et risque et à Refinitiv a été réduite, TRI conservera une participation *pro forma* de 15% dans LSEG et, à ce titre, il faudra continuer de surveiller la pression exercée par les concurrents, les déconnexions répétées et les répercussions du Brexit, qui sont inconnues, tout comme la nature et le calendrier de son exécution. Pour ce qui reste de l'essentiel des activités de la société, Droit et Fiscalité et comptabilité, elles sont davantage concentrées en Amérique du Nord. Par conséquent, il nous faudra surveiller les conséquences des modifications fiscales adoptées dernièrement aux États-Unis et celles d'autres démarches législatives en cours, y compris les projets de déréglementation, afin de déterminer la façon dont elles peuvent modifier la demande de services fiscaux, juridiques et réglementaires. En outre, il faudra suivre de près le niveau d'emploi dans les bureaux d'avocats et les services de comptabilité et de tenue de livres en raison des baisses globales susceptibles d'être causées par les pressions économiques générales ou les difficultés du secteur. Enfin, l'effet de change sur les résultats devrait diminuer après la cession d'une partie des Activités financières et risque, la majeure partie des affaires se faisant désormais dans les Amériques.

**ÉVALUATION**

**Nous attribuons au titre Thomson Reuters la cote Rendement moyen, avec un cours cible de CA\$96.**

Notre cours cible est basé sur notre estimation de la VAN pour 2021e /2022e (taux de change de 1.32), avec un ratio VE/BAIIA implicite 20.4x, 19.1x et 17.8x d'après nos estimations pour 2020e, 2021e et 2022e (élevé en raison de la participation de TRI dans Refinitiv).

## INFORMATION À FOURNIR

**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.

## 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.

Financière Banque Nationale inc., ou un membre de son groupe, détient ou contrôle une participation dans Groupe TMX Limitée (« Groupe TMX ») et a nommé un administrateur au conseil d'administration du Groupe TMX. En vertu de son implication dans le Groupe TMX, chaque agent en placements peut être considéré comme ayant un intérêt économique dans la cotation des titres sur une bourse appartenant au Groupe TMX ou exploitée par celui-ci, y compris la Bourse de Toronto, la Bourse de croissance TSX et la Bourse Alpha. Aucune personne ou entreprise n'est contrainte à acheter des produits ou des services du Groupe TMX ou de ses filiales comme condition à toute offre de produit ou de prestation de services de la part d'un courtier, ou comme condition au maintien d'une offre de produit ou d'un service.

## Analystes de recherche

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

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

## Résidents du Canada

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

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

FBN est membre du Fonds canadien de protection des épargnants.

## Résidents du Royaume-Uni

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

FBN a approuvé le contenu du présent rapport, dans le cadre de sa distribution à des résidents du Royaume-Uni (notamment pour l'application, au besoin, du paragraphe 21(1) de la *Financial Services and Markets Act 2000*). Le présent rapport est fourni à titre indicatif seulement et ne constitue en aucun cas une recommandation personnalisée ni des conseils juridiques, fiscaux ou de placement. FBN et sa société mère, ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle, ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des placements ou des placements connexes qui font l'objet du présent rapport, ou ils peuvent avoir détenu de telles participations ou positions. Ces personnes peuvent à tout moment effectuer des ventes ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de contrepartistes ou de mandataires. Elles peuvent agir à titre de teneurs de marché pour ces placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre,

ou peuvent agir à titre de banque d'investissement ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements et les revenus qui en découlent peuvent autant baisser qu'augmenter, et il se peut que vous ne récupériez pas la somme investie. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur. Si un placement est libellé en devises, les variations de change peuvent avoir un effet défavorable sur la valeur du placement. Il peut s'avérer difficile de vendre ou de réaliser des placements non liquides, ainsi 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*) du Royaume-Uni au sens des règles de la Financial Conduct Authority. FBN est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority au Royaume-Uni, et à son siège social au 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD.

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 SFC ni n'est inscrite auprès de la SFC. Par conséquent, ces entités et leurs employés ne sont pas autorisés à ni n'ont l'intention de : (i) se livrer à une activité réglementée à Hong Kong; (ii) se présenter comme s'ils se 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 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

La Politique de diffusion de la recherche de FBN est disponible sur notre site Web sous les onglets des mentions légales et de la politique de recherche (lien).

<http://www.nbin.ca/cmst/site/index.jhtml?navid=712&templateid=243>

## LÉGENDE DES INFORMATIONS RÉGLEMENTAIRES À COMMUNIQUER DES SOCIÉTÉS

- 2 Financière Banque Nationale Inc. a agi à titre de preneur ferme pour cet émetteur au cours des 12 derniers mois
- 3 Financière Banque Nationale Inc. a fourni des services de banque d'investissement à cet émetteur au cours des 12 derniers mois.
- 4 Financière Banque Nationale Inc. ou un membre son groupe a géré ou cogéré un placement public de titres pour cet émetteur au cours des 12 derniers mois.
- 5 Financière Banque Nationale Inc. ou un membre de son groupe a reçu de cet émetteur une rémunération pour la prestation de services de banque d'investissement au cours des 12 derniers mois.
- 6 Financière Banque Nationale Inc. ou un membre de son groupe a entretenu avec cet émetteur une relation concernant des services autres que des services de banque d'investissement au cours des 12 derniers mois.
- 7 L'émetteur est ou a été client de Financière Banque Nationale Inc. ou d'un membre de son groupe au cours des 12 derniers mois.
- 8 Financière Banque Nationale Inc. ou un membre de son groupe s'attend à recevoir ou a l'intention de demander une rémunération de cet émetteur pour la prestation de services de banque d'investissement au cours des 3 prochains mois.
- 9 À la fin du mois qui a précédé la date de publication du présent rapport de recherche (ou à la fin du mois précédent si la date de publication tombe moins de 10 jours civils après la fin du dernier mois), Financière Banque Nationale Inc. ou un membre de son groupe détenait en propriété véritable 1% ou plus de toute catégorie de titres de participation ordinaires de cet émetteur.
- 10 Financière Banque Nationale Inc. assure la tenue d'un marché pour les titres de cet émetteur au moment de la publication du présent rapport.
- 11 Un associé, un administrateur, un dirigeant ou un analyste de recherche ayant participé directement à la préparation du présent rapport a, pendant les 12 mois qui l'ont précédé, assuré la prestation de services à cet émetteur contre rémunération autre que dans le cours normal des services de conseil en placement ou d'exécution d'opérations de marché.
- 12 Un analyste de recherche, un associé ou toute autre personne (ou toute personne domiciliée avec l'un d'eux) ayant participé directement à la préparation du présent rapport a un intérêt financier dans les titres de cet émetteur.
- 13 Un associé, un administrateur, un dirigeant, un employé ou un mandataire de Financière Banque Nationale Inc. est un dirigeant, un administrateur ou un employé de cet émetteur ou agit en qualité de conseiller de cet émetteur.
- 14 Un membre du conseil d'administration de Financière Banque Nationale Inc. est aussi membre du conseil d'administration ou dirigeant de cet émetteur.
- 15 Une version rédigée du présent rapport a été présentée à l'émetteur afin qu'il en vérifie les faits et des modifications peuvent y avoir été apportées avant sa publication.
- 16 Richard Fortin est membre du conseil d'administration ou est un dirigeant de l'émetteur.
- 19 Patricia Curadeau-Grou est une dirigeante, une administratrice ou une employée ou est membre du conseil d'administration de cette société ou est une conseillère ou une dirigeante de cette société.
- 139 La Banque Nationale agit en qualité de conseiller financier du Cirque du Soleil.

# Bureaux corporatifs

## Montréal Financière Banque Nationale

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

## Toronto National Bank Financial

The Exchange Tower  
130 King Street West  
4<sup>th</sup> Floor Podium  
Suite 3200  
Toronto, ON M5X 1J9  
416 869-3707

## Canada (Sans frais)

1 800 361-8838  
1 800 361-9522

## États-Unis (Sans frais)

1 800 678-7155