



**BANQUE NATIONALE
DU CANADA**

MARCHÉS FINANCIERS

L'avantage familial

**Les sociétés publiques
canadiennes sous
contrôle familial :
pourquoi ont-elles
des rendements
supérieurs?**



Table des matières

Avant-propos	03
1. Introduction	06
2. L'avantage familial	07
› Les entreprises contrôlées par des familles, une locomotive mondiale	07
› La présence mondiale importante des sociétés contrôlées par des familles ..	07
› Les avantages concurrentiels des entreprises contrôlées par des familles ...	08
› Le défi de l'alignement des intérêts des actionnaires et des dirigeants	08
› Moins d'endettement	09
› Moins de rotation de personnel	09
› La contribution à l'économie canadienne des sociétés contrôlées par des familles	10
3. L'indice BNC des entreprises familiales canadiennes : un solide rendement supérieur	11
› Règles de sélection de l'indice	11
› Définition d'une entreprise contrôlée par une famille	11
› Critères quantitatifs de sélection	14
› Profil risque-rendement	17
› Pondérations et répartitions	18
4. Le rendement supérieur et durable des entreprises familiales : mythes et réalité	20
› Les avantages inhérents des entreprises familiales	20
› Les valeurs familiales engendrent une culture d'entreprise plus forte	20
› Concentration sur la rentabilité durable à long terme, clé du succès	21
› Grands défis et enjeux de gouvernance	22
› Planification de la relève : un ingrédient complexe mais crucial du succès ...	22
› Facteurs propres au Canada	23
› Actions à droit de vote multiple et droits des actionnaires minoritaires	23
5. L'affaire de plusieurs générations	24
› Quelques exemples d'entreprises familiales canadiennes multigénérationnelles	24
6. Des entreprises familiales à succès : témoignages	28
Annexe : Rapports de recherche sur l'Indice BNC des entreprises familiales	32

AUTEURS ET COLLABORATEURS :

Angelo Katsoras
Analyste géopolitique

Vincent Joli-Coeur
Vice-président du conseil
Marchés financiers

Philippe Lefebvre Duquette
Associé
Marchés financiers

INDICE BNC DES ENTREPRISES FAMILIALES CRÉÉ PAR :

Nicolas Patard
Directeur principal
Produits dérivés actions

Daniel Straus, M. Fin., PhD
Vice-président
FNB et Recherche sur les produits financiers

Ling Zhang, M. Fin., CFA
Analyste
FNB et Recherche sur les produits financiers

Linda Ma, CFA
Analyste associée
FNB et Recherche sur les produits financiers

Tiffany Zhang, M. Fin., M.A.
Analyste associée
FNB et Recherche sur les produits financiers

CONCEPTION GRAPHIQUE :

Giuseppe Saltarelli

Avant-propos

Les entreprises familiales sont la pierre angulaire de plusieurs économies dans le monde. Que ce soit dans les pays développés ou dans les pays en développement, les sociétés contrôlées par des familles représentent souvent les plus importants employeurs du secteur privé. Sachant traverser avec succès les cycles économiques, ces entreprises ont prouvé leur capacité de dégager des rendements à long terme sur plusieurs générations.

Dans la première édition de **L'AVANTAGE FAMILIAL**, publiée en octobre 2015, nous avons mis en lumière les rendements supérieurs à long terme des sociétés ouvertes canadiennes à contrôle familial. La performance de notre sélection de 30 sociétés canadiennes contrôlées par des familles de différents secteurs et régions dans le pays dépassait l'indice composé S&P/TSX de 120,3 % sur une période de 10 ans. Notre analyse démontrait les rendements supérieurs exceptionnels des sociétés ouvertes canadiennes contrôlées par des familles par rapport à celles dont les actions sont largement répandues dans le public.

Dans notre édition 2018 du rapport **L'AVANTAGE FAMILIAL**, nous dévoilons un nouvel **Indice BNC des entreprises familiales calculé par S&P Dow Jones Indices**, qui suit et mesure le rendement de sociétés canadiennes contrôlées par des familles par rapport à l'indice composé S&P/TSX, le principal indice du marché boursier canadien. Notre indice comprend 43 sociétés et repose sur l'application de filtres quantitatifs objectifs appliqués à un univers d'entreprises publiques fourni par **S&P Dow Jones Indices**, le calculateur de l'indice.

Dans le cadre de ce rapport exclusif, nous avons eu le privilège de nous entretenir avec différents dirigeants d'entreprises familiales canadiennes. Nous sommes fiers de partager leurs opinions et leurs perspectives concernant les sociétés contrôlées par des familles dans la conjoncture actuellement imprévisible pour les entreprises. À l'heure où de nombreuses sociétés subissent de plus en plus de pressions pour produire des rendements à court terme, la Banque Nationale du Canada témoigne de sa confiance dans les perspectives à long terme des sociétés contrôlées par des familles. Ce rapport explique pourquoi les sociétés canadiennes contrôlées par des familles dégagent de meilleurs rendements que les sociétés à actionnariat étendu et donne à nos lecteurs une meilleure compréhension de ces piliers de l'économie canadienne.

Vincent Joli-Coeur
Vice-président du conseil
Marchés financiers

Éric Bujold
Président
Gestion privée 1859

Répartition géographique des 43 sociétés incluses dans l'Indice BNC des entreprises familiales (juin 2017)¹

COLOMBIE-BRITANNIQUE

- Canfor Corporation
- Ivanhoe Mines Ltd.
- Ressources Teck Limitée
- West Fraser Timber Co. Ltd.

ALBERTA

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

ONTARIO

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

¹ D'après le réexamen annuel de juin 2017



**BANQUE NATIONALE
DU CANADA**

Indice des entreprises familiales

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



● **MANITOBA**

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

● **QUÉBEC**

- Alimentation Couche-Tard Inc.
- Bombardier Inc.
- BRP Inc.
- Cascades Inc.
- Cogeco Communications Inc.
- Corporation Financière Power
- Groupe CGI Inc.
- Molson Coors Canada Inc.
- Power Corporation du Canada
- Québecor inc.
- Saputo Inc.
- Le Groupe Jean Coutu (PJC) inc.
- Thérapeutique Knight Inc.
- Transcontinental inc.

● **NOUVELLE-ÉCOSSE**

- Empire Company Limited

1 Introduction

Dans la ville de Komatsu située dans la préfecture japonaise d'Ishikawa se trouve Hoshi Ryokan, un hôtel familial traditionnel dont les propriétaires maîtrisent l'art de préparer les générations futures à prendre la relève de l'entreprise familiale. Fondé en 718, Hoshi Ryokan est dirigé par la même famille depuis quarante-six générations et accueille encore aujourd'hui des visiteurs venant profiter de ses bains thermaux. Il s'agit de la plus vieille entreprise familiale au monde.² Qu'elles soient dirigées par leurs fondateurs ou par la quarante-sixième génération, les entreprises familiales sont orientées vers le long terme et résistent aisément aux périodes de turbulences économiques. Elles forment une composante essentielle de l'économie mondiale et ont une forte incidence positive sur leurs communautés respectives. Cela se vérifie particulièrement au Canada, où plusieurs sociétés contrôlées par des familles ont transmis aux jeunes générations des valeurs familiales pérennes, profondément ancrées dans les cultures des entreprises familiales. Cette orientation à long terme est l'un des principaux facteurs du succès des sociétés contrôlées par des familles.

Les entreprises familiales représentent une composante essentielle de l'économie mondiale et particulièrement de l'économie canadienne. Pendant des décennies, les théoriciens de la gestion et d'autres ont prédit le déclin de la prééminence des sociétés contrôlées par des familles. Malgré ces sombres prévisions, les grandes entreprises familiales cotées en bourse sont non seulement restées un pilier de l'économie mondiale, mais elles ont aussi en grande partie largement dépassé les sociétés à actionnariat étendu.

En termes généraux, pour qu'une société soit considérée comme une entreprise contrôlée par une famille, la famille doit posséder une participation suffisante dans son capital pour avoir une influence importante sur les décisions concernant des questions cruciales comme le choix du chef de la direction et l'orientation stratégique à long terme. Dans le cas des grandes sociétés cotées en bourse, les familles exercent souvent un contrôle au moyen d'actions assorties de droits de vote multiples.

Dans le cadre de l'Indice BNC des entreprises familiales, nous tentons d'appréhender l'influence de la famille grâce à notre définition exclusive du contrôle familial. Dans le chapitre suivant, nous soulignons l'importance systémique des sociétés contrôlées par des familles ainsi que leur avantage concurrentiel.

Photo: Wieland Wagner, Der Spiegel

*Gauche: L'entrée du Hoshi Ryokan
Droite: Le chef de famille, Zengoro Hoshi, et sa fille Hisae posent devant la maison d'été traditionnelle, la suite de luxe de l'hôtel.*

² « Japon: les secrets des plus anciennes entreprises du monde », Le Figaro, 26 octobre 2016



2 L'avantage familial

Les entreprises contrôlées par des familles : locomotives de l'économie mondiale

Jusqu'à récemment, beaucoup s'accordaient à dire que les entreprises familiales étaient mieux adaptées à une époque révolue.³ On estimait généralement que, dans une économie moderne fondée sur des règles, les entreprises contrôlées par des familles seraient reléguées à la marge par la montée en puissance de sociétés cotées en bourse appartenant à une grande diversité d'actionnaires et dirigées par des gestionnaires professionnels. On pensait que les sociétés ouvertes dotées d'une direction professionnelle seraient mieux placées pour mobiliser des capitaux, attirer du personnel hautement qualifié et dégager des profits supérieurs. Comme l'illustre ce rapport, cependant, ces thèses ont largement sous-estimé la capacité de beaucoup de sociétés familiales non seulement de survivre, mais aussi de s'épanouir.

On a par ailleurs aussi souvent commis l'erreur d'associer les entreprises familiales à de petites boutiques de quartier et éclipsé le rôle clé que jouent de grandes sociétés contrôlées par des familles dans l'économie mondiale telles que Volkswagen, LVMH, Walmart, Samsung et Alibaba.

L'omniprésence des entreprises familiales dans le monde

Les sociétés contrôlées par des familles sont une composante cruciale du tissu économique mondial, dont elles représentent environ 80 % des entreprises. Leur taille varie des plus petites entreprises aux plus grandes sociétés du monde. En 2014, McKinsey & Company estimait que les sociétés contrôlées par des familles représentaient 19 % des entreprises de l'indice Fortune Global 500, qui répertorie les plus grandes sociétés par leur chiffre d'affaires. McKinsey définit ces sociétés comme des entreprises dans lesquelles une famille détient au moins 18 % des droits de votes attachés aux actions d'une entreprise et où cette dernière a le pouvoir de nommer le chef de la direction. Parmi toutes les sociétés américaines de l'indice Fortune Global 500, 15 % appartiennent à des familles.

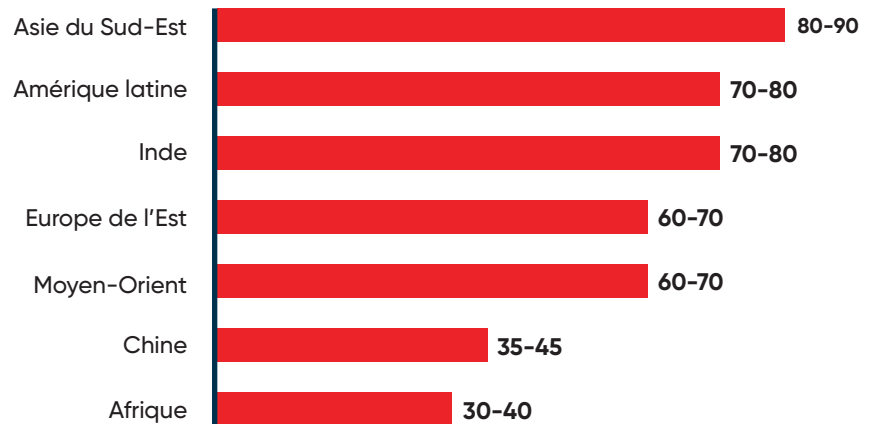
Quant à l'Europe, 40 % de ces sociétés incluses dans l'indice Fortune Global 500 sont contrôlées par des familles. L'Allemagne, en particulier, se démarque à cet égard. Environ 90 % des entreprises allemandes sont dirigées par des familles. En font partie la grande majorité des fabricants de taille moyenne, qui forment ce qu'on appelle le « *Mittelstand* » et qui constituent le moteur des prouesses allemandes dans l'industrie et sur les marchés d'exportation.

Comme le graphique suivant l'illustre, les grandes sociétés contrôlées par des familles jouissent d'une présence encore plus importante dans le monde en développement. Environ 60 % des sociétés du secteur privé dans les pays en développement réalisant un chiffre d'affaires de 1 milliard \$ ou plus étaient contrôlées par des familles en 2010. McKinsey prévoit que, en 2025, environ 40 % des entreprises mondiales générant un chiffre d'affaires d'au moins 1 milliard \$ seront des sociétés contrôlées par des familles des marchés émergents, comparativement à 15 % en 2010.⁴

³ « To have and to hold », *The Economist*, 18 avril 2015

⁴ « The family-business factor in emerging markets », McKinsey & Company, déc. 2014

Proportion (%) des grandes entreprises détenues par des familles⁵



Source : « The family-business factor in emerging markets », McKinsey & Company, décembre 2014

Le Center for Family Business de l'Université de Saint-Gall en Suisse estime que les 500 plus grandes entreprises familiales représentent ensemble 6 800 milliards USD de chiffre d'affaires annuel. Ceci équivaudrait à la troisième plus grande économie du monde après les États-Unis et la Chine.⁶

Les avantages concurrentiels des entreprises contrôlées par des familles

Les principales forces des sociétés familiales, que nous examinerons plus en détail tout au long du rapport, sont notamment la capacité de résister aux pressions du marché pour faire croître le profit à court terme en favorisant les investissements à long terme qui seront rentables pendant des années.

Une enquête réalisée par McKinsey et l'Office d'investissement du régime de pensions du Canada auprès de plus de 1 000 cadres supérieurs dans divers pays et secteurs a révélé les pressions souvent intenses exercées sur les cadres supérieurs pour qu'ils atteignent des objectifs de bénéfice à court terme.

- › 79 % pour cent des cadres interrogés ont dit subir des pressions importantes pour produire des résultats dans un délai de deux ans ou moins.
- › 63 % pour cent estimaient que les pressions en vue d'atteindre des objectifs financiers à court terme avaient augmenté au cours des cinq dernières années.
- › Une majorité des cadres supérieurs ont dit qu'ils choisiraient de ne pas effectuer un investissement en vue d'augmenter les bénéfices de 10 % sur trois ans si cela les empêchait d'atteindre un objectif de bénéfice trimestriel.⁷

Le défi de l'alignement des intérêts des actionnaires et des dirigeants

L'un des plus grands défis des sociétés ouvertes à actionnariat étendu consiste à ce que les dirigeants placent l'intérêt de la société avant leur intérêt personnel. Dans le passé, nombre de spécialistes de la gouvernance d'entreprise estimaient que le meilleur moyen d'aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires était d'amener les gestionnaires à penser plus comme des propriétaires en leur accordant des options d'achat d'actions. La théorie semblait bonne, mais bien souvent elle n'a fait que motiver davantage les gestionnaires à opter pour des mesures à court terme susceptibles de faire monter rapidement le cours des actions au détriment de la rentabilité à long terme et de la durabilité.

⁵ En 2013 ou à la date la plus proche disponible, en fonction de la localisation du siège social

⁶ « Top 500 family businesses firms amount to the third-largest economy in the world », E&Y, juin 2017

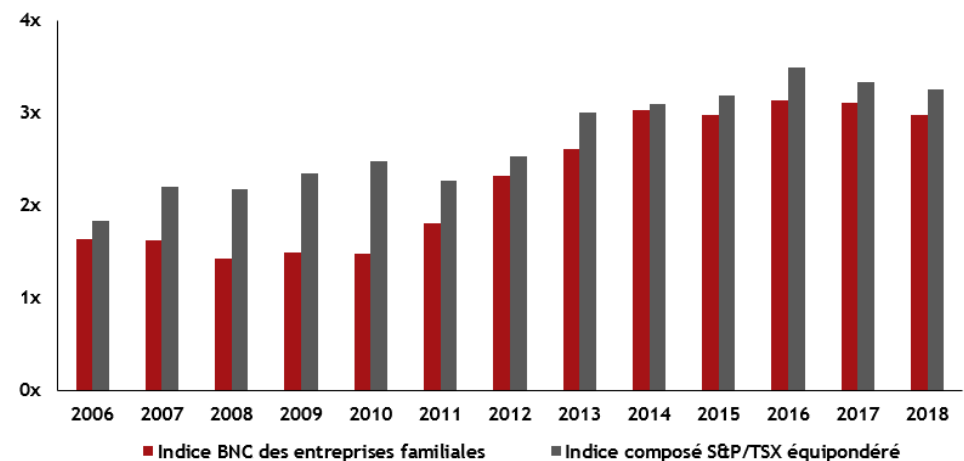
⁷ « Focusing Capital on the Long Term », Régime de pensions du Canada et McKinsey & Company, 26 déc. 2013

En revanche, les sociétés contrôlées par des familles sont bien souvent dirigées par des personnes qui souhaitent transmettre l'entreprise en bon état à la prochaine génération et qui, par conséquent, tendent à être beaucoup plus motivées à responsabiliser les cadres clés. Pour la même raison, le contrôle par une famille accroît aussi la motivation pour investir le temps et les ressources nécessaires dans l'amélioration du rendement à long terme.

Moins d'endettement

Des études publiées par le Boston Consulting Group et par Harvard Business Review ont révélé que les grandes sociétés contrôlées par des familles réussissent en général plus efficacement à maîtriser leur niveau d'endettement que les sociétés à actionnariat étendu.⁸ C'est aussi ce qui se produit au Canada. Cela s'explique en grande partie par le fait que ces entreprises tendent à être beaucoup plus sélectives dans les investissements d'importance et dans les acquisitions d'entreprises. Les sociétés contrôlées par des familles ont plus tendance à associer un accroissement de la dette au risque et non comme une stratégie de création de valeur. Cela les rend beaucoup plus prudentes au moment d'approuver des investissements d'importance en immobilisations. Le contrôle par une famille place aussi bon nombre de ces sociétés en meilleure posture pour résister à la pression d'investisseurs activistes qui veulent les voir dépenser leur trésorerie ou ce qu'ils appellent le « capital oisif ». Grâce à cette attitude généralement prudente à l'égard du niveau de la dette, nombre de sociétés contrôlées par des familles sont généralement en bien meilleure situation financière pour résister à des revers de conjoncture importants, comme la récente crise financière de 2008 durant laquelle l'accès à des réserves de trésorerie a fait la différence.

Ratio Dette nette/BAIIA sur les 12 dernières années



Source: Données de Bloomberg

Nota : Les cas particuliers dont le ratio est supérieur à 10 ont été exclus des moyennes NBCFAM et TSX

Moins de rotation de personnel

Les sociétés contrôlées par des familles ont aussi des taux de rotation du personnel relativement faibles, ce qui leur permet de bénéficier d'une plus grande expérience et du dévouement de leurs employés. Alors que la durée moyenne du mandat des chefs de la direction dans les grandes sociétés américaines est de 4,6 ans, ceux qui ont actuellement la charge des 100 entreprises familiales les plus importantes ont une ancienneté moyenne de 13 ans.⁹

⁸ « What You Can Learn from Family Business », Harvard Business Review, novembre 2012

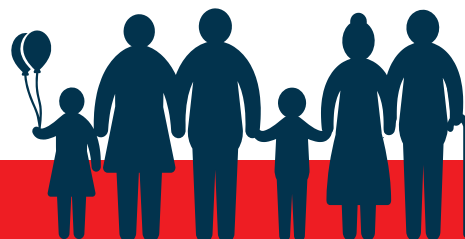
⁹ « Four Lessons Firms Can Learn From Family Businesses », Forbes, 30 avril 2015

La contribution des sociétés contrôlées par des familles à l'économie canadienne

Les entreprises familiales sont la pierre angulaire des économies canadienne et américaine. On estime que près de 90 % des sociétés au Canada et aux États-Unis appartiennent à des familles.¹⁰

L'importance des entreprises familiales en Amérique du Nord

90%



des sociétés en Amérique du Nord sont des entreprises familiales.

Emploient 57% de la main-d'œuvre en Amérique du Nord (plus de 97 millions de salariés)

Génèrent 57% du PIB des États-Unis

60% du PIB du Canada

Créent 70% de tous les nouveaux emplois en Amérique du Nord

Versent 55% des dons de bienfaisance

Source : « Family Business in North America: Facts and Figures », EY Family Business Yearbook, 2014

Selon le groupe Creaghan McConnell, les sociétés canadiennes contrôlées par les 500 familles les plus fortunées représentaient 23 % (ou 313 milliards \$) du chiffre d'affaires de toutes les entreprises moyennes et grandes entreprises en 2013. Ces sociétés assuraient aussi 15 % (1,6 million) des emplois de tout le secteur privé.¹¹

De plus, 10 des 25 plus grands employeurs au Canada sont des sociétés contrôlées par des familles. Les sociétés de l'Indice BNC des entreprises familiales sont implantées dans 6 provinces et emploient le nombre étonnant de 1,1 million de personnes, essentiellement au Canada, mais aussi à l'étranger. Parmi les plus grands employeurs figurent George Weston (195 000), Empire Co. (125 000), Alimentation Couche-Tard (120 000), Canadian Tire (85 000), Groupe CGI (75 000) et Bombardier (69 500).

¹⁰ « Family business in North America: Facts and figures », EY Family Business Yearbook, 2014

¹¹ « Business Families: Building a Brighter Future », Creaghan McConnell Group, 2014

3 L'indice BNC des entreprises familiales : un rendement supérieur

Règles de sélection de l'indice

L'Indice BNC des entreprises familiales *calculé par S&P Dow Jones Indices* (symboles **NBCFAM** et **NBCFAMTR**) suit et mesure le rendement des sociétés canadiennes ouvertes contrôlées par des familles par rapport à celui de l'indice composé S&P/TSX, le principal indice boursier canadien. L'indice comprend actuellement 43 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 exceptionnelle du rendement des sociétés canadiennes contrôlées par des familles sur les sociétés canadiennes ouvertes à actionnariat étendu.



Définition d'une entreprise contrôlée par une famille

On entend par entreprise contrôlée par une famille une entreprise dans laquelle les membres d'une famille exercent une influence importante sur la stratégie à long terme, la planification et les décisions.

Dans le cadre du processus de sélection de l'Indice BNC des entreprises familiales, nous entendons par entreprise contrôlée par une famille toute société qui répond aux critères suivants :

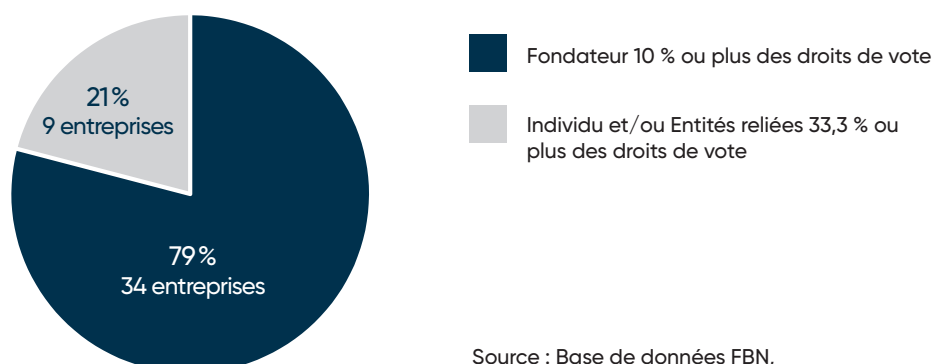
Indice BNC des entreprises familiales – Critères de sélection

La famille fondatrice ou le ou les fondateurs contrôlent, directement ou indirectement, 10 % ou plus des droits de vote;

OU

Un individu et/ou des entités liées contrôlant directement ou indirectement 33,3 % ou plus des droits de vote.

Indice BNC des entreprises familiales

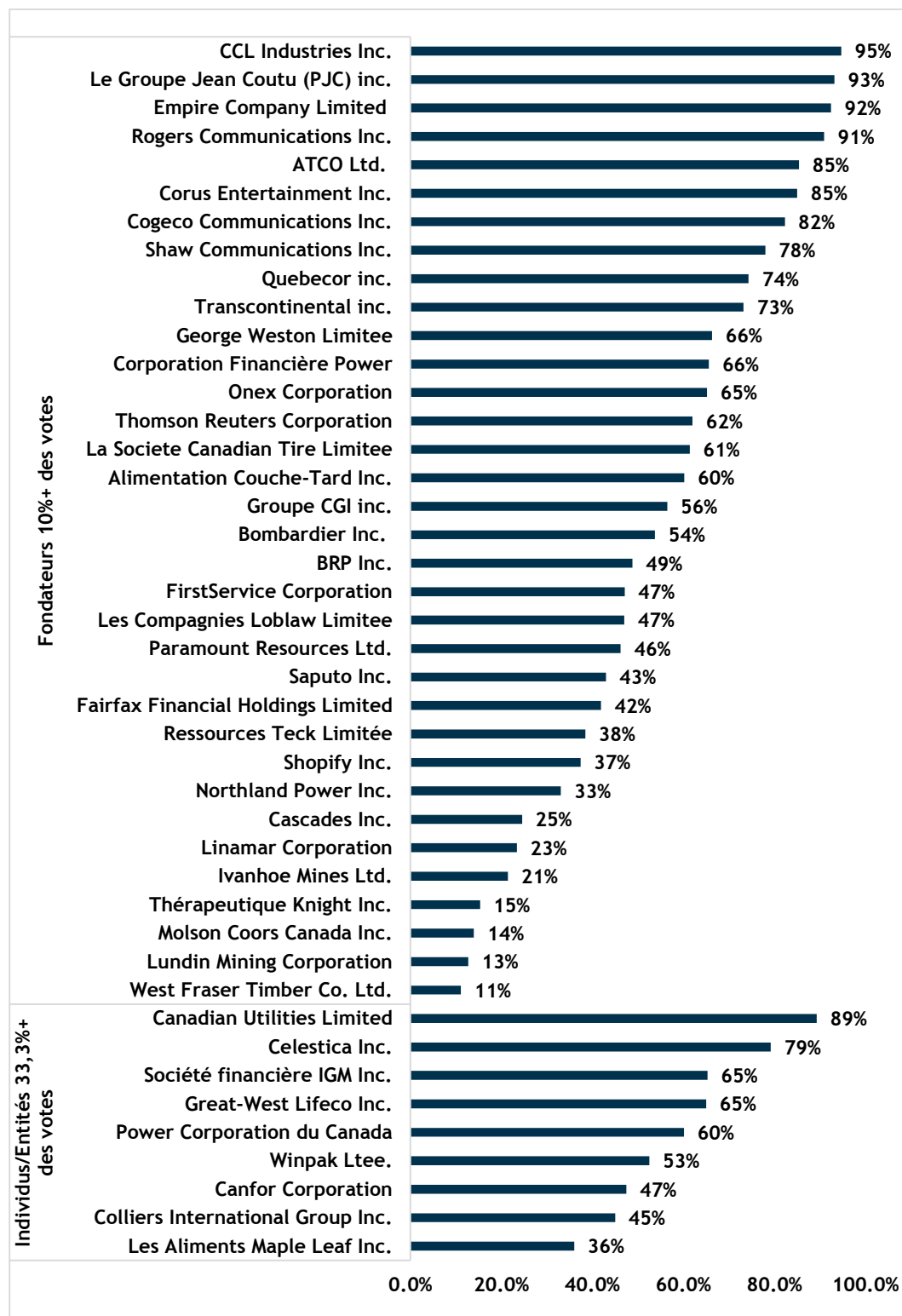


Source : Base de données FBN, rapports des sociétés en mars 2018

Les critères ci-dessus tiennent compte du fait que les sociétés incluses dans l'Indice BNC des entreprises familiales sont sous le contrôle soit du ou des fondateurs de la société, qui comptent en garder le contrôle pour le transmettre aux générations futures, soit d'une personne ou d'entités reliées qui exercent une influence importante sur la direction grâce à leur participation importante dans le capital ou même grâce à leurs responsabilités en tant qu'administrateurs. Les actionnaires de contrôle peuvent même, dans certains cas, occuper des fonctions dans l'équipe de direction eux-mêmes.

Bien que la détention d'une plus grande proportion des droits de vote implique souvent une plus grande influence, dans beaucoup de situations, la famille peut avoir une influence importante sur la stratégie à long terme de l'entreprise, même si elle contrôle bien moins que 50 % des droits de vote. C'est en particulier le cas lorsque la famille occupe des postes de direction clés ou détient des mandats clés au sein du conseil d'administration et participe activement à la supervision, en particulier dans les fonctions de la planification de la gestion et la mise en œuvre de la stratégie à long terme. Comme le montre le graphique précédent, l'Indice BNC des entreprises familiales est actuellement composé de 34 sociétés sous le contrôle de leur fondateur ou famille fondatrice et de 9 sociétés sous le contrôle d'une personne individuelle ou d'entités reliées, pour un total de 43 sociétés.

En moyenne, les familles représentées dans l'Indice BNC des entreprises familiales contrôlent 55 % des droits de vote de leurs sociétés respectives. Certaines telles que la famille Lang, de CCL Industries, qui contrôle la première société canadienne d'emballages spécialisés, détiennent plus de 90 % des droits de vote de la société. De l'autre côté du spectre du contrôle des droits de vote, légèrement au-dessus du seuil minimal de contrôle de 10 % de l'indice, se trouve la famille Ketcham, qui détient environ 11 % des droits de vote de West Fraser, société de pâtes et papiers de Colombie-Britannique.

Sociétés incluses dans l'indice BNC des entreprises familiales – Contrôle des droits de vote par la famille (%)¹²

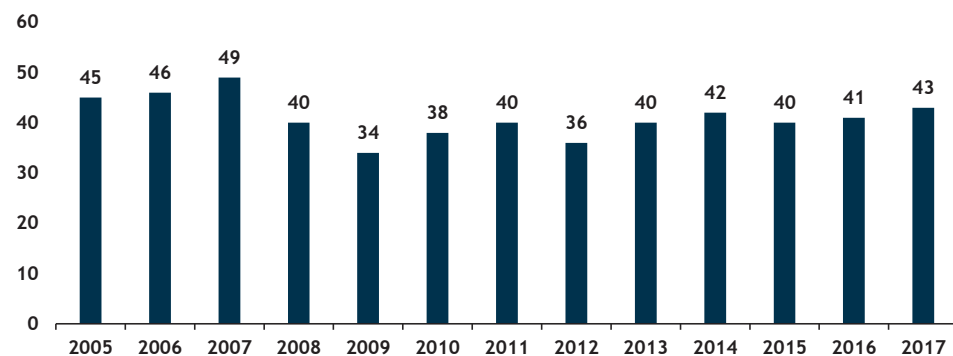
Source : Base de données FBN, documents officiels des sociétés en mars 2018

¹² Tous les pourcentages de contrôle sont basés sur la somme des droits de vote dont sont assorties 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.

Critères quantitatifs de sélection

Le processus de l'Indice BNC des entreprises familiales repose sur l'application systématique de filtres quantitatifs à un univers d'entreprises publiques fourni par S&P Dow Jones Indices, le calculateur de l'indice. Sous la supervision d'un comité de l'indice composé de membres de la Banque Nationale du Canada et d'un cabinet d'avocats canadien indépendant, 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 *Règlements de l'Indice* publié sur le site Internet de BNC.¹³ Comme il a déjà été indiqué, l'indice est actuellement composé de 43 sociétés, un nombre resté relativement stable avec le temps.

Indice BNC des entreprises familiales – Le nombre de sociétés admissibles évolue peu avec le temps



Source : Base de données FBN (dernières données d'après le réexamen annuel de juin 2017)

Pour figurer dans l'indice, une société contrôlée par une famille doit aussi respecter les critères suivants :

► Sociétés inscrites à la cote de la Bourse de Toronto

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

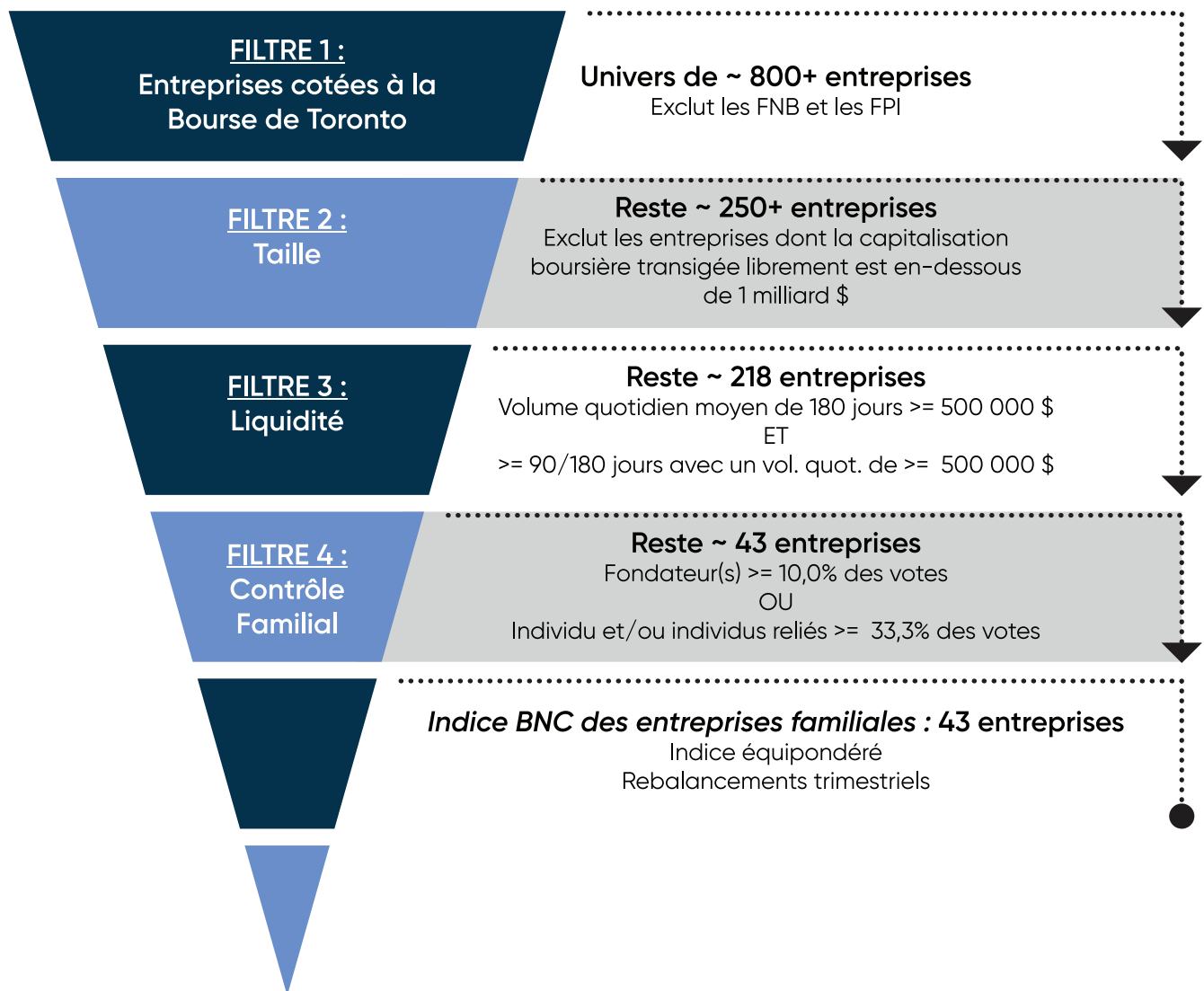
► Capitalisation boursière ajustée en fonction du flottant d'au moins 1 milliard \$

- › La méthode du flottant libre exclut les actions incessibles telles que celles détenues par des initiés, des promoteurs et des gouvernements. La plupart des autres grands indices boursiers connus utilisent une méthode similaire.
- › 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

- › Dans le cas de catégories multiples, le calcul du volume négocié est basé sur le volume combiné des catégories d'actions canadiennes inscrites.

¹³ 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/>

Indice BNC des entreprises familiales – Processus de sélection du réexamen annuel

Source : Base de données FBN en date du réexamen annuel de juin 2017

Indice BNC des entreprises familiales – Sociétés constituantes

Symbole	Nom de la société	Famille / Actionnaire(s) de contrôle	Secteur	Province
ATD.B	Alimentation Couche-Tard Inc. Classe B	Bouchard, D'Amours, Fortin, Plourde	Consommation de base	Québec
ACO.X	ATCO Ltd. Classe I	Southern	Services publics	Alberta
BBD.B	Bombardier Inc. Classe B	Bombardier, Beaudoin	Produits industriels	Québec
DOO	BRP Inc.	Bombardier, Beaudoin	Consommation discrétionnaire	Québec
CTC.A	Société Canadian Tire Limitée Classe A	Billes	Consommation discrétionnaire	Ontario
CU	Canadian Utilities Limited Classe A	Southern	Services publics	Alberta
CFP	Canfor Corporation	Pattison	Matériaux	C.-B.
CAS	Cascades Inc.	Lemaire	Matériaux	Québec
CCL.B	CCL Industries Inc. Classe B	Lang	Matériaux	Ontario
CLS	Celestica Inc.	Schwartz	Technologie de l'information	Ontario
GIB.A	CGI Group Inc. Classe A	Godin, Imbeau	Technologie de l'information	Québec
CCA	Cogeco Communications Inc.	Audet	Télécom / Média	Québec
CIGI	Colliers International Group Inc.	Hennick	Immobilier	Ontario
CJR.B	Corus Entertainment Inc. Class B	Shaw	Télécom / Média	Ontario
EMPA	Empire Co. Ltd. Classe A	Sobey	Consommation de base	N.-É.
FFH	Fairfax Financial Holdings Limited	Watsa	Services financiers	Ontario
FSV	FirstService Corp	Hennick	Immobilier	Ontario
WN	George Weston Limitée	Weston	Consommation de base	Ontario
GWO	Great-West Lifeco Inc.	Desmarais	Services financiers	Manitoba
IGM	IGM Financial Inc.	Desmarais	Services financiers	Manitoba
IVN	Ivanhoe Mines Ltd. Classe A	Friedland	Matériaux	C.-B.
PJC.A	Le Groupe Jean Coutu (PJC) Inc. Classe A	Coutu	Consommation de base	Québec
GUD	Knight Therapeutics Inc.	Goodman	Santé	Québec
LNR	Linamar Corporation	Hasenfratz	Consommation discrétionnaire	Ontario
L	Les Compagnies Loblaw Limitée	Weston	Consommation de base	Ontario
LUN	Lundin Mining Corporation	Lundin	Matériaux	Ontario
MFI	Les Aliments Maple Leaf Inc.	McCain	Consommation de base	Ontario
TPX.B	Molson Coors Canada Inc. Classe B	Molson, Coors	Consommation de base	Québec
NPI	Northland Power Inc.	Temerty	Services publics	Ontario
ONEX	Onex Corporation	Schwartz	Services financiers	Ontario
POU	Paramount Resources Ltd.	Riddell	Énergie	Alberta
POW	Power Corporation du Canada	Desmarais	Services financiers	Québec
PWF	Financière Power Corporation	Desmarais	Services financiers	Québec
QBR.B	Québecor Inc. Classe B	Péladeau	Telecom / Media	Québec
RCI.B	Rogers Communications Inc. Classe B	Rogers	Télécom / Média	Ontario
SAP	Saputo Inc.	Saputo	Consommation de base	Québec
SJR.B	Shaw Communications Inc. Classe B	Shaw	Télécom / Média	Alberta
SHOP	Shopify Inc. Classe A	Lütke	Technologie de l'information	Ontario
TECK.B	Ressources Teck Limitée Classe B	Keevil	Matériaux	C.-B.
TRI	Thomson Reuters Corporation	Thomson	Télécom / Média	Ontario
TCL.A	Transcontinental Inc. Clases A	Marcoux	Produits industriels	Québec
WFT	West Fraser Timber Co. Ltd.	Ketcham	Matériaux	C.-B.
WPK	Winpak Ltd.	Wihuri	Matériaux	Manitoba

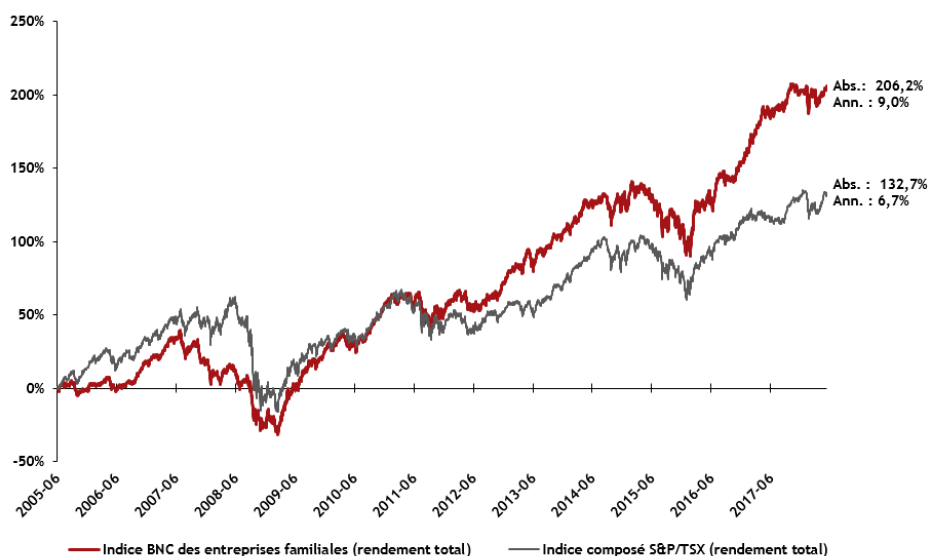
Source : Base de données FBN

Note : en date du réexamen annuel de juin 2017

Profil risque-rendement

Au 31 mai 2018, l'Indice BNC des entreprises familiales affichait un rendement total absolu de 206 % depuis juin 2005, la période de référence de l'indice, comparativement à 133 % pour l'indice composé S&P/TSX Rendement total sur la même période. Sur une base annualisée, la supériorité du rendement est aussi marquée. Le rendement de l'Indice BNC des entreprises familiales est de 9,0 %, comparativement à 6,7 % pour l'indice composé S&P/TSX Rendement total.

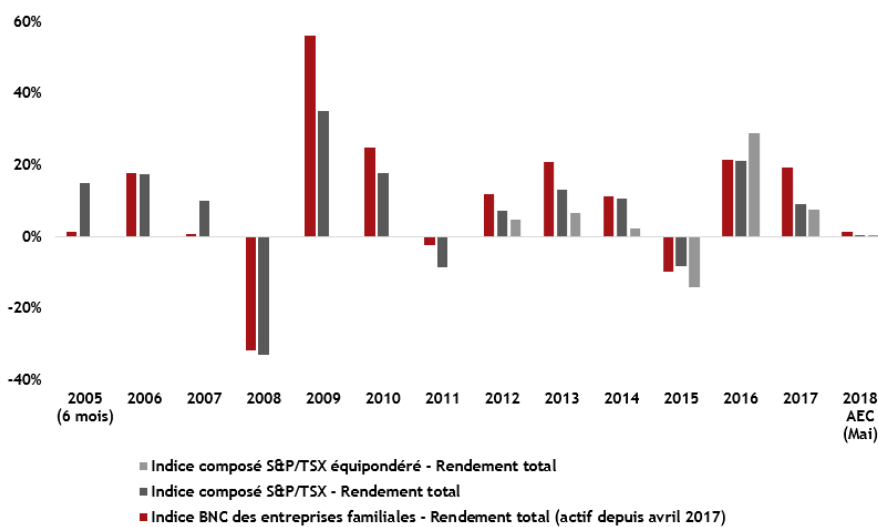
Indice BNC des entreprises familiales – Rendement cumulatif



Sources : Base de données FBN, SPDJI, Bloomberg

Note : La performance simulée du test rétrospectif peut différer du rendement réel de l'indice.

Indice BNC des entreprises familiales – Rendement annuel



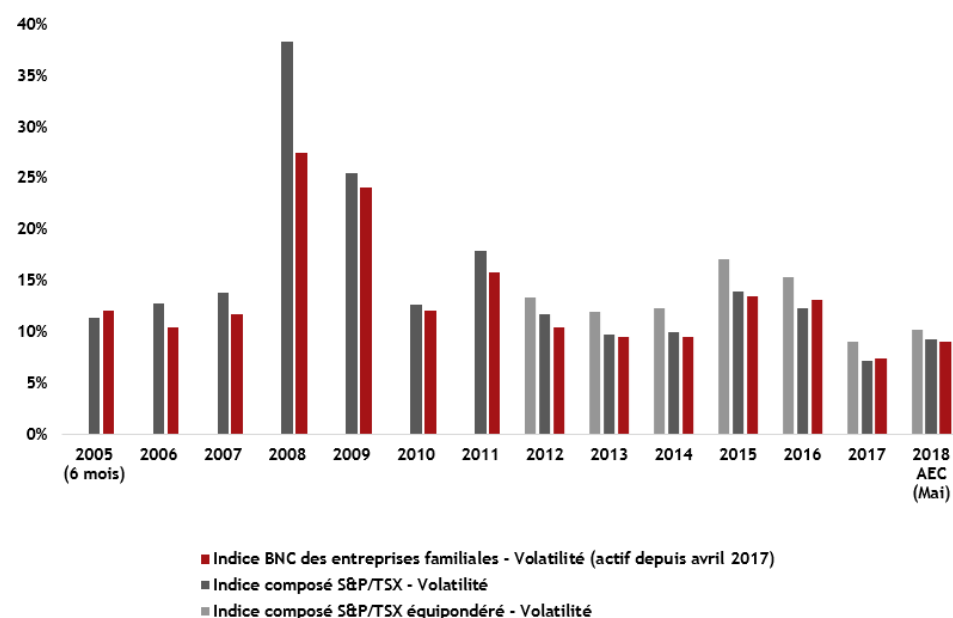
Sources : FBN, SPDJI, Bloomberg

Notes :

- La performance simulée du test rétrospectif peut différer du rendement réel de l'indice.
- Les données sur le rendement de l'Indice composé S&P/TSX à pondération égale ne sont disponibles qu'à partir de 2012.

L'indice des entreprises familiales présente une volatilité similaire à celle de l'indice composé S&P/TSX sur le long terme, mais, comme l'illustre le graphique ci-dessous, dans des conditions de marché extrêmes telles que la crise financière de 2008, l'Indice BNC des entreprises familiales a fait preuve de résilience en affichant une volatilité bien inférieure à celle de l'indice composé S&P/TSX.

Indice BNC des entreprises familiales – Volatilité annuelle



Sources : Base de données FBN, SPDJI, Bloomberg

Note : La volatilité simulée du test rétrospectif peut différer de la volatilité réelle de l'indice.

Pondérations et répartitions

En plus du calcul du rendement quotidien de l'Indice BNC des entreprises familiales et de la publication de toutes les données sur son site Internet S&P DJI Custom Indices, S&P Dow Jones Indices est chargé de rééquilibrer les pondérations sur une base trimestrielle.

L'Indice BNC des entreprises familiales utilise une méthodologie à pondérations égales, ce qui signifie que chaque société de l'indice a la même pondération, quelle que soit sa capitalisation boursière. Sur la base de la capitalisation boursière totale, les sociétés de l'Indice BNC des entreprises familiales représentent environ un cinquième (19 %) de la capitalisation boursière totale des sociétés de l'indice composé S&P/TSX. Notons que la seule société de l'indice des entreprises familiales inscrite à la Bourse de Toronto et ne faisant pas partie de l'indice composé S&P/TSX est Molson Coors Canada.

L'Indice BNC des entreprises familiales surpondère actuellement les secteurs de la consommation et des matériaux et sous pondère ceux de l'énergie et des services financiers. Les secteurs les plus représentés sont ceux de la consommation (33 %), des matériaux (19 %) et des services financiers (17 %). Il est intéressant de souligner que les expositions sectorielles de l'Indice BNC des entreprises familiales restent à peu près stables d'une année à l'autre.

Indice BNC des entreprises familiales – Répartition sectorielle (%)

Poids %	Indice BNC des entreprises familiales*	Indice composé S&P/TSX**	Différence
Conso. de base	16	3	13
Conso. discr.	17	6	11
Matériaux	19	12	7
Services publics	7	3	3
T.I.	7	4	3
Immobilier	5	3	2
Santé	2	1	1
Télécoms / Médias	2	4	-2
Industriel	6	10	-5
Énergie	2	19	-17
Finance	17	34	-17

Sources : Base de données FBN, SPDJI, Bloomberg, GICS, données en date du 31 mai 2018

* Indice à pondération égale

** Indice pondéré en fonction de la capitalisation boursière

L'Indice BNC des entreprises familiales est diversifié et compte des sociétés à grande, moyenne et petite capitalisation. Elle contient 61 % de sociétés à grande capitalisation, contre 88 % pour l'indice composé S&P/TSX. Les capitalisations boursières des sociétés qui composent l'indice des entreprises familiales vont de 1,1 milliard \$ à 35,8 milliards \$, contre 566 millions \$ à 141 milliards \$ pour l'indice composé S&P/TSX.¹⁴

Indice BNC des entreprises familiales – Répartition des capitalisations boursières (%)

Poids %	Indice BNC des entreprises familiales*	Indice composé S&P/TSX**	Différence
Grande capitalisation	61	88	-27
Moyenne capitalisation	31	8	23
Petite capitalisation	8	5	4

Sources : Base de données FBN, SPDJI, Bloomberg, données en date du 31 mai 2018

Notes : Pour intégrer l'indice, les sociétés doivent afficher une capitalisation boursière ajustée en fonction du flottant libre d'au moins 1 milliard \$.

* Indice à pondération égale

** Indice pondéré en fonction de la capitalisation boursière

¹⁴ Base de données FBN, Bloomberg en date du 31 mai 2018

4 Le rendement supérieur et durable des entreprises familiales: mythes et réalité

Les avantages inhérents des entreprises familiales

Diverses études internationales ont avancé un certain nombre d'« avantages inhérents » dont jouissent les entreprises familiales pour expliquer leur rendement supérieur, notamment la capacité de se concentrer sur la rentabilité à long terme, l'utilisation plus efficace du capital (moins d'endettement, contrôle des coûts plus rigoureux), la prise de décision plus rapide (pour profiter d'occasions qui se présentent), la fidélisation de collaborateurs à tous les échelons de l'entreprise et une culture d'entreprise plus centrée sur la transmission de l'héritage et la réputation.

Les valeurs familiales engendrent une culture d'entreprise plus forte

Il est facile d'ignorer les avantages réels et potentiels de la culture d'entreprise des sociétés contrôlées par une famille parce qu'ils sont dans une grande mesure inquantifiables. Pourtant, le plus souvent, c'est la culture d'entreprise qui détermine le rendement supérieur de ces sociétés. Cette culture comprend des éléments intangibles comme les valeurs du fondateur – esprit d'entreprise, vision, éthique du travail, compréhension profonde et engagement envers les collectivités dans lesquels elles sont implantées, relations personnelles avec les parties prenantes dans la chaîne de valeur, loyauté et souci de la réputation.

D'après une enquête mondiale de McKinsey basée sur des sociétés avec quelque 1 200 répondants d'entreprises familiales, 90 % des membres de la haute direction non membres de la famille ont dit que les valeurs familiales étaient présentes dans l'entreprise et 70 % estiment qu'elles font partie des activités au jour le jour.¹⁵

Une enquête d'Ernst and Young auprès de 25 grandes entreprises familiales couronnées de succès sur chacun des 21 plus grands marchés mondiaux (avec une moyenne de 12 000 employés et un chiffre d'affaires de 3,4 milliards \$) a conclu que les deux tiers des répondants croyaient que l'image de marque d'entreprise familiale les aidait à se distinguer de leurs concurrents et améliorait la réputation de leur société auprès des clients, des employés et des autres parties intéressées. D'autres études mondiales ont démontré que « les entreprises familiales ont plus tendance à valoriser et mettre en œuvre la responsabilité sociale d'entreprise, les pratiques de développement durable et à s'engager dans des activités de philanthropie (...) dont il est reconnu qu'elles sont bonnes pour les affaires ». ¹⁶

Une autre étude, cette fois réalisée par Bain & Company, a conclu que les entreprises de l'indice S&P 500 dont le fondateur reste très impliqué dans les affaires de la société présentaient des résultats nettement supérieurs aux entreprises de l'indice qui ne sont pas familiales (voir graphique ci-dessous). Parmi les raisons invoquées de cet écart, on trouve la « vision du fondateur », qui comprend une attention particulière portée aux détails et une obsession pour le service à la clientèle.¹⁷

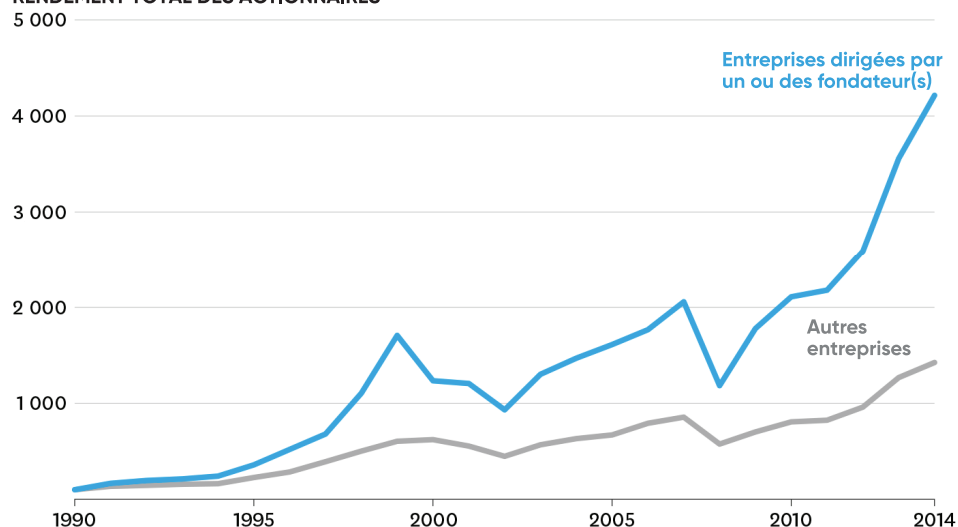
¹⁵ « Perspectives on Founder and Family-Owned Businesses », McKinsey & Company, 2014

¹⁶ « Staying Power: How do Family Businesses Create Lasting Success? », Ernst and Young, 2015

¹⁷ « Founder-Led Companies Outperform the Rest – Here's Why », Harvard Business Review, mars 2016

Les sociétés de l'indice S&P 500 dirigées par leur fondateur réussissent mieux que les autres

RENDEMENT TOTAL DES ACTIONNAIRES



Source : Chris Zook, « Founder-Led Companies Outperform the Rest – Here's Why », Harvard Business Review, mars 2016

Andreessen Horowitz, une société en capital de risque renommée, soutient également les conclusions de l'enquête Bain ci-dessus présentées dans le Harvard Business Review. Celle-ci indique trois raisons pour lesquelles la société de capital-risque préfère les chefs de direction-fondateurs : « Ils ont l'autorité morale pour faire des choix difficiles, ils connaissent très bien la société et ont un meilleur instinct, ils ont une perspective à long terme sur les investissements et ils construisent pour durer. »¹⁸

Concentration sur la rentabilité durable à long terme, clé du succès

L'un des principaux avantages de la culture de l'entreprise familiale est son intérêt pour la rentabilité à long terme. Au contraire, beaucoup d'entreprises à actionnariat étendu sont de plus en plus critiquées pour leur concentration mal avisée sur les résultats à court terme.

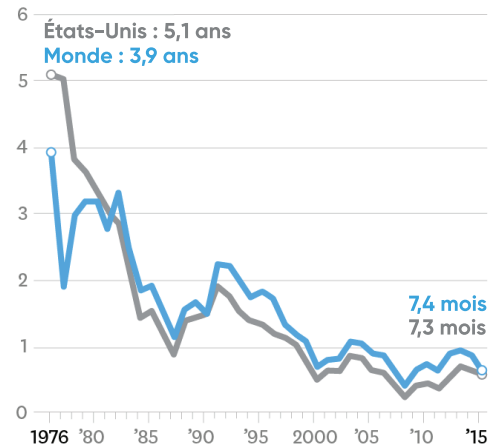
Autre phénomène mondial inquiétant de ces dernières années : les entreprises cotées en bourse ont tendance à investir moins que les sociétés fermées, pour des bénéfices et des chiffres d'affaires semblables. Cela s'explique par le fait que « les entreprises sont encouragées à agir ainsi par les actionnaires, qui exigent que leur investissement leur soit rémunéré sous forme de rachats d'actions et qui passent d'un investissement à un autre bien plus rapidement qu'auparavant. »¹⁹ Comme l'illustre le graphique ci-dessous, la pression des résultats à court terme a entraîné une forte chute de la durée moyenne de conservation des actions.

¹⁸ Chris Zook, « Founder-Led Companies Outperform the Rest – Here's Why », Harvard Business Review, mars 2016

¹⁹ « A New Contract for Growth », The Economist, août 2015

Durée moyenne de conservation des actions des sociétés ouvertes

HORIZON DE PLACEMENT PAR ANNÉE



Source : Joseph L. Bower and Lynn S. Paine, « The Error at the Heart of Corporate Leadership », Harvard Business Review, 2017

Malgré les preuves et la compréhension croissantes des avantages liés à la vision à long terme, le court-termisme semble avoir le vent en poupe. Un rapport de 2013 dirigé par Dominic Barton, Directeur général mondial de McKinsey & Company, et Mark Wiseman, ancien Président et chef de la direction de l'Office d'investissement du régime de pensions du Canada, a établi que, bien que 86 % des dirigeants mondiaux interrogés aient déclaré que prendre des décisions d'affaires avec un horizon à long terme aurait un effet positif sur les résultats des entreprises à plusieurs égards, « 63 % [d'entre eux] ont reconnu que la pression pour qu'ils produisent des résultats solides à court terme avait augmenté au cours des cinq dernières années » et « 79 % se sentaient particulièrement sous pression de présenter des résultats financiers solides sur une période de deux ans seulement ou moins. »²⁰

La critique du court-termisme est partagée par Larry Fink, Président et chef de la direction de Blackrock, dans sa lettre annuelle aux chefs de direction : « Sans un objectif à poursuivre, aucune société, qu'elle soit ouverte ou fermée, ne peut atteindre son plein potentiel. Elle finira par perdre sa crédibilité auprès des parties prenantes clés. Elle succombera aux pressions à court terme pour distribuer des bénéfices et, ce faisant, elle sacrifiera les investissements dans le perfectionnement de sa main-d'œuvre, l'innovation et les dépenses d'investissement, nécessaires à la croissance à long terme. »²¹

Grands défis et enjeux de gouvernance

Les entreprises familiales sont appelées à gérer un certain nombre de défis importants et des enjeux de gouvernance. Cela comprend la conciliation des besoins de l'entreprise avec ceux de la famille, la planification de la relève et les transitions à la direction, la protection des droits des actionnaires minoritaires et la protection de la société des conflits d'intérêt et autres manquements aux principes de gouvernance.

Planification de la relève : un ingrédient complexe mais crucial du succès

Une des fonctions les plus cruciales du conseil d'administration est de gérer le recrutement, la formation et l'intégration de nouveaux cadres supérieurs et de gérer le processus de préparation de la relève. Il doit trouver un équilibre délicat entre les avantages d'une poursuite de la participation de la famille et le besoin d'attirer et de fidéliser des collaborateurs extérieurs du plus haut calibre. Les entreprises familiales les plus florissantes sont celles qui sont notamment parvenues à distiller les valeurs du fondateur dans la culture de l'entreprise, qui ont clairement défini le processus de planification de la relève et qui ont passé plusieurs

²⁰ Dominic Barton and Mark Wiseman, « Focusing Capital on the Long Term », Harvard Business Review, janv.-févr. 2014

²¹ « Larry Fink's Annual Letter to CEOs », Blackrock, 2018

années à préparer la prochaine génération des membres de la famille afin qu'ils prennent les rênes de la société, ce qui inclut l'acquisition d'une expérience à l'extérieur de l'entreprise familiale.

En ce qui a trait à la relève, il est important de préciser que la plupart des sociétés contrôlées par des familles ne survivent pas à la troisième génération. Un rapport de 2015 du Santa Fe Institute portant sur 25 000 sociétés ouvertes de 1950 à 2009 a conclu qu'en moyenne, celles-ci restaient en exploitation pendant 10 ans avant d'être rachetées ou de cesser leurs opérations.²² Sachant cela, certains pourraient dire que les entreprises contrôlées par des familles ont même une durée de vie plus longue.

D'après une récente étude de la Rotman School of Management, de l'Université de Toronto, « *les entreprises familiales ont tendance à survivre plus longtemps et représentent un investissement à plus faible risque que les sociétés ouvertes sans actionnaire de contrôle* » et « *près de 70 % des entreprises familiales suivies pendant près de 50 ans ont survécu* », tandis que près de 76 % des sociétés ouvertes sans actionnaire de contrôle avaient cessé leurs activités, été acquises ou avaient quitté la bourse sur la même période.²³

Facteurs propres au Canada

En plus des avantages et des défis particuliers des entreprises familiales, il est important de considérer le cadre économique, social et politique dans lequel évoluent les entreprises familiales canadiennes. Le Canada, en partie parce que sa population est relativement faible, a produit une élite locale d'entrepreneurs concentrée dans une poignée de villes. Ceci a, entre autres, facilité le développement de relations et d'interactions entre les élites de même qu'entre les propriétaires et les grands actionnaires ainsi qu'avec différents paliers de gouvernement. Le désir de la plupart des Canadiens de protéger l'identité nationale et de préserver un degré d'autonomie économique par rapport à leur puissant voisin et allié, les États-Unis, a aussi poussé les gouvernements fédéral et provinciaux à imposer des lignes directrices concernant la propriété étrangère ainsi que des restrictions dans des secteurs qui sont considérés névralgiques, notamment les médias, les banques et les télécommunications.

Actions à droit de vote multiple et droits des actionnaires minoritaires

Dans de nombreux pays, y compris au Canada, il y a un débat parfois virulent au sujet des structures d'actions à droit de vote multiple permettant à un certain nombre d'actionnaires, notamment les membres de la famille, d'exercer le contrôle *in fine* sur les sociétés grâce à des actions comportant plus de droits de vote. Certains ont plaidé en faveur de l'abolition des structures d'actions à droit de vote multiple puisqu'elles seraient contraires au principe de bonne gouvernance et des intérêts bien compris des actionnaires.

Le point ci-dessus fait l'objet de débats parmi les analystes de la Banque Nationale Marchés financiers qui maintiennent que les intérêts des familles propriétaires d'entreprises canadiennes sont, dans la plupart des cas, bien alignés sur ceux des actionnaires minoritaires, même lorsqu'il existe une structure d'actions à droit de vote multiple. Cela s'explique en grande partie par deux facteurs :

- › Depuis 1987, la Bourse de Toronto exige que toute offre d'achat présentée aux détenteurs d'actions à droit de vote multiple soit étendue aux mêmes conditions aux autres catégories d'actionnaires. Il n'existe pas d'exigence de traitement égal équivalente pour les sociétés américaines inscrites sur les marchés publics américains.
- › Les membres de la famille dont une partie importante de leur fortune personnelle est généralement investie dans l'entreprise familiale chercheront à maximiser la valeur de leurs actions à long terme.

Parmi les 43 sociétés qui composent l'indice, 27 (soit 63 % des entreprises familiales) présentent une structure d'actions à droit de vote multiple, assorties de droits de vote plus avantageux pour une catégorie que pour une autre.

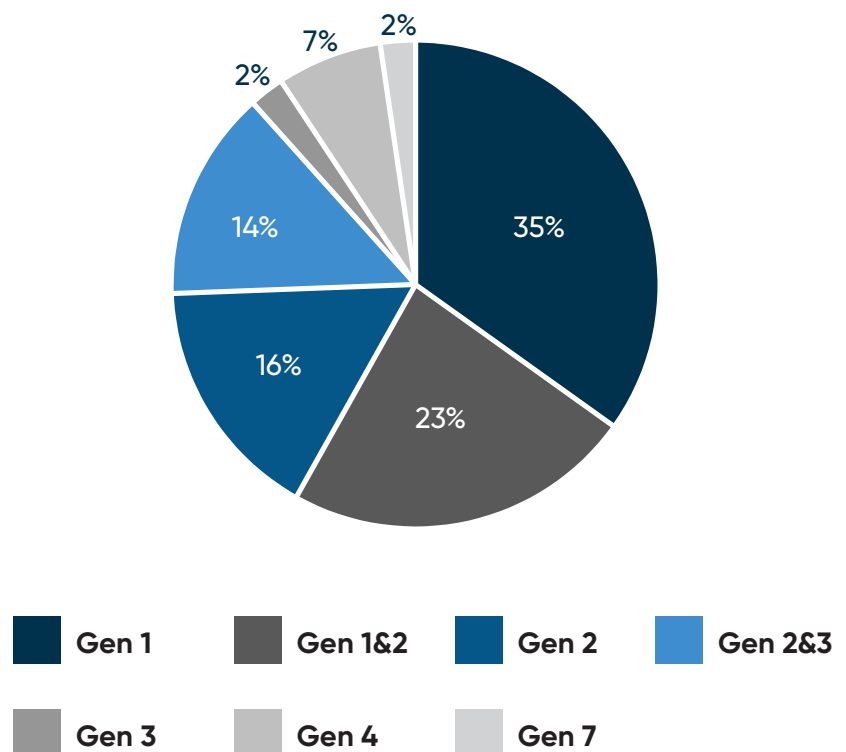
²² « Company mortality: Researchers find patterns in the life and death of firms », Institut de Santa Fe, 1^{er} avril 2015 (« Founder-Led Companies Outperform the Rest – Here's Why », Harvard Business Review, mars 2016)

²³ « Family businesses survive longer and offer less investment risk, Rotman study finds », Financial Post, 30 avril 2018

5 L'affaire de plusieurs générations

Quelques exemples d'entreprises familiales canadiennes multigénérationnelles

Les résultats et le succès constants des entreprises familiales peuvent en grande partie s'expliquer par leur capacité de transmettre leurs activités d'une génération à une autre. C'est le cas de plusieurs sociétés de l'Indice BNC des entreprises familiales. En effet, la majorité des entreprises de l'indice sont actuellement contrôlées par une génération qui n'a pas participé à la fondation ou par deux générations de membres de la famille qui la contrôlent conjointement :



Le paysage industriel et commercial du Canada a été façonné par des sociétés contrôlées par des familles issues de milieux modestes, devenues des sociétés nationales puissantes. En voici quelques exemples clés:

- › Les origines de Molson Coors Brewing Company remontent à 1774. Depuis que John Molson a commencé à brasser de la bière à Montréal en 1786, la société est restée propriété de la famille pendant sept générations. La fusion de 2005 entre les familles Molson et Coors a scellé l'alliance d'une entreprise familiale canadienne en activité depuis sept générations et d'une entreprise familiale américaine en activité depuis cinq générations, pour donner naissance à une seule société plus forte dans le paysage concurrentiel mondial de l'industrie brassicole.

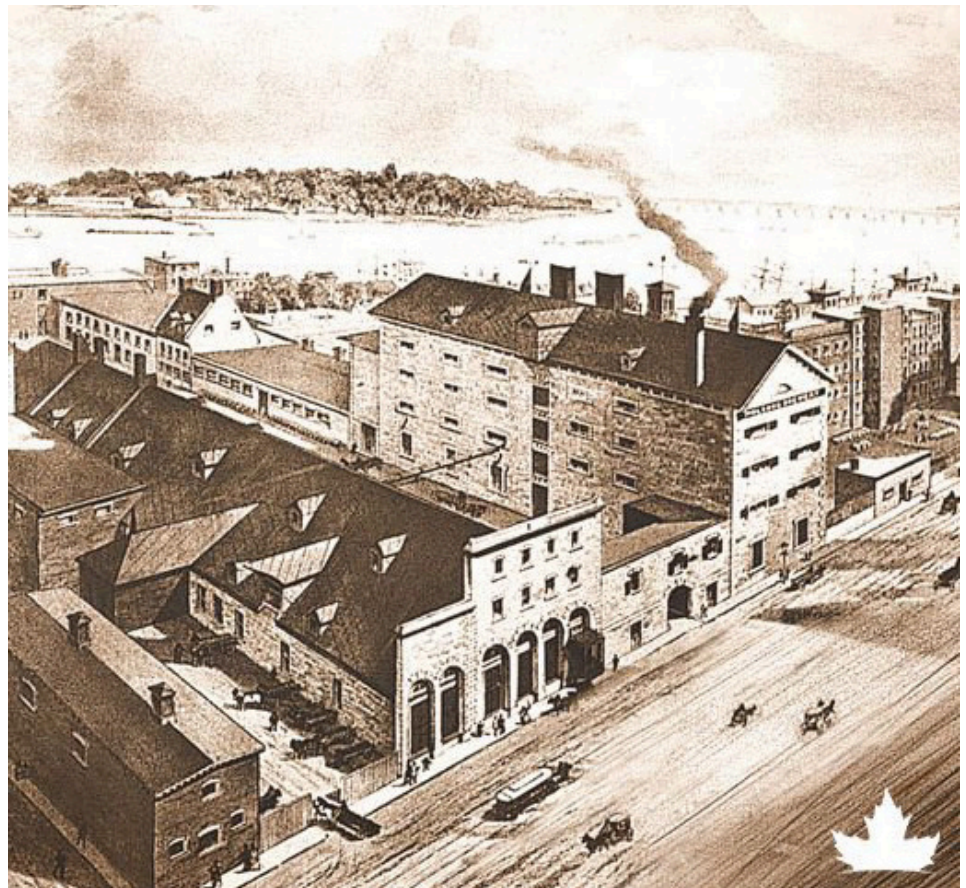


Image : Collection Molson Coors
Illustration de la brasserie Molson à
Montréal 1786

- › La famille Sobey est à l'origine du succès de la société Empire Company, propriétaire notamment des chaînes de supermarchés Sobeys et IGA. En 1907, elle monte une petite activité de livraison de viande en Nouvelle-Écosse, qui a depuis grossi pour devenir le deuxième épiciers du pays par sa taille avec plus de 1 500 établissements et 125 000 employés dans 10 provinces canadiennes. Empire exploite également des pharmacies, des magasins de vente d'alcool au détail et des stations-service.
- › La fondation de George Weston Limitée, société mère de Loblaw et Pharmaprix, remonte à 1882. Le relais à la tête de la société a été récemment transmis par Galen Weston à son fils Galen G. Weston. La quatrième génération de Weston contrôle maintenant une société de 27 milliards \$ et emploie environ 200 000 employés.
- › La famille Thomson a fondé en 1934 The Thomson Corporation, une société de médias, tandis que les origines de The Reuters Group, entreprise spécialisée dans la publication de cours boursiers, remontent à 1851 au Royaume-Uni. Aujourd'hui, Thomson Reuters est une des sources d'information et de veille économique les plus consultées au monde. La société emploie plus de 50 000 personnes dans plus de 100 pays.

- › Power Corporation du Canada, l'empire de la famille Desmarais, a commencé avec l'achat d'une ligne d'autobus en Ontario en 1951 par Paul Desmarais. Aujourd'hui, la famille contrôle un vaste conglomérat détenant d'importantes participations dans l'assurance vie, les fonds communs de placement et la gestion d'actifs. Les coprésidents du conseil d'administration de Power Corporation, Paul Desmarais Jr. et André Desmarais, ont formé leurs fils, la troisième génération d'héritiers de l'entreprise familiale, afin qu'ils développent un sens affiné des affaires dès leur plus jeune âge. Les cousins Paul III et Olivier Desmarais ont su développer des qualités complémentaires avant de rejoindre l'entreprise familiale.
- › La Société Canadian Tire fut fondée en 1922 à Toronto par deux frères, A.J. et J.W. Billes. Canadian Tire, qui vendait à l'origine des pneus et des pièces détachées automobiles, offre maintenant à sa clientèle une grande variété de biens de consommation. Canadian Tire représente l'un des plus grands réseaux de vente au détail au Canada, avec 1 700 établissements et 85 000 employés. Aujourd'hui, ce sont les deuxième et troisième générations, respectivement Martha Billes et son fils Owen, qui tiennent les rênes de l'entreprise.



Image: La Société Canadian Tire

À sa création en 1923, Canadian Tire était située au coin des rues Yonge et Gould à Toronto, en Ontario (illustration vers 1931)

- › Bombardier et BRP (Bombardier Produits Récréatifs) trouvent leurs origines dans la société L'Auto-Neige Bombardier Limitée, fondée à Valcourt (Québec) en 1942 par Joseph-Armand Bombardier, le grand-père de Pierre Beaudoin, actuellement Président du conseil d'administration de Bombardier. Aujourd'hui, Bombardier est une société diversifiée dans les transports ferroviaires et aériens. BRP est née d'une scission de Bombardier en 2003 et est devenue un chef de file mondial dans les produits récréatifs tels que les Ski-Doo, les motomarines Sea-Doo et autres véhicules tout terrain.



Photo : Fondation J. Armand Bombardier

Joseph-Armand Bombardier pose à côté du tracteur Muskeg à l'usine L'Auto-Neige Bombardier Limitée à Valcourt, Québec (1953)

- › Serge Godin et André Imbeau ont fondé CGI en 1976. Grâce à sa croissance interne et à plusieurs acquisitions, la petite société de TI est devenue une vaste entreprise mondiale qui réalise 84 % de son chiffre d'affaires en dehors du Canada et qui compte 75 000 employés. La fille de Serge Godin, Julie Godin, a rejoint le conseil d'administration de l'entreprise familiale en 2013 et tient maintenant les rôles de Vice-présidente du conseil et Vice-présidente exécutive, Administration et planification globale de la société.



Photo : CGI

Serge Godin - en 1986, CGI fait son entrée en bourse

6 Des entreprises familiales à succès : témoignages

Cette section présente les raisons que fournissent les dirigeants de grandes entreprises familiales canadiennes pour expliquer leur succès. Parmi celles-ci, la priorité donnée à la planification à long terme, un plan de relève bien préparé et l'importance d'éviter l'écueil d'un modèle de gouvernance universel.



Photo: Conférence de la haute direction de CGI

Juin 2018 – George Schindler,
Serge Godin, Julie Godin

Groupe CGI inc. – Serge Godin, Fondateur et président exécutif du conseil

Planification de la relève

Serge Godin, Fondateur et président exécutif du conseil du Groupe CGI, estime qu'il est important que les prochaines générations de dirigeants de l'entreprise familiale soient exposées à autant de fonctions que possible au sein de l'entreprise familiale afin de mieux la diriger le moment venu : « Ma fille Julie siège au conseil d'administration depuis 2013. Elle a rejoint CGI il y a neuf ans et a été nommée au poste de Chef des ressources humaines mondiales. Au lieu de l'inviter à effectuer une rotation interne des rôles, nous avons progressivement ajouté des responsabilités à son rôle, telles que la planification stratégique, les activités de fusions et acquisitions, la cybersécurité et la stratégie organisationnelle. L'avantage dont elle a hérité fut d'apprendre à gérer à la fois la complexité et le volume. »

Développer une solide relation entre l'actionnaire de contrôle et le chef de la direction

« Je crois fermement que lors de la sélection d'un PDG, il faut tenir compte de la compatibilité de la culture entre les fondateurs et les PDG; notamment, partager les mêmes objectifs en créant de la valeur pour chacune de nos parties prenantes: les clients, les employés et les actionnaires. »

« Il y a vingt ans, Michael Roach, alors PDG de Bell Sygma, a rejoint CGI. Il a travaillé en collaboration étroite avec moi pendant deux ans, a agi en qualité de Chef de l'exploitation et quelques années plus tard fut nommé Président et chef de la direction en 2006. La même approche a été utilisée avec notre nouveau Président et chef de la direction, George Schindler, qui nous venait d'une de nos plus importantes acquisitions aux États-Unis, American Management Systems (AMS) en 2003. Après avoir été promu au rôle de Chef de l'exploitation en 2014, il fut nommé Chef de la direction en 2016. Dans ces deux cas, en travaillant très étroitement ensemble, nous avons appris à bien nous compléter afin d'atteindre le juste équilibre entre les intérêts de nos trois parties prenantes. »

Les sociétés sous contrôle familial soutiennent les objectifs à long terme de l'équipe de direction

« Sans actions à droit de vote multiple, CGI aurait été vendue au moins 10 fois déjà et notre siège social ne se situerait plus au Canada. Les actions à droit de vote multiple sont un moyen efficace de contrebalancer les transactions en bourse de plus en plus frénétiques de notre époque et d'offrir aux sociétés plus de stabilité et de continuité, deux ingrédients incontournables pour pouvoir prendre des décisions avec une vision à long terme. »

« 40% des actions négociées en bourse en Amérique du Nord sont transigées tous les sept mois. En fait, vous ne pouvez pas considérer les détenteurs de ces actions comme des actionnaires ayant une influence sur l'avenir des sociétés. Avec des actions à droit de vote multiple, la direction des sociétés contrôlées a beaucoup plus de chances de contrer de telles situations et d'établir des relations à long terme avec leurs véritables actionnaires. »



Photo:

La Presse canadienne / Nathan Denette

Maureen Sabia, présidente du conseil de Canadian Tire, s'adresse aux actionnaires à Toronto le jeudi 14 mai 2015



Photo: La Presse canadienne / Fred Thornhill

Galen G. Weston s'adresse aux actionnaires lors de l'assemblée générale des actionnaires de Loblaw le jeudi 5 mai 2016, à Toronto



Photo: Bombardier

Pierre et Laurent Beaudoin dans le cockpit d'un CRJ de Bombardier

La Société Canadian Tire Limitée – Maureen Sabia, Présidente du conseil d'administration

Il est essentiel de se concentrer sur une vision à long terme

« La structure de notre capital et l'engagement à long terme de la famille Billes nous protègent des caprices du court-termisme, ce qui donne à la direction de la société plus de liberté pour faire ce qui sert les intérêts à long terme des actionnaires, des clients et des employés. Ainsi, les membres du conseil et de la direction n'ont pas constamment à surveiller leurs arrières. Selon moi, il est fondamental que le conseil d'administration soit composé en majorité d'administrateurs indépendants qui ont le courage de bousculer l'ordre établi dans un esprit constructif. »

Les écueils d'un modèle de gouvernance universel

« Je ne pense pas qu'il existe un modèle de gouvernance idéal. Un modèle universel ne devrait jamais être adopté, car chaque société a sa structure et ses défis propres. En effet, je pense que l'activisme des actionnaires devrait être remplacé par l'activisme des administrateurs, qui me semble plus efficace pour apaiser les craintes des actionnaires. Je ne crois pas que nous ayons besoin d'une intervention accrue des autorités de réglementation ni des gourous de la gouvernance. »

Galen G. Weston

George Weston Limitée – Président du Conseil et Chef de la direction Les Compagnies Loblaw Limitée – Président du Conseil et Chef de la direction

La vision à long terme, clé du succès

« La continuité, la patience et le luxe d'une vision à long terme sont essentiels au succès des entreprises familiales. En créant de la valeur sur plusieurs décennies et générations, au-delà des trimestres et des exercices, les entreprises familiales florissantes se démarquent de celles qui recherchent les rendements à court terme pour les actionnaires. »²⁴

La capacité de bousculer la pensée conventionnelle

« J'ai pu faire des changements profonds dans l'organisation de la société, investir dans la clientèle, faire des provisions considérables, réaliser une acquisition de 12 milliards \$, et bien plus, le tout en un peu plus de temps que la moyenne de la plupart des chefs de direction. Peu de dirigeants de sociétés cotées auraient pu en faire autant, en partie parce qu'il leur aurait été difficile d'obtenir le soutien de leur conseil d'administration. »²⁵

Bombardier Inc. – Pierre Beaudoin, Président du conseil d'administration

BRP Inc. – Laurent Beaudoin, Président du conseil d'administration

Travailler pour nos entreprises, nos employés et pour la société

Pour Laurent Beaudoin, qui a récemment annoncé qu'il quitterait le conseil d'administration de Bombardier Inc. après une carrière remarquable de 55 ans à des postes à hautes responsabilités au sein de la société tout en demeurant président du conseil de BRP Inc. : « le statut d'entreprise familiale a permis à BRP et à Bombardier de donner la priorité à la fidélisation des employés ainsi qu'à la satisfaction de la clientèle, à l'innovation et aux résultats de la société. Au fil des années, BRP et Bombardier sont devenues des employeurs de premier ordre à l'échelle mondiale et ont su transformer leurs communautés. Aujourd'hui, les deux sociétés emploient plus de 80 000 personnes. »

« Quand une famille contrôle une entreprise, le chef de la direction sait qu'il peut prendre des décisions pour le long terme et avoir un impact positif durable sur les employés, l'entreprise et même la société, ajoute-t-il. Par exemple, Bombardier, avec son réseau de fournisseurs, a grandement contribué à faire de la région du Grand Montréal l'un des trois

grands pôles de l'aéronautique, avec Seattle et Toulouse. En tant qu'entreprise, nous avons toutes les raisons d'être fiers de cette réussite collective. »

Unis dans notre objectif à long terme : la famille et la direction tournées vers l'avenir

Pierre Beaudoin : « Si nous avions abandonné les actions à droit de vote multiple, je crois que nous ne serions plus là aujourd'hui et que vous ne verriez pas BRP et Bombardier telles qu'elles sont. Ainsi, chez Bombardier, les avions de la C Series, à la pointe de la technologie, n'auraient jamais volé, et je pense même que la société aurait été scindée et vendue, si la famille n'avait pas été là. »

Laurent Beaudoin : « En tant qu'actionnaires de contrôle membres de la famille, nous devons veiller à ce que les règles de gouvernance soient claires et à ce que la direction ait toute la latitude nécessaire pour gérer la société comme toute autre entreprise publique à actionnariat étendu. »

Partager notre passion pour l'innovation

Pierre Beaudoin : « Les produits, processus et services novateurs sont incontournables pour toute économie performante. Ils augmentent la productivité, le revenu par habitant et la qualité des programmes sociaux. Ils améliorent également notre compétitivité et nous permettent de nous lancer dans des activités à plus forte valeur ajoutée. »

« Je crois que les dirigeants d'entreprises canadiennes devraient montrer l'exemple pour accélérer l'innovation au sein des sociétés » ajoute-t-il. « Chez BRP et Bombardier, il est clair que l'innovation est l'objectif principal des deux équipes de direction. Leurs membres comprennent l'importance d'investir dans la recherche et le développement. Preuve en est que Bombardier est la société qui dépense le plus en R&D au Canada depuis plusieurs années maintenant. »

« L'héritage de Joseph-Armand Bombardier dans le développement de systèmes de transport novateurs a été indéniablement transmis aux membres de la famille, aux employés de BRP et de Bombardier, et même aux fournisseurs. De l'invention des motoneiges Ski-Doo à la production et l'assemblage de trains et d'avions, mon père [Laurent Beaudoin] et moi sommes heureux d'avoir activement contribué et assisté au développement de BRP et Bombardier en deux sociétés multinationales reconnues à l'échelle mondiale. Cela dit, nous lançons un appel à tout jeune qui partage notre passion pour l'innovation et l'invitons à se joindre à l'aventure avec BRP et Bombardier pour contribuer à définir le transport du futur. »

La pensée entrepreneuriale

Pierre Beaudoin : « Nous admirons les entrepreneurs qui, comme mon grand-père, ont fondé de grandes entreprises avec une seule idée, communément appelés des « patentoux ». Beaucoup d'entre eux ont bâti leurs entreprises en partant de leurs inventions et de leurs idées créatives. Dans notre famille, nous estimons les entrepreneurs qui rêvent grand. Quand nous avons commencé dans l'aéronautique, beaucoup de gens nous ont prédit un échec, mais nous ne nous sommes jamais laissé aller à limiter nos possibilités ou nos rêves. »



Photo : Molson Coors

Andrew T. Molson

Molson Coors – Andrew T. Molson, Administrateur

À la recherche du « juste milieu » pour tous les actionnaires

Andrew Molson : « Qu'elles soient contrôlées par des familles ou à actionnariat étendu, les sociétés ouvertes bénéficient du soutien des actionnaires qui investissent à long terme. Il me semble évident que la structure d'actions à droit de vote multiple a permis aux familles Molson et Coors de jeter les fondations de Molson Coors et d'entretenir une vision à long terme pour notre société brassicole, aujourd'hui reconnue mondialement et dont la valeur la classe au troisième rang mondial. »

« En 2005, nos familles [Molson et Coors] ont décidé de conclure une fusion entre égaux en alliant nos forces et en exploitant nos fructueuses relations d'affaires » ajoute-t-il. « Cet événement, bien qu'ouvrant un nouveau et important chapitre dans l'histoire des deux familles, avait pour but d'instaurer un modèle de gouvernance juste et solide dans la nouvelle société Molson Coors ainsi créée. Les familles Molson et Coors ont donc accepté d'assortir notre structure d'actions à droit de vote multiple d'une « clause de protection en cas d'offre publique d'achat »²⁶. Aux États-Unis, contrairement au Canada, les sociétés ouvertes dont le capital est composé de plus d'une catégorie d'actions ne sont pas contraintes par la loi d'adopter de telles mesures protégeant les actionnaires détenant des actions à droit de vote unique. De ce fait, la Coors Brewing Company n'était dotée d'aucune mesure de protection avant la fusion. Le fait d'avoir adopté une clause de protection en cas d'OPA et le fait que nous avons d'importants intérêts financiers en jeu a permis à nos familles et à la direction de Molson Coors de tisser des liens plus facilement avec les actionnaires institutionnels et individuels à long terme qui ont la même approche. »

« Comme chaque société a ses propres particularités, je suis d'avis que les structures d'actions à droit de vote multiple devraient être autoréglementées. Cela dit, il est impératif que les entreprises sur le même modèle que la nôtre prennent les mesures nécessaires pour que des mécanismes de contrôle soient mis en place par un conseil d'administration compétent et indépendant. Tous les actionnaires, et pas seulement les actionnaires de contrôle, devraient tirer profit du succès d'une entreprise. C'est un sujet qui me passionne. En 2002, dans le cadre d'un programme de maîtrise sur la gouvernance et l'éthique d'entreprise au Royaume-Uni, j'ai écrit et défendu une thèse intitulée « Le 'Juste Milieu' : Partager les avantages du contrôle. »

Les valeurs familiales se développent grâce à une équipe de direction solide extérieure à la famille

« Pendant un siècle et demi, avant le premier appel public à l'épargne de Molson, notre entreprise familiale était une société fermée. En 1945, au moment de l'inscription de Molson à la bourse de Montréal, notre famille a insisté pour séparer les fonctions du conseil des fonctions de direction. Nous croyons en une gouvernance forte et en une équipe de direction solide extérieure à la famille. Nous ne voulons surtout pas être perçus comme un obstacle à la capacité de l'équipe de direction de capitaliser sur le riche héritage de Molson Coors et d'atteindre les objectifs stratégiques à long terme. Nous voulons laisser à notre chef de la direction le soin de faire son travail. Même si les valeurs des familles Molson et Coors imprègnent profondément l'ADN de la société, aujourd'hui, nous exerçons tout au plus une influence sur les activités de l'entreprise. »

Un mariage fait pour durer

« Ces dernières décennies et jusqu'à aujourd'hui, l'industrie de la bière reste marquée par la présence de grandes familles. Quand on pense à la famille de Carvalho-Heineken à la tête de Heineken, à la famille Santo Domingo en Amérique du Sud et à leur importante participation dans Anheuser-Busch InBev ou même à la Fondation Carlsberg, l'actionnaire de contrôle de Carlsberg, on comprend rapidement que brasser de la bière est une affaire de famille. Quand les familles Molson et Coors se sont alliées pour créer Molson Coors, nous avons vite compris que nos familles partageaient, entre autres choses, la même culture d'entreprise, un riche héritage et, plus important encore, une passion pour brasser de la bière. En tant qu'actionnaires à long terme, il est clair pour nous que nous préférons vendre de la bière plutôt que des actions. »

²⁶ Clause de protection (coattail en anglais) : disposition légale qui permet aux détenteurs d'actions sans droit de vote ou à droit de vote restreint de convertir leurs titres en actions à droit de vote de la catégorie supérieure si l'entreprise reçoit une offre d'achat.

Annexe

Rapports de recherche sur l'Indice BNC des entreprises familiales



17 juillet 2018

ATD.B (TSX) **\$62.30**
COURS CIBLE: **\$73.00**
RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ: **17.8%**

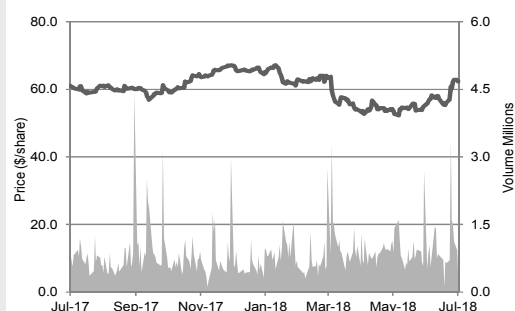
Fourchette 52 semaines	\$67.96 - \$52.08
Actions en circulation (M)	565.0
Flottant	72%
Capitalisation boursière (CA\$ M)	35,197

Clôture de l'exercice: avril

	2018A	2019E	2020E
Ch. d'affaires (M)	\$51,394	\$57,536	\$58,789
BAIIA (M)	\$2,980	\$3,347	\$3,466
BPA (dilué)	\$2.61	\$3.09	\$3.28
C/B	13.6x	11.1x	10.0x

Données financières au T4 2018

Encaisse (M)	\$686
Dettes totales (M)	\$8,370
Dettes nettes (M)	\$7,684
Dettes/Capital	49%
VCPA	\$14.02
Dividende (CA\$)	\$0.41
Rendement du dividende	0.7%



Source: Thomson, NBF

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

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

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

Cote: Rendement supérieur Risque: Moyen

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 (Scandinavie, Irlande).

FAITS SAILLANTS

Le bilan demeure solide

Après les récentes acquisitions, le bilan d'ATD est élevé, le ratio dette nette ajustée/BAIIAL étant de 3.1. En tenant compte des acquisitions et des gains de synergie connexes, nous prévoyons une amélioration du ratio dette nette ajustée/BAIIAL à 2.6 d'ici la fin de 2019.

Une croissance par les acquisitions

ATD vient de prendre de l'expansion à l'échelle mondiale en acquérant récemment SFR, The Pantry, Topaz, Shell Denmark, Compagnie Pétrolière Impériale Ltée (Canada), CST Brands et Holiday Stationstores. La direction a fait savoir qu'elle continuait de chercher à faire des acquisitions dans le monde. Nous pensons qu'il existe des possibilités dans les régions où ATD évolue déjà, mais aussi dans d'autres où elle n'est pas encore implantée.

Réalisation de gains de synergie

La réalisation de gains de synergie va bon train, aussi bien chez SFR que chez The Pantry (baisse des frais de vente, frais généraux et administratifs et du coût des produits vendus); d'autres gains de synergie sont aussi attendus dans le cadre des acquisitions de Topaz, de CST et de Holiday. Les gains de synergie indiqués de ces acquisitions pourraient être modestes. Par exemple, avec CST, la direction a annoncé des gains de synergie de \$150-\$200 millions; mais cela ne comprend pas les avantages possibles dus à la synergie des achats et ventes de carburant.

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

Maintien de la cote Rendement supérieur; cours cible de CA\$73

Notre cours cible correspond à 17.0 fois notre estimation de BPA pour 2020 (compte tenu des taux de change).

LES NOTATIONS ET LEUR SIGNIFICATION :

NOTATION INITIALE 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 chacune de ces catégories : Titre à rendement supérieur — Le titre devrait dégager un rendement supérieur au rendement global de l'ensemble des titres suivis par l'analyste au cours des douze mois qui suivent; Titre à 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; Titre à rendement inférieur — Le titre devrait dégager un rendement inférieur au rendement des titres suivis du même secteur d'activité au cours des douze mois qui suivent.

NOTATION SECONDAIRE DES TITRES : En cours de 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; Dépôt — Notre analyste recommande aux investisseurs de déposer en réponse à une offre précise visant les titres de la société; Diffusion restreinte — Compte tenu des opérations bancaires d'investissement en cours 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 DE L'INDUSTRIE : FBN dispose d'un système de pondération de l'industrie 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 de la façon suivante : Surpondération, équi pondération et sous-pondération, selon le rendement projeté du secteur par rapport aux moyennes des marchés plus vastes au cours des douze mois qui suivent.

COTE DE RISQUE : FBN emploie un système d'évaluation du risque à quatre niveaux, soit inférieur à la moyenne, moyen, supérieur à la moyenne et spéculatif. Le système tente d'évaluer le risque par rapport à l'ensemble du marché. Outre les critères propres au secteur, les analystes se servent également de critères quantitatifs et de critères qualitatifs dans le processus de notation. Les critères comprennent la prévisibilité des résultats financiers, la volatilité du cours de l'action, les cotes de solvabilité, la liquidité des actions et la qualité du bilan.

Généralités : La Financière Banque Nationale (FBN) est une filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la cote des bourses canadiennes.

Les informations contenues aux présentes proviennent de sources que nous jugeons fiables; toutefois nous n'offrons aucune garantie à l'égard de ces informations et elles pourraient s'avérer incomplètes. Les opinions exprimées sont fondées sur notre analyse et notre interprétation de ces informations et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés aux présentes.

Analystes de recherche : Les analystes de recherche qui préparent les présents rapports attestent que leur rapport respectif constitue une image fidèle de 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 opérations sur titres de participation, les Ventes au détail et les activités de compensation correspondantes, les Services bancaires aux entreprises et les Services de banque d'investissement. Comme les revenus tirés de ces activités varient, les fonds destinés à la rémunération des travaux de recherche fluctuent en conséquence. Aucun secteur d'activité n'a plus d'influence qu'un autre sur la rémunération des analystes de recherche.

Résidents du Canada : À l'égard de la distribution du présent rapport au Canada, FBN endosse la responsabilité de son contenu. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents du Canada doivent communiquer avec leur représentant professionnel FBN. Pour effectuer une opération, les résidents du Canada devraient communiquer avec leur conseiller en placement FBN.

Résidents des États-Unis : En ce qui concerne la distribution de ce rapport aux États-Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« NBCFI ») est réglementée par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC). 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 obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis sont invités à communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

Résidents du Royaume-Uni : Eu égard à la distribution du présent rapport aux résidents du Royaume-Uni, Financière Banque Nationale Inc. a autorisé le contenu (y compris, là où c'est nécessaire, aux fins du paragraphe 21(1) de la loi intitulée *Financial Services and Markets Act 2000*). Financière Banque Nationale Inc. et sa société mère ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle et/ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des titres ou des instruments financiers 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 et/ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de mandataire ou pour leur propre compte. Ils peuvent agir dans la tenue d'un marché pour ces placements ou placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre ou ils peuvent agir à titre de banque d'investissement et/ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements peut baisser ou augmenter. Le rendement passé ne se répètera pas nécessairement à l'avenir. Les placements mentionnés dans le présent rapport ne sont pas disponibles pour les clients du secteur détail. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription ni la sollicitation d'une offre d'acheter ou de souscrire les 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. Financière Banque Nationale Inc. est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority et a son siège social au 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD. Financière Banque Nationale Inc. n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority et la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni.

Résidents de HK : 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 pas été approuvé, examiné ni 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'une 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 of 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) commercialiser activement leurs services auprès du public de Hong Kong.

Droits d'auteur : Le présent rapport ne peut être reproduit que ce soit en totalité ou en partie. Il ne doit pas être distribué ou publié ou faire l'objet d'une mention de quelque manière que ce soit. Aucune mention des informations, des opinions et des conclusions qu'il contient ne peut être faite sans que le consentement préalable écrit de la Financière Banque Nationale n'ait été à chaque fois obtenu.

FBN est un membre du Canadian Investor Protection Fund

On trouvera un sommaire des recommandations trimestrielles de FBN et l'ensemble des recommandations mensuelles sur notre site Web sous les rubriques Recherche et analyse/Actions/La recherche FBN/Statistiques des recommandations FBN (lien ci-joint)

<http://www.nbin.ca/cmst/site/index.html?LanguageCode=1&srrefresh=1&templateID=249&navid=803>

La politique de diffusion des études financières de FBN est disponible sur notre site web sous la rubrique Législation/Politique d'intimité (lien ci-joint)

<http://www.nbin.ca/cmst/site/index.html?LanguageCode=1&srrefresh=1&templateID=243&navid=712>

Cliquer sur le lien ci-dessous pour connaître les informations particulières publiées par la société, <http://www.nbin.ca/contactus/disclosures.html>

Cliquez sur ce lien pour consulter la déclaration de principes de Banque Nationale Marchés financiers <http://bnmf.ca/fr/declaration-de-principes>

Si des informations propres à une société cotée en bourse ne se trouvent pas ici, c'est que FBN ne fait pas pour l'instant de recherche sur cette société ou qu'elle ne note pas son titre.

Information concernant la société: Alimentation Couche-Tard Inc. (2,3,5,6,7,14)

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.

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.

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 août 2018

ACO'X; ACO'Y (TSX) **\$39.39 ; US\$39.45**
COURS CIBLE: **\$43.00**
RENDEMENT DU DIVIDENDE: **3.8%**
RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ: **13.3%**

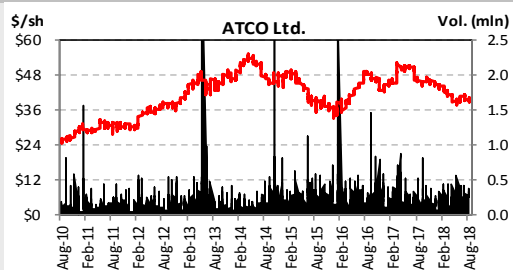
Fourchette 52 semaines \$47.40 - \$37.78
 Capitalisation boursière (M\$) US\$47.25 - US\$37.90

Fin d'exercice: 31 décembre

	2017	2018e	2019e
BAIIA (M)	\$1,900	\$2,027	\$2,162
	7.4x	7.0x	6.6x
Inv. d'entretien (M)	(\$525)	(\$550)	(\$550)
BAIIA libre (M)	\$1,375	\$1,477	\$1,612
VE/BAIIA libre	10.2x	9.6x	8.8x
BPA (ap. dilution)	2.9x	3.0x	3.3x
C/B	16.3x	13.7x	12.5x
FPER/action (ap. dil.)	\$4.61	\$3.66	\$3.84
C/FPER	10.3x	11.1x	10.6x
Dividende par action	\$1.31	\$1.51	\$1.62
Rend. du dividende	2.8%	3.7%	4.0%
Ratio de distrib. aj.	28%	41%	42%
D/BAIIA libre	4.5x	4.7x	4.4x

31 décembre 2018e

	114.7
Capitalisation boursière (M)	\$4,677
Dette nette (M)	\$9,441
Valeur de l'entreprise (M)	\$14,117
Dette nette/VE	67%
	13.3%



Source: Bloomberg

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

Adjoint:
Dave Nielsen, CFA
 403.355.6643
 dave.nielsen@nbc.ca

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

Cote: Rendement moyen Risque: Moyen

Services et équipement Énergie; Pétrole, gaz, carburants: Surpondérer

Produits chimiques, services publics: Sous-pondérer
(Groupe Économie et Stratégie FBN)

ATCO Ltd.

PROFIL (montants en CA\$)

ATCO Ltd. est un conglomérat mondial qui possède et exploite des infrastructures dans le domaine de l'énergie. Ses actifs essentiels comprennent une participation de contrôle de 53% dans Canadian Utilities Limited (TSX: CU / CU'X) et une participation consolidée d'environ 76% dans ATCO Structures & Logistics. La société est active dans les services publics (pipelines, transport et distribution de gaz naturel et d'électricité), l'énergie (production électrique, collecte, traitement et entreposage de gaz naturel, extraction de liquides gazeux), les structures et la logistique (fabrication, logistique, réduction d'émissions sonores) et la technologie (solutions pour systèmes d'entreprise).

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), 12%. Globalement, nous estimons que 55% environ du bénéfice ajusté 2017e d'ATCO sera réalisé par l'unité Services publics/Électricité, 35% environ par l'unité Énergie/Pipelines et liquides et 10% environ par l'unité Structures et logistique. ATCO offre une forte croissance du dividende qui avoisine 10% par année en moyenne depuis cinq ans. Nous prévoyons une augmentation du dividende de 15% jusqu'à l'exercice 2018 – ce qui porterait le dividende annualisé à \$1.51 par action (contre \$1.31 actuellement), pour un ratio de distribution toujours inférieur à 40%.

PROFIL DE CROISSANCE

ATCO réalisera des projets de croissance endogène de \$5 milliards d'ici 2019, soit \$3.8 milliards dans les services publics à tarifs réglementés, le reste, \$1.2 milliard, devant être investi sous forme de capitaux dans des contrats à long terme entre 2017 et 2019. Atco a également annoncé l'intention d'investir encore \$1.2 milliard dans des contrats à long terme du projet Fort McMurray de 500KV d'Alberta PowerLine, dans le stockage d'hydrocarbures et dans la distribution de production d'électricité. Ailleurs, la filiale d'ATCO (CU) a été retenue par Inter Pipeline (IPL) pour construire et exploiter une centrale de cogénération au gaz naturel de 90 MW devant répondre à la demande de l'installation projetée de déshydrogénation du propane à Edmonton, en Alberta, si IPL décide d'aller de l'avant avec ce projet, ATCO ayant de son côté obtenu toutes les approbations réglementaires nécessaires. L'unité Structures et logistique a récemment été sélectionnée pour des projets de structures modulaires et des contrats de construction d'installations éducatives ainsi que de centres de santé et de détention. Ces projets devraient commencer à contribuer au bénéfice ajusté à l'été 2017. ATCO a été choisie pour contribuer à quatre des cinq groupes de travail qu'AESO a formés pour aider à constituer le marché des capacités en projet, en utilisant la proposition initiale d'AESO comme point de départ. Le processus a commencé en juin 2017 et le ressenti du gouvernement est attendu en juin 2018, avec une structure formelle prévue à la fin de 2018 ou au début de 2019. La première enchère devrait avoir lieu en 2019, pour une livraison en 2021.

FACTEURS DE RISQUE

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

ÉVALUATION

Notre cours cible de \$43.00 repose sur un ratio de 12.0 fois notre estimation 2019e du BAIIA libre de \$1.5 milliard, sur notre évaluation des flux de trésorerie actualisés par action de \$53.50 et sur un rendement du dividende corrigé du risque de 3.75% appliqué à notre estimation du dividende 2019e de \$1.62 par action. Nous attribuons à ATCO la cote Rendement moyen.

LES NOTATIONS ET LEUR SIGNIFICATION :

NOTATION INITIALE 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 chacune de ces catégories : Titre à rendement supérieur — Le titre devrait dégager un rendement supérieur au rendement global de l'ensemble des titres suivis par l'analyste au cours des douze mois qui suivent; Titre à 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; Titre à rendement inférieur — Le titre devrait dégager un rendement inférieur au rendement des titres suivis du même secteur d'activité au cours des douze mois qui suivent.

NOTATION SECONDAIRE DES TITRES : En cours de 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; Dépôt — Notre analyste recommande aux investisseurs de déposer en réponse à une offre précise visant les titres de la société; Diffusion restreinte — Compte tenu des opérations bancaires d'investissement en cours 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 DE L'INDUSTRIE : FBN dispose d'un système de pondération de l'industrie 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 de la façon suivante : Surpondération, équi pondération et sous-pondération, selon le rendement projeté du secteur par rapport aux moyennes des marchés plus vastes au cours des douze mois qui suivent.

COTE DE RISQUE : FBN emploie un système d'évaluation du risque à quatre niveaux, soit inférieur à la moyenne, moyen, supérieur à la moyenne et spéculatif. Le système tente d'évaluer le risque par rapport à l'ensemble du marché. Outre les critères propres au secteur, les analystes se servent également de critères quantitatifs et de critères qualitatifs dans le processus de notation. Les critères comprennent la prévisibilité des résultats financiers, la volatilité du cours de l'action, les cotes de solvabilité, la liquidité des actions et la qualité du bilan.

Généralités : La Financière Banque Nationale (FBN) est une filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la cote des bourses canadiennes.

Les informations contenues aux présentes proviennent de sources que nous jugeons fiables; toutefois nous n'offrons aucune garantie à l'égard de ces informations et elles pourraient s'avérer incomplètes. Les opinions exprimées sont fondées sur notre analyse et notre interprétation de ces informations et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés aux présentes.

Analystes de recherche : Les analystes de recherche qui préparent les présents rapports attestent que leur rapport respectif constitue une image fidèle de 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 opérations sur titres de participation, les Ventes au détail et les activités de compensation correspondantes, les Services bancaires aux entreprises et les Services de banque d'investissement. Comme les revenus tirés de ces activités varient, les fonds destinés à la rémunération des travaux de recherche fluctuent en conséquence. Aucun secteur d'activité n'a plus d'influence qu'un autre sur la rémunération des analystes de recherche.

Résidents du Canada : À l'égard de la distribution du présent rapport au Canada, FBN endosse la responsabilité de son contenu. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents du Canada doivent communiquer avec leur représentant professionnel FBN. Pour effectuer une opération, les résidents du Canada devraient communiquer avec leur conseiller en placement FBN.

Résidents des États-Unis : En ce qui concerne la distribution de ce rapport aux États-Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« NBCFI ») est réglementée par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC). Ce rapport a été préparé en tout ou en partie par des analystes de recherche employés par des membres du groupe de NCBFI 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 NCBFI 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 obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis sont invités à communiquer avec leur représentant inscrit de NCBFI.

Résidents du Royaume-Uni : Eu égard à la distribution du présent rapport aux résidents du Royaume-Uni, Financière Banque Nationale Inc. a autorisé le contenu (y compris, là où c'est nécessaire, aux fins du paragraphe 21(1) de la loi intitulée *Financial Services and Markets Act 2000*). Financière Banque Nationale Inc. et sa société mère ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle et/ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des titres ou des instruments financiers 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 et/ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de mandataire ou pour leur propre compte. Ils peuvent agir dans la tenue d'un marché pour ces placements ou placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre ou ils peuvent agir à titre de banque d'investissement et/ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements peut baisser ou augmenter. Le rendement passé ne se répètera pas nécessairement à l'avenir. Les placements mentionnés dans le présent rapport ne sont pas disponibles pour les clients du secteur détail. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription ni la sollicitation d'une offre d'acheter ou de souscrire les 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. Financière Banque Nationale Inc. est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority et a son siège social au 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD. Financière Banque Nationale Inc. n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority et la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni.

Résidents de HK : 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 pas été approuvé, examiné ni 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'une 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 of 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) commercialiser activement leurs services auprès du public de Hong Kong.

Droits d'auteur : Le présent rapport ne peut être reproduit que ce soit en totalité ou en partie. Il ne doit pas être distribué ou publié ou faire l'objet d'une mention de quelque manière que ce soit. Aucune mention des informations, des opinions et des conclusions qu'il contient ne peut être faite sans que le consentement préalable écrit de la Financière Banque Nationale n'ait été à chaque fois obtenu.

FBN est un membre du Canadian Investor Protection Fund

On trouvera un sommaire des recommandations trimestrielles de FBN et l'ensemble des recommandations mensuelles sur notre site Web sous les rubriques Recherche et analyse/Actions/La recherche FBN/Statistiques des recommandations FBN (lien ci-joint)

<http://www.nbin.ca/cmst/site/index.html?LanguageCode=1&srrefresh=1&templateID=249&navid=803>

La politique de diffusion des études financières de FBN est disponible sur notre site web sous la rubrique Législation/Politique d'intimité (lien ci-joint)

<http://www.nbin.ca/cmst/site/index.html?LanguageCode=1&srrefresh=1&templateID=243&navid=712>

Cliquer sur le lien ci-dessous pour connaître les informations particulières publiées par la société, <http://www.nbin.ca/contactus/disclosures.html>

Cliquez sur ce lien pour consulter la déclaration de principes de Banque Nationale Marchés financiers <http://bnmf.ca/fr/declaration-de-principes>

Si des informations propres à une société cotée en bourse ne se trouvent pas ici, c'est que FBN ne fait pas pour l'instant de recherche sur cette société ou qu'elle ne note pas son titre.

Information concernant la société: ATCO Ltd. (2,3,4,5,6,7)

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.



15 juin 2018

BBD.b (TSX) / BBD.a (TSX) C\$4.89 / C\$4.89
COURS CIBLE: CA\$6.00
RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ: 23%

Fourchette 52 semaines (BBD.b) \$4.97 - \$1.96

(montants en US\$, sauf mention contraire)

Ex.: 31 décembre	2017A	2018E	2019E
Chiffre d'affaires (M)	\$16,218	\$16,850	\$17,935
BAIIA (M)	\$993	\$1,319	\$1,683
VE/BAIIA	15.7x	11.8x	9.3x
BPA dilué	\$0.03	\$0.06	\$0.10
C/B	nmf	nmf	nmf

Autres données:

Actions en circulation (M)	\$2,372
Capitalisation boursière (M)	\$11,597
Dette nette (M)	\$6,773
Dette nette/Capitalisation	300.0%
Valeur de l'entreprise (M)	\$15,605
Dividende par action	\$0.00
Rendement du dividende	0.0%



Cameron Doerksen, CFA
 514.879.2579
 cameron.doerksen@nbc.ca

Adjoint:
Umayr Allem, CFA, MBA
 416.869.8577
 umayr.allem@nbc.ca

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

Cote: Rendement supérieur
Risque: Supérieur à la moyenne
 Transports: Surpondérer
 (Groupe Économie et Stratégie FBN)

Bombardier Inc.

PROFIL (montants en US\$)

Bombardier est un grand fabricant de solutions de transport. Sa division Bombardier Aéronautique, troisième fabricant mondial d'avions civils, est spécialisée dans les avions d'affaires et régionaux et détient une participation minoritaire dans le programme CSeries contrôlé par Airbus. Bombardier Transport est le premier fabricant mondial de systèmes de transport de passagers sur rail.

FAITS SAILLANTS

La société pourrait dépasser les marges visées pour 2020

La marge BAII de la division Transport devrait dépasser 9.0%. Comme la marge actuelle est d'environ 8.5% et que le processus de transformation et de restructuration est en cours, nous pensons que l'objectif peut être atteint. Le chiffre d'affaires cible de la division Avions d'affaires est de \$8.5 milliards pour 2020, mais la direction ne prévoit pas de changement dans le rythme actuel de livraisons d'avions (environ 135 appareils par année) et la croissance du chiffre d'affaires ne dépend que de l'accélération du programme du Global 7500, dont le programme de production est complet jusqu'en 2021. Nous pensons qu'il existe un potentiel de hausse en cas de redressement du marché dans son ensemble d'ici 2020. Enfin, les objectifs de la direction pour 2020 tablent sur des livraisons d'avions régionaux stables, d'environ 35 par année, bien que de nouveaux CRJ pourraient être commandés dans le cadre d'un cycle de remplacement au cours des prochaines années.

Flux de trésorerie positifs à l'horizon

Pour 2018, le point mort devrait être atteint (+/- \$150 millions) et le chiffre de \$750 millions à \$1.0 milliard est maintenu pour 2020. À remarquer que, sans les dépenses pour le Global 7500, la montée en régime de la production de l'avion CSeries et les frais de restructuration engagés cette année, Bombardier dégagerait déjà des FTD de \$600 millions. Par conséquent, le chiffre de \$750 millions prévu pour 2020 est loin de paraître hors de portée, même avec seulement une légère amélioration de la conversion du bénéfice.

Le contrat avec Airbus minimise les risques liés au programme CSeries

Le contrat visant le CSeries conclu avec Airbus réduit considérablement les incertitudes quant à la valeur ultime du programme pour Bombardier et à la possibilité pour les flux de trésorerie du programme de devenir positifs dès 2020.

FACTEURS DE RISQUE

Situation financière

Bien que Bombardier dispose de fonds propres suffisants selon nous, le niveau d'endettement est élevé et la société est exposée au risque de taux d'intérêt et de refinancement de la dette.

Marchés concurrentiels

Bombardier fait face à une vive concurrence dans tous ses secteurs d'activité.

Variabilité des marchés finaux

Bien que dans le secteur du transport ferroviaire de voyageurs la demande ait été stable dans le passé, les secteurs de l'aéronautique d'avions commerciaux et d'avions d'affaires sont quant à eux de nature cyclique.

ÉVALUATION

Notre cours cible repose sur une évaluation par somme des parties d'après nos estimations pour 2020, avec un taux d'actualisation de 10% par rapport à la période actuelle.

LES NOTATIONS ET LEUR SIGNIFICATION :

NOTATION INITIALE 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 chacune de ces catégories : Titre à rendement supérieur — Le titre devrait dégager un rendement supérieur au rendement global de l'ensemble des titres suivis par l'analyste au cours des douze mois qui suivent; Titre à 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; Titre à rendement inférieur — Le titre devrait dégager un rendement inférieur au rendement des titres suivis du même secteur d'activité au cours des douze mois qui suivent.

NOTATION SECONDAIRE DES TITRES : En cours de 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; Dépôt — Notre analyste recommande aux investisseurs de déposer en réponse à une offre précise visant les titres de la société; Diffusion restreinte — Compte tenu des opérations bancaires d'investissement en cours 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 DE L'INDUSTRIE : FBN dispose d'un système de pondération de l'industrie qui reflète le point de vue de notre Groupe Économie et Stratégie, au moyen de sa stratégie de notation sectorielle. Le système à trois niveaux note les secteurs de la façon suivante : Surpondération, équi pondération et sous-pondération, selon le rendement projeté du secteur par rapport aux moyennes des marchés plus vastes au cours des douze mois qui suivent.

COTE DE RISQUE : FBN emploie un système d'évaluation du risque à quatre niveaux, soit inférieur à la moyenne, moyen, supérieur à la moyenne et spéculatif. Le système tente d'évaluer le risque par rapport à l'ensemble du marché. Outre les critères propres au secteur, les analystes se servent également de critères quantitatifs et de critères qualitatifs dans le processus de notation. Les critères comprennent la prévisibilité des résultats financiers, la volatilité du cours de l'action, les cotes de solvabilité, la liquidité des actions et la qualité du bilan.

Généralités : La Financière Banque Nationale (FBN) est une filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la cote des bourses canadiennes.

Les informations contenues aux présentes proviennent de sources que nous jugeons fiables; toutefois nous n'offrons aucune garantie à l'égard de ces informations et elles pourraient s'avérer incomplètes. Les opinions exprimées sont fondées sur notre analyse et notre interprétation de ces informations et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés aux présentes.

Analystes de recherche : Les analystes de recherche qui préparent les présents rapports attestent que leur rapport respectif constitue une image fidèle de 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 opérations sur titres de participation, les Ventes au détail et les activités de compensation correspondantes, les Services bancaires aux entreprises et les Services de banque d'investissement. Comme les revenus tirés de ces activités varient, les fonds destinés à la rémunération des travaux de recherche fluctuent en conséquence. Aucun secteur d'activité n'a plus d'influence qu'un autre sur la rémunération des analystes de recherche.

Résidents du Canada : À l'égard de la distribution du présent rapport au Canada, FBN endosse la responsabilité de son contenu. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents du Canada doivent communiquer avec leur représentant professionnel FBN. Pour effectuer une opération, les résidents du Canada devraient communiquer avec leur conseiller en placement FBN.

Résidents des États-Unis : En ce qui concerne la distribution de ce rapport aux États-Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« NBCFI ») est réglementée par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC). 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 obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis sont invités à communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

Résidents du Royaume-Uni : Eu égard à la distribution du présent rapport aux résidents du Royaume-Uni, Financière Banque Nationale Inc. a autorisé le contenu (y compris, là où c'est nécessaire, aux fins du paragraphe 21(1) de la loi intitulée *Financial Services and Markets Act 2000*). Financière Banque Nationale Inc. et sa société mère ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle et/ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des titres ou des instruments financiers 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 et/ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de mandataire ou pour leur propre compte. Ils peuvent agir dans la tenue d'un marché pour ces placements ou placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre ou ils peuvent agir à titre de banque d'investissement et/ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements peut baisser ou augmenter. Le rendement passé ne se répètera pas nécessairement à l'avenir. Les placements mentionnés dans le présent rapport ne sont pas disponibles pour les clients du secteur détail. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription ni la sollicitation d'une offre d'acheter ou de souscrire les 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. Financière Banque Nationale Inc. est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority et a son siège social au 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD. Financière Banque Nationale Inc. n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority et la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni.

Résidents de HK : 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 pas été approuvé, examiné ni 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'une 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 of 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) commercialiser activement leurs services auprès du public de Hong Kong.

Droits d'auteur : Le présent rapport ne peut être reproduit que ce soit en totalité ou en partie. Il ne doit pas être distribué ou publié ou faire l'objet d'une mention de quelque manière que ce soit. Aucune mention des informations, des opinions et des conclusions qu'il contient ne peut être faite sans que le consentement préalable écrit de la Financière Banque Nationale n'ait été à chaque fois obtenu.

FBN est un membre du Canadian Investor Protection Fund

On trouvera un sommaire des recommandations trimestrielles de FBN et l'ensemble des recommandations mensuelles sur notre site Web sous les rubriques Recherche et analyse/Actions/La recherche FBN/Statistiques des recommandations FBN (lien ci-joint)

<http://www.nbin.ca/cmst/site/index.html?LanguageCode=1&isrefresh=1&templateID=249&navid=803>

La politique de diffusion des études financières de FBN est disponible sur notre site web sous la rubrique Légale/Politique d'intimité (lien ci-joint)

<http://www.nbin.ca/cmst/site/index.html?LanguageCode=1&isrefresh=1&templateid=243&navid=712>

Cliquer sur le lien ci-dessous pour connaître les informations particulières publiées par la société. <http://www.nbin.ca/contactus/disclosures.html>

Cliquez sur ce lien pour consulter la déclaration de principes de Banque Nationale Marchés financiers <http://bnmf.ca/fr/declaration-de-principes>

Si des informations propres à une société cotée en bourse ne se trouvent pas ici, c'est que FBN ne fait pas pour l'instant de recherche sur cette société ou qu'elle ne note pas son titre.

Information concernant la société: Bombardier Inc (2,3,4,5,6,7)

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.



15 août 2018

DOO (TSX) **\$65.40**
COURS CIBLE: **\$67.00**
RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ: **3%**

Fourchette 52 semaines (CA\$)	\$66.81 - \$38.81
Actions en circulation (M)	102
Capitalisation boursière (M)	\$6,659

(en millions de dollars canadiens, sauf indication contraire)

Clôture de l'exercice: 31 janvier

	F2018A	F2019E	F2020E
Chiffre d'affaires	\$4,453	\$4,929	\$5,335
BAIIA*	\$536	\$652	\$739
BPA (ajusté)	\$2.27	\$2.96	\$3.36
VE/BAIIA	13.8x	11.4x	10.0x
C/B	28.8x	22.1x	19.5x

*Normalisé

Autres données

Dettes nettes (M)	\$765
Dettes nettes/Capitalisation	108%
Valeur de l'entreprise (M)	\$7,424
Dividende	\$0.36
Rendement du dividende	0.6%



Cameron Doerksen, CFA
 514.879.2579
 cameron.doerksen@nbc.ca

Adjoint:
Umayr Allem, CFA, MBA
 416.869.8577
 umayr.allem@nbc.ca

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

Cote: Rendement moyen

Risque: Moyen

Produits de loisirs: Surpondérer
 (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 sport motorisés et de systèmes de propulsion. La société occupe des positions dominantes sur les marchés de la motoneige, de la motomarine, du véhicule récréatif tout terrain, du véhicule récréatif biplaces côte-à-côte et du moteur hors-bord, et développe une nouvelle catégorie de produits, le roadster Spyder à trois roues.

FAITS SAILLANTS**Le lancement de véhicules appelé à stimuler la croissance**

BRP connaît une intense période de lancement de véhicules qui, selon nous, assurera une croissance solide du chiffre d'affaires sur le long terme. Les nouveaux modèles côte-à-côte, notamment dans le segment du véhicule utilitaire, comme le puissant modèle vedette Maverick X3, devraient permettre à BRP de gagner des parts de marché. La direction vise un chiffre d'affaires annuel de \$6.0 milliards d'ici à 2021, en regard d'environ \$4.5 milliards en 2018.

Une amélioration des marges est toujours attendue

L'accroissement de la production des usines de BRP au Mexique ainsi que la modernisation d'autres sites de production généreront des gains d'efficacité qui aideront la société à rendre ses prix plus concurrentiels et à établir ses marges. Les effets positifs sur le bénéfice de ces changements dans la ligne de fabrication doivent encore se refléter pleinement dans les données financières de l'entreprise.

BRP gagne des parts de marché

BRP gagne des parts de marché, en particulier dans le segment des véhicules tout terrain. Les résultats pour le VUS Defender sont prometteurs, les nouveaux modèles étant appelés à soutenir les ventes.

FACTEURS DE RISQUE**Caractère cyclique des affaires**

Les véhicules sport motorisés sont des articles dont on peut aisément se passer, la demande étant tributaire de la conjoncture économique.

Marchés concurrentiels

BRP doit faire face à une vive concurrence sur tous ses segments de marché et notamment à des acteurs d'une taille plus importante que la sienne et mieux capitalisés.

L'ALENA pourrait faire l'objet de modifications

Des biens d'une valeur d'environ \$1.2 milliard sont produits dans les usines de BRP au Mexique et exportés aux États-Unis (environ 25% du chiffre d'affaires total). Des modifications apportées à l'ALENA qui imposeraient de nouveaux tarifs à l'importation aux États-Unis à partir du Mexique pourraient avoir une incidence sur les coûts de BRP et sur sa compétitivité.

Évaluation

Notre cours cible correspond à un ratio VE/BAIIA 2020e de 10.0.

LES NOTATIONS ET LEUR SIGNIFICATION :

NOTATION INITIALE 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 chacune de ces catégories : Titre à rendement supérieur — Le titre devrait dégager un rendement supérieur au rendement global de l'ensemble des titres suivis par l'analyste au cours des douze mois qui suivent; Titre à 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; Titre à rendement inférieur — Le titre devrait dégager un rendement inférieur au rendement des titres suivis du même secteur d'activité au cours des douze mois qui suivent.

NOTATION SECONDAIRE DES TITRES : En cours de 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; Dépôt — Notre analyste recommande aux investisseurs de déposer en réponse à une offre précise visant les titres de la société; Diffusion restreinte — Compte tenu des opérations bancaires d'investissement en cours 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 DE L'INDUSTRIE : FBN dispose d'un système de pondération de l'industrie 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 de la façon suivante : Surpondération, équi pondération et sous-pondération, selon le rendement projeté du secteur par rapport aux moyennes des marchés plus vastes au cours des douze mois qui suivent.

COTE DE RISQUE : FBN emploie un système d'évaluation du risque à quatre niveaux, soit inférieur à la moyenne, moyen, supérieur à la moyenne et spéculatif. Le système tente d'évaluer le risque par rapport à l'ensemble du marché. Outre les critères propres au secteur, les analystes se servent également de critères quantitatifs et de critères qualitatifs dans le processus de notation. Les critères comprennent la prévisibilité des résultats financiers, la volatilité du cours de l'action, les cotes de solvabilité, la liquidité des actions et la qualité du bilan.

Généralités : La Financière Banque Nationale (FBN) est une filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la cote des bourses canadiennes.

Les informations contenues aux présentes proviennent de sources que nous jugeons fiables; toutefois nous n'offrons aucune garantie à l'égard de ces informations et elles pourraient s'avérer incomplètes. Les opinions exprimées sont fondées sur notre analyse et notre interprétation de ces informations et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés aux présentes.

Analystes de recherche : Les analystes de recherche qui préparent les présents rapports attestent que leur rapport respectif constitue une image fidèle de 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 opérations sur titres de participation, les Ventes au détail et les activités de compensation correspondantes, les Services bancaires aux entreprises et les Services de banque d'investissement. Comme les revenus tirés de ces activités varient, les fonds destinés à la rémunération des travaux de recherche fluctuent en conséquence. Aucun secteur d'activité n'a plus d'influence qu'un autre sur la rémunération des analystes de recherche.

Résidents du Canada : À l'égard de la distribution du présent rapport au Canada, FBN endosse la responsabilité de son contenu. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents du Canada doivent communiquer avec leur représentant professionnel FBN. Pour effectuer une opération, les résidents du Canada devraient communiquer avec leur conseiller en placement FBN.

Résidents des États-Unis : En ce qui concerne la distribution de ce rapport aux États-Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« NBCFI ») est réglementée par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC). 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 obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis sont invités à communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

Résidents du Royaume-Uni : Eu égard à la distribution du présent rapport aux résidents du Royaume-Uni, Financière Banque Nationale Inc. a autorisé le contenu (y compris, là où c'est nécessaire, aux fins du paragraphe 21(1) de la loi intitulée *Financial Services and Markets Act 2000*). Financière Banque Nationale Inc. et sa société mère ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle et/ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des titres ou des instruments financiers 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 et/ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de mandataire ou pour leur propre compte. Ils peuvent agir dans la tenue d'un marché pour ces placements ou placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre ou ils peuvent agir à titre de banque d'investissement et/ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements peut baisser ou augmenter. Le rendement passé ne se répètera pas nécessairement à l'avenir. Les placements mentionnés dans le présent rapport ne sont pas disponibles pour les clients du secteur détail. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription ni la sollicitation d'une offre d'acheter ou de souscrire les 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'à aux contreparties admissibles (*Eligible Counterparties*) et clients professionnels (*Professional Clients*) du Royaume-Uni au sens des règles de la Financial Conduct Authority. Financière Banque Nationale Inc. est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority et a son siège social au 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD. Financière Banque Nationale Inc. n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority et la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni.

Résidents de HK : 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 pas été approuvé, examiné ni 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'une 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 of 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) commercialiser activement leurs services auprès du public de Hong Kong.

Droits d'auteur : Le présent rapport ne peut être reproduit que ce soit en totalité ou en partie. Il ne doit pas être distribué ou publié ou faire l'objet d'une mention de quelque manière que ce soit. Aucune mention des informations, des opinions et des conclusions qu'il contient ne peut être faite sans que le consentement préalable écrit de la Financière Banque Nationale n'ait été à chaque fois obtenu.

FBN est un membre du Canadian Investor Protection Fund

On trouvera un sommaire des recommandations trimestrielles de FBN et l'ensemble des recommandations mensuelles sur notre site Web sous les rubriques Recherche et analyse/Actions/La recherche FBN/Statistiques des recommandations FBN (lien ci-joint)

<http://www.nbin.ca/cmst/site/index.html?LanguageCode=1&isrefresh=1&templateID=249&navid=803>

La politique de diffusion des études financières de FBN est disponible sur notre site web sous la rubrique Législation/Politique d'intimité (lien ci-joint)

<http://www.nbin.ca/cmst/site/index.html?LanguageCode=1&isrefresh=1&templateID=243&navid=712>

Cliquer sur le lien ci-dessous pour connaître les informations particulières publiées par la société, <http://www.nbin.ca/contactus/disclosures.html>

Cliquez sur ce lien pour consulter la déclaration de principes de Banque Nationale Marchés financiers <http://bnmf.ca/fr/declaration-de-principes>

Si des informations propres à une société cotée en bourse ne se trouvent pas ici, c'est que FBN ne fait pas pour l'instant de recherche sur cette société ou qu'elle ne note pas son titre.

Information concernant la société: BRP Inc. (2,3,4,5,6,7)

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.



16 août 2018

CTC.A (TSX) **\$163.95**
COURS CIBLE: **\$187.00**
RENDEMENT POTENTIEL: **16.3%**

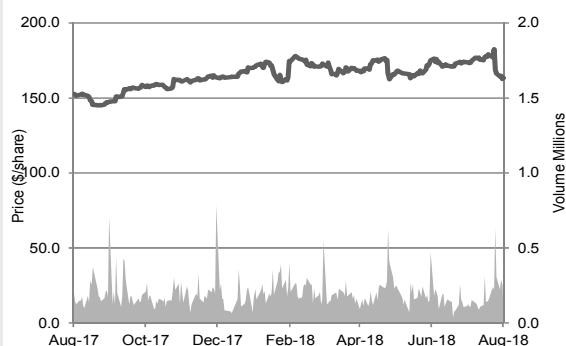
Fourchette 52 semaines	\$0.00
Actions en circulation (M, ap. dilution)	65.5
Capitalisation boursière (M)	\$10,736.9

Exercice: 31 déc.	2017A	2018E	2019E
Chiffre d'affaires (M)	\$13,363.4	\$14,062.3	\$14,676.1
BAII (M)	\$1,225.1	\$1,208.4	\$1,346.7
Marge BAII (%)	9.2%	8.6%	9.2%
BPA dilué	\$10.67	\$10.76	\$12.49
C/B	15.4x	15.2x	13.1x

Tous les montants sont en dollars canadiens.

Données financières	au T2 2018
Encaisse (M)	\$333.7
Dette nette (M)	\$4,258.0
Dette nette/Capitalisation totale	50%
Valeur comptable par action	\$66.01
Cours/Valeur comptable	2.5x
Rendement du dividende	2.2%

Tous les montants sont en dollars canadiens.



Source: Thomson, NBF

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

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

Cote: Rendement supérieur Risque: Inférieur à la moyenne

Vente au détail: Sous-pondérer
(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

Investissement dans le numérique

La direction a fait savoir qu'elle veut être parmi les chefs de file du numérique; la société a consenti de gros investissements pour accroître son empreinte et sa plateforme en la matière. Dans le numérique, la stratégie a débuté chez Sport Chek et devrait s'étendre à d'autres enseignes au fil des ans. Le plan de rémunération des actionnaires de CTC protège en partie la société contre le risque de générer des résultats inégaux si les investissements et leurs avantages prévus ne se produisent pas à l'unisson.

L'immobilier continue d'être mis à contribution

On se rappellera que CTC a créé une fiducie de placement immobilier (CT REIT) en 2013 au cours d'une opération qui visait à monétiser ses biens-fonds. CTC devrait bénéficier de la poursuite du transfert de biens immobiliers dans sa fiducie grâce à la forte réserve d'actifs répondant aux critères de placement de CT REIT.

Atteinte du rendement du capital investi (RCI)

Dans le secteur Détail, la direction vise une amélioration du RCI à 10% au moins d'ici 2020, ce qui suppose une volonté d'accroître la performance de ces activités, même au-delà du chiffre d'affaires et de la marge brute. Nous croyons que le ratio d'évaluation de CTC pourraient s'orienter à la hausse si la direction parvenait à augmenter durablement le RCI, ce qui suppose que la société puisse rentabiliser davantage ses investissements.

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

Cote Rendement supérieur; cours cible de \$187

Notre évaluation repose sur la méthode de la somme des parties. Nous évaluons le secteur Détail à 15.5 fois notre estimation du BPA 2019-2020 de cette unité, les Services financiers, à 9 fois notre estimation du BPA 2019-2020 de cette unité, ce à quoi nous ajoutons la participation de CTC dans CT REIT, moins une décote de 10%.

LES NOTATIONS ET LEUR SIGNIFICATION :

NOTATION INITIALE 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 chacune de ces catégories : Titre à rendement supérieur — Le titre devrait dégager un rendement supérieur au rendement global de l'ensemble des titres suivis par l'analyste au cours des douze mois qui suivent ; Titre à 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 ; Titre à rendement inférieur — Le titre devrait dégager un rendement inférieur au rendement des titres suivis du même secteur d'activité au cours des douze mois qui suivent.

NOTATION SECONDAIRE DES TITRES : En cours de 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 ; Dépôt — Notre analyste recommande aux investisseurs de déposer en réponse à une offre précise visant les titres de la société ; Diffusion restreinte — Compte tenu des opérations bancaires d'investissement en cours 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 DE L'INDUSTRIE : FBN dispose d'un système de pondération de l'industrie 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 de la façon suivante : Surpondération, équi pondération et sous-pondération, selon le rendement projeté du secteur par rapport aux moyennes des marchés plus vastes au cours des douze mois qui suivent.

COTE DE RISQUE : FBN emploie un système d'évaluation du risque à quatre niveaux, soit inférieur à la moyenne, moyen, supérieur à la moyenne et spéculatif. Le système tente d'évaluer le risque par rapport à l'ensemble du marché. Outre les critères propres au secteur, les analystes se servent également de critères quantitatifs et de critères qualitatifs dans le processus de notation. Les critères comprennent la prévisibilité des résultats financiers, la volatilité du cours de l'action, les cotes de solvabilité, la liquidité des actions et la qualité du bilan.

Généralités : La Financière Banque Nationale (FBN) est une filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la cote des bourses canadiennes.

Les informations contenues aux présentes proviennent de sources que nous jugeons fiables ; toutefois nous n'offrons aucune garantie à l'égard de ces informations et elles pourraient s'avérer incomplètes. Les opinions exprimées sont fondées sur notre analyse et notre interprétation de ces informations et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés aux présentes.

Analystes de recherche : Les analystes de recherche qui préparent les présents rapports attestent que leur rapport respectif constitue une image fidèle de 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 opérations sur titres de participation, les Ventes au détail et les activités de compensation correspondantes, les Services bancaires aux entreprises et les Services de banque d'investissement. Comme les revenus tirés de ces activités varient, les fonds destinés à la rémunération des travaux de recherche fluctuent en conséquence. Aucun secteur d'activité n'a plus d'influence qu'un autre sur la rémunération des analystes de recherche.

Résidents du Canada : À l'égard de la distribution du présent rapport au Canada, FBN endosse la responsabilité de son contenu. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents du Canada doivent communiquer avec leur représentant professionnel FBN. Pour effectuer une opération, les résidents du Canada devraient communiquer avec leur conseiller en placement FBN.

Résidents des États-Unis : En ce qui concerne la distribution de ce rapport aux États-Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« NBCFI ») est réglementée par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC). 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 obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis sont invités à communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

Résidents du Royaume-Uni : Eu égard à la distribution du présent rapport aux résidents du Royaume-Uni, Financière Banque Nationale Inc. a autorisé le contenu (y compris, là où c'est nécessaire, aux fins du paragraphe 21(1) de la loi intitulée *Financial Services and Markets Act 2000*). Financière Banque Nationale Inc. et sa société mère ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle et/ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des titres ou des instruments financiers 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 et/ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de mandataire ou pour leur propre compte. Ils peuvent agir dans la tenue d'un marché pour ces placements ou placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre ou ils peuvent agir à titre de banque d'investissement et/ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements peut baisser ou augmenter. Le rendement passé ne se répètera pas nécessairement à l'avenir. Les placements mentionnés dans le présent rapport ne sont pas disponibles pour les clients du secteur détail. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription ni la sollicitation d'une offre d'acheter ou de souscrire les 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'à des contreparties admissibles (*Eligible Counterparties*) et clients professionnels (*Professional Clients*) du Royaume-Uni au sens des règles de la Financial Conduct Authority. Financière Banque Nationale Inc. est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority et a son siège social au 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD. Financière Banque Nationale Inc. n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority et la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni.

Résidents de HK : 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 pas été approuvé, examiné ni 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'une 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 of 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) commercialiser activement leurs services auprès du public de Hong Kong.

Droits d'auteur : Le présent rapport ne peut être reproduit que ce soit en totalité ou en partie. Il ne doit pas être distribué ou publié ou faire l'objet d'une mention de quelque manière que ce soit. Aucune mention des informations, des opinions et des conclusions qu'il contient ne peut être faite sans que le consentement préalable écrit de la Financière Banque Nationale n'ait été à chaque fois obtenu.

FBN est un membre du Canadian Investor Protection Fund

On trouvera un sommaire des recommandations trimestrielles de FBN et l'ensemble des recommandations mensuelles sur notre site Web sous les rubriques Recherche et analyse/Actions/La recherche FBN/Statistiques des recommandations FBN (lien ci-joint)

<http://www.nbin.ca/cmst/site/index.html?LanguageCode=1&srrefresh=1&templateID=249&navid=803>

La politique de diffusion des études financières de FBN est disponible sur notre site web sous la rubrique Légal/Politique d'intimité (lien ci-joint)

<http://www.nbin.ca/cmst/site/index.html?LanguageCode=1&srrefresh=1&templateID=243&navid=712>

Cliquer sur le lien ci-dessous pour connaître les informations particulières publiées par la société. <http://www.nbin.ca/contactus/disclosures.html>

Cliquez sur ce lien pour consulter la déclaration de principes de Banque Nationale Marchés financiers <http://bnmf.ca/fr/declaration-de-principes>

Si des informations propres à une société cotée en bourse ne se trouvent pas ici, c'est que FBN ne fait pas pour l'instant de recherche sur cette société ou qu'elle ne note pas son titre.

Information concernant la société: Canadian Tire Corporation, Limited (2,3,4,5,6,7,14)

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.

14 Un membre du conseil d'administration de Financière Banque Nationale Inc. est aussi membre du conseil d'administration ou dirigeant de cet émetteur.



29 juin 2018

CU; CU.X (TSX) **20 ; \$33.15**
COURS CIBLE: **\$38.00**
RENDEMENT DU DIVIDENDE **4.7%**
RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ: **19.7%**

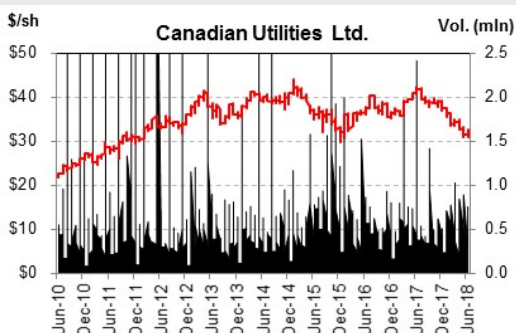
Fourchette 52 semaines \$41.90 - \$30.80

Fin d'exercice: 31 décembre

	2017	2018e	2019e
BAIIA (M)	\$1,775	\$2,010	\$2,101
VE/BAIIA	11.0x	10.4x	9.4x
Inv. d'entretien (M)	\$500	\$550	\$550
BAIIA disp. (M)	\$1,275	\$1,460	\$1,551
VE/BAIIA disp.	15.3x	14.3x	12.8x
BPA (ap. dilution)	\$2.23	\$2.23	\$2.29
C/B	16.3x	17.4x	14.5x
FPER/action (ap. dil.)	\$4.67	\$3.35	\$3.49
C/FPER	7.8x	11.6x	9.5x
Dividende par action	\$1.43	\$1.57	\$1.73
Rend. du dividende	3.9%	4.0%	5.2%
Ratio de distrib. aj.	31%	47%	49%
Dette nette/BAIIA	5.3x	4.9x	4.8x

31 décembre 2018e

Actions en circulation (M)	274.7
Capitalisation boursière (M)	\$9,118
Dette nette en fin de période (M)	\$9,043
Valeur de l'entreprise (M)	\$19,832
Dette totale/Valeur de l'entreprise	46%
Rendement total	19.7%



Source: Bloomberg

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

Adjoint:

Dave Nielsen, CFA
 403.355.6643
 dave.nielsen@nbc.ca

Amber Brown
 403.290.5624
 amber.brown@nbc.ca

Cote: Rendement moyen Risque: Moyen

Services publics: Surpondérer
 Services, équipements Énergie; Pétrole, gaz, carburant: Équ pondérer
 Produits chimiques: Sous-pondérer
 (Groupe Économie et Stratégie FBN)

Canadian Utilities Ltd.

PROFIL (tous les montants en \$CA)

Canadian Utilities Limited (détenue à près de 53% par ATCO Ltd.) possède et exploite pour environ \$21 milliards d'infrastructures énergétiques comprenant les divisions Structures et logistique (logement de personnel, installations modulaires, construction), Services publics (production et distribution d'électricité, transport et développement des infrastructures), Pipelines et liquides (transport et collecte de gaz naturel, traitement, stockage et extraction de liquides), ainsi que Distribution d'énergie au détail (vente d'électricité et de gaz naturel au secteur détail). Les divisions Électricité ainsi que Pipelines et liquides de Canadian Utilities représentent le noyau dur de la société, qui compte 87,000 km de lignes électriques, 19 centrales électriques, 2,517 MW de capacité de production d'électricité, 64,500 km de pipelines et des unités 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, TSX: CU) représente 70% du total des actions ordinaires en circulation, et la catégorie B (actions avec droit de vote, TSX: CU'X), 30%. Au 31 décembre 2016, ATCO Ltd. (TSX: ACO'X / ACO'Y) détenait environ 39% des actions ordinaires sans droit de vote de catégorie A de CU et environ 89% des actions avec droit de vote de catégorie B, pour une participation consolidée de près de 53% approximativement. Selon nos estimations, le bénéfice 2017 ajusté de CU proviendra à 65% environ du segment services publics/électricité et à 35% environ du segment de l'énergie/pipelines et liquides. Jusqu'à l'exercice 2018, nous prévoyons une augmentation du dividende de 10% qui portera le taux annualisé de dividende de la société à \$1.57 par action (contre \$1.43 par action actuellement), pour un ratio de distribution toujours d'environ 45%.

PROFIL DE CROISSANCE

CU a un programme d'investissements de \$4.5 milliards entre 2018 et 2020, dont \$3.6 milliards pour ses activités de services publics réglementées et \$0.9 milliard pour ses actifs sous contrats à long terme. Les grands projets de la société sont décrits ci-dessous. Rappelons que CU (80%) et Quanta Services (20%) ont formé Alberta PowerLine (APL) en décembre 2014, un partenariat pour détenir et exploiter 500 km de lignes de transport entre Edmonton et Fort McMurray. La construction du projet a débuté en août 2017, avec une entrée en service prévue en juin 2019. Le 2 octobre 2017, APL a émis pour \$1.4 milliard d'obligations (échéant entre 2032 et 2054) pour financer les travaux de construction. Le 5 juillet 2017, l'AUC a parachevé un calendrier pour la procédure GCOC (coût du capital générique) 2018-2020. Une audience a été prévue pour mars 2018 et des soumissions devaient être déposées avant le 31 octobre 2017, l'AUC planifiant de rendre une décision d'ici la fin de 2018. En décembre 2017, Canadian Utilities a annoncé l'acquisition pour \$114 millions d'une centrale hydroélectrique sous contrat à long terme de 35 MW à Veracruz, au Mexique. CU construira également une centrale de cogénération d'électricité de 26 MW près de Gomex Palacio (Mexique) pour \$70 millions (entrée en service en 2019).

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 repose sur un rendement du dividende ajusté de 4.50% appliqué à notre estimation du dividende en 2019 de \$1.73 par action, sur un coefficient de 14.0 fois notre estimation du BAIIA libre 2019e et sur notre estimation des FTA par action de \$37.50. Nous attribuons à CU la cote Rendement moyen.

LES NOTATIONS ET LEUR SIGNIFICATION :

NOTATION INITIALE 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 chacune de ces catégories : Titre à rendement supérieur — Le titre devrait dégager un rendement supérieur au rendement global de l'ensemble des titres suivis par l'analyste au cours des douze mois qui suivent; Titre à 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; Titre à rendement inférieur — Le titre devrait dégager un rendement inférieur au rendement des titres suivis du même secteur d'activité au cours des douze mois qui suivent.

NOTATION SECONDAIRE DES TITRES : En cours de 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; Dépôt — Notre analyste recommande aux investisseurs de déposer en réponse à une offre précise visant les titres de la société; Diffusion restreinte — Compte tenu des opérations bancaires d'investissement en cours 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 DE L'INDUSTRIE : FBN dispose d'un système de pondération de l'industrie qui reflète le point de vue de notre Groupe Économie et Stratégie, au moyen de sa stratégie de notation sectorielle. Le système à trois niveaux note les secteurs de la façon suivante : Surpondération, équi pondération et sous-pondération, selon le rendement projeté du secteur par rapport aux moyennes des marchés plus vastes au cours des douze mois qui suivent.

COTE DE RISQUE : FBN emploie un système d'évaluation du risque à quatre niveaux, soit inférieur à la moyenne, moyen, supérieur à la moyenne et spéculatif. Le système tente d'évaluer le risque par rapport à l'ensemble du marché. Outre les critères propres au secteur, les analystes se servent également de critères quantitatifs et de critères qualitatifs dans le processus de notation. Les critères comprennent la prévisibilité des résultats financiers, la volatilité du cours de l'action, les cotes de solvabilité, la liquidité des actions et la qualité du bilan.

Généralités : La Financière Banque Nationale (FBN) est une filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la cote des bourses canadiennes.

Les informations contenues aux présentes proviennent de sources que nous jugeons fiables; toutefois nous n'offrons aucune garantie à l'égard de ces informations et elles pourraient s'avérer incomplètes. Les opinions exprimées sont fondées sur notre analyse et notre interprétation de ces informations et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés aux présentes.

Analystes de recherche : Les analystes de recherche qui préparent les présents rapports attestent que leur rapport respectif constitue une image fidèle de 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 opérations sur titres de participation, les Ventes au détail et les activités de compensation correspondantes, les Services bancaires aux entreprises et les Services de banque d'investissement. Comme les revenus tirés de ces activités varient, les fonds destinés à la rémunération des travaux de recherche fluctuent en conséquence. Aucun secteur d'activité n'a plus d'influence qu'un autre sur la rémunération des analystes de recherche.

Résidents du Canada : À l'égard de la distribution du présent rapport au Canada, FBN endosse la responsabilité de son contenu. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents du Canada doivent communiquer avec leur représentant professionnel FBN. Pour effectuer une opération, les résidents du Canada devraient communiquer avec leur conseiller en placement FBN.

Résidents des États-Unis : En ce qui concerne la distribution de ce rapport aux États-Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« NBCFI ») est réglementée par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC). 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 obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis sont invités à communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

Résidents du Royaume-Uni : Eu égard à la distribution du présent rapport aux résidents du Royaume-Uni, Financière Banque Nationale Inc. a autorisé le contenu (y compris, là où c'est nécessaire, aux fins du paragraphe 21(1) de la loi intitulée *Financial Services and Markets Act 2000*). Financière Banque Nationale Inc. et sa société mère ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle et/ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des titres ou des instruments financiers 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 et/ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de mandataire ou pour leur propre compte. Ils peuvent agir dans la tenue d'un marché pour ces placements ou placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre ou ils peuvent agir à titre de banque d'investissement et/ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements peut baisser ou augmenter. Le rendement passé ne se répètera pas nécessairement à l'avenir. Les placements mentionnés dans le présent rapport ne sont pas disponibles pour les clients du secteur détail. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription ni la sollicitation d'une offre d'acheter ou de souscrire les 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. Financière Banque Nationale Inc. est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority et a son siège social au 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD. Financière Banque Nationale Inc. n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority et la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni.

Résidents de HK : 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 pas été approuvé, examiné ni 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'une 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 of 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) commercialiser activement leurs services auprès du public de Hong Kong.

Droits d'auteur : Le présent rapport ne peut être reproduit que ce soit en totalité ou en partie. Il ne doit pas être distribué ou publié ou faire l'objet d'une mention de quelque manière que ce soit. Aucune mention des informations, des opinions et des conclusions qu'il contient ne peut être faite sans que le consentement préalable écrit de la Financière Banque Nationale n'ait été à chaque fois obtenu.

FBN est un membre du Canadian Investor Protection Fund

On trouvera un sommaire des recommandations trimestrielles de FBN et l'ensemble des recommandations mensuelles sur notre site Web sous les rubriques Recherche et analyse/Actions/La recherche FBN/Statistiques des recommandations FBN (lien ci-joint)

<http://www.nbin.ca/cmst/site/index.html?LanguageCode=1&isrefresh=1&templateID=249&navid=803>

La politique de diffusion des études financières de FBN est disponible sur notre site web sous la rubrique Législation/Politique d'intimité (lien ci-joint)

<http://www.nbin.ca/cmst/site/index.html?LanguageCode=1&isrefresh=1&templateID=243&navid=712>

Cliquer sur le lien ci-dessous pour connaître les informations particulières publiées par la société. <http://www.nbin.ca/contactus/disclosures.html>

Cliquez sur ce lien pour consulter la déclaration de principes de Banque Nationale Marchés financiers <http://bnmf.ca/fr/declaration-de-principes>

Si des informations propres à une société cotée en bourse ne se trouvent pas ici, c'est que FBN ne fait pas pour l'instant de recherche sur cette société ou qu'elle ne note pas son titre.

Information concernant la société: Canadian Utilities Limited (2,3,4,5,7)

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 de 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.

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.



25 mai 2018

CAS (TSX) **\$12.34**
COURS CIBLE: **\$18.00**
RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ: **47.2%**

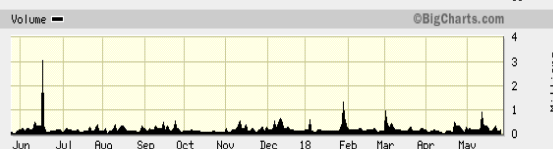
Fourchette 52 semaines	\$18.20 - \$11.91
Actions en circulation (M)	94.7
Capitalisation boursière (M\$)	\$1,169

Fin d'ex.: décembre	2017a	2018e	2019e
Chiffre d'affaires (M)	\$4,321	\$4,573	\$4,791
BAIIA ajusté (M)	\$393	\$512	\$554
BPA ajusté (ap. dilution)	\$0.72	\$1.23	\$1.55
C/B	17.1x	10.0x	8.0x
VE/BAIIA	6.8x	5.3x	4.6x

Au 31 décembre 2017

Dettes totales (M)	\$1,671
Dettes nettes (M)	\$1,534
Dettes nettes/BAIIA (12 derniers mois)	3.6x
Dettes nettes/Capital	48%
Dividende	\$0.16
Rendement du dividende	1.3%

Sources: Rapports de la société, estimations FBN

**Leon Aghazarian, M.Sc.**

514-879-2574; leon.aghazarian@nbc.ca

Adjoint: Zachary Evershed, CFA

514-412-0021; zachary.evershed@nbc.ca

Cote: Rendement supérieur Risque: Supérieur à la moyenne

Emballages: Équipondérer
(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 sont les papiers tissés et les emballages (carton plat Europe, cartons-caisses 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**Le prix du vieux carton ondulé (OCC) continue de baisser en 2018**

Le prix du vieux carton ondulé a augmenté d'environ 70% a/a au cours des trois premiers trimestres de 2017, mais a baissé de US\$60/tonne en octobre et n'a cessé de chuter depuis, s'établissant à US\$75/tonne en mai, bien en-deçà de la moyenne quinquennale d'environ US\$105/tonne. Cette contraction brutale des prix s'explique presque intégralement par la forte baisse de la demande à l'exportation causée par les nouvelles limites de contaminants dans les importations d'OCC vers la Chine. Comme Cascades fournit ses usines de cartons-caisses principalement en fibres recyclées (OCC par exemple), les variations des prix devraient largement profiter en 2018; toutes choses étant égales par ailleurs, le BAIIA annuel de CAS pourrait augmenter de \$29 millions pour chaque baisse de US\$15/tonne des prix de l'OCC d'après notre analyse de sensibilité. Si les prix de l'OCC restent au niveau actuel, notre BAIIA 2018e pourrait augmenter d'environ 6.1%.

La situation politique en Chine peut cependant évoluer rapidement, c'est pourquoi il faut compter avec prudence sur les nouveaux prix réduits de l'OCC à long terme. Les importations sont en baisse de 40% depuis janvier 2018 par rapport à la même période en 2017 et l'application des nouvelles réglementations semble stricte, cependant, ce qui est une bonne nouvelle pour la baisse des prix du vieux carton ondulé.

L'augmentation des prix du papier doublure de mars 2018, un point positif

Les producteurs de cartons-caisses ont annoncé une nouvelle hausse des prix du papier doublure et du papier cannelure en mars (+\$US50/tonne, à \$755/tonne). En raison des retards habituels dans l'application, les effets positifs commenceront probablement à se faire sentir au T3 2018, puis en totalité au T4 2018. Nous pensons que la hausse s'appliquera aussi intégralement aux boîtes finies, car les taux d'exploitation des capacités dans le secteur du carton-caisse sont supérieurs à 95% et les prix de la pâte, un intrant important pour les concurrents de Cascades, ont augmenté tout au long de 2017 et à ce jour depuis le début de l'année.

Toutes choses étant égales par ailleurs, une variation de US\$25/tonne des prix du papier doublure ferait croître le BAIIA annuel de Cascades de \$47 millions d'après notre analyse de sensibilité, ce qui se reflète désormais dans nos estimations pour le deuxième semestre de 2018 et pour 2019.

Conjoncture défavorable dans le secteur des papiers tissés

La contreperformance de la division Papiers tissés se poursuit et peut être attribuée aux effets de 1) la hausse des prix de la pâte, 2) la baisse des volumes de ventes en raison de la croissance des capacités du marché, 3) une augmentation des coûts du fret, et 4) la montée en régime plus lente que prévu à l'usine de transformation en Oregon.

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 \$18.00 est dérivé d'une analyse par somme des parties qui repose sur les ratios VE/BAIIA 2019e suivants: 7 pour la division des cartons-caisses, 4 pour celle des papiers tissés, 5 pour celle des cartons plats en Europe et 4 pour celle des produits spécialisés.

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

LES NOTATIONS ET LEUR SIGNIFICATION :

NOTATION INITIALE 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 chacune de ces catégories : Titre à rendement supérieur — Le titre devrait dégager un rendement supérieur au rendement global de l'ensemble des titres suivis par l'analyste au cours des douze mois qui suivent; Titre à 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; Titre à rendement inférieur — Le titre devrait dégager un rendement inférieur au rendement des titres suivis du même secteur d'activité au cours des douze mois qui suivent.

NOTATION SECONDAIRE DES TITRES : En cours de 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; Dépôt — Notre analyste recommande aux investisseurs de déposer en réponse à une offre précise visant les titres de la société; Diffusion restreinte — Compte tenu des opérations bancaires d'investissement en cours 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 DE L'INDUSTRIE : FBN dispose d'un système de pondération de l'industrie qui reflète le point de vue de notre Groupe Économie et Stratégie, au moyen de sa stratégie de notation sectorielle. Le système à trois niveaux note les secteurs de la façon suivante : Surpondération, équi pondération et sous-pondération, selon le rendement projeté du secteur par rapport aux moyennes des marchés plus vastes au cours des douze mois qui suivent.

COTE DE RISQUE : FBN emploie un système d'évaluation du risque à quatre niveaux, soit inférieur à la moyenne, moyen, supérieur à la moyenne et spéculatif. Le système tente d'évaluer le risque par rapport à l'ensemble du marché. Outre les critères propres au secteur, les analystes se servent également de critères quantitatifs et de critères qualitatifs dans le processus de notation. Les critères comprennent la prévisibilité des résultats financiers, la volatilité du cours de l'action, les cotes de solvabilité, la liquidité des actions et la qualité du bilan.

Généralités : La Financière Banque Nationale (FBN) est une filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la cote des bourses canadiennes.

Les informations contenues aux présentes proviennent de sources que nous jugeons fiables; toutefois nous n'offrons aucune garantie à l'égard de ces informations et elles pourraient s'avérer incomplètes. Les opinions exprimées sont fondées sur notre analyse et notre interprétation de ces informations et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés aux présentes.

Analystes de recherche : Les analystes de recherche qui préparent les présents rapports attestent que leur rapport respectif constitue une image fidèle de 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 opérations sur titres de participation, les Ventes au détail et les activités de compensation correspondantes, les Services bancaires aux entreprises et les Services de banque d'investissement. Comme les revenus tirés de ces activités varient, les fonds destinés à la rémunération des travaux de recherche fluctuent en conséquence. Aucun secteur d'activité n'a plus d'influence qu'un autre sur la rémunération des analystes de recherche.

Résidents du Canada : À l'égard de la distribution du présent rapport au Canada, FBN endosse la responsabilité de son contenu. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents du Canada doivent communiquer avec leur représentant professionnel FBN. Pour effectuer une opération, les résidents du Canada devraient communiquer avec leur conseiller en placement FBN.

Résidents des États-Unis : En ce qui concerne la distribution de ce rapport aux États-Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« NBCFI ») est réglementée par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC). 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 obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis sont invités à communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

Résidents du Royaume-Uni : Eu égard à la distribution du présent rapport aux résidents du Royaume-Uni, Financière Banque Nationale Inc. a autorisé le contenu (y compris, là où c'est nécessaire, aux fins du paragraphe 21(1) de la loi intitulée *Financial Services and Markets Act 2000*). Financière Banque Nationale Inc. et sa société mère ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle et/ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des titres ou des instruments financiers 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 et/ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de mandataire ou pour leur propre compte. Ils peuvent agir dans la tenue d'un marché pour ces placements ou placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre ou ils peuvent agir à titre de banque d'investissement et/ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements peut baisser ou augmenter. Le rendement passé ne se répètera pas nécessairement à l'avenir. Les placements mentionnés dans le présent rapport ne sont pas disponibles pour les clients du secteur détail. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription ni la sollicitation d'une offre d'acheter ou de souscrire les 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. Financière Banque Nationale Inc. est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority et a son siège social au 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD. Financière Banque Nationale Inc. n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority et la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni.

Résidents de HK : 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 pas été approuvé, examiné ni 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'une 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 of 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) commercialiser activement leurs services auprès du public de Hong Kong.

Droits d'auteur : Le présent rapport ne peut être reproduit que ce soit en totalité ou en partie. Il ne doit pas être distribué ou publié ou faire l'objet d'une mention de quelque manière que ce soit. Aucune mention des informations, des opinions et des conclusions qu'il contient ne peut être faite sans que le consentement préalable écrit de la Financière Banque Nationale n'ait été à chaque fois obtenu.

FBN est un membre du Canadian Investor Protection Fund

On trouvera un sommaire des recommandations trimestrielles de FBN et l'ensemble des recommandations mensuelles sur notre site Web sous les rubriques Recherche et analyse/Actions/La recherche FBN/Statistiques des recommandations FBN (lien ci-joint)

<http://www.nbin.ca/cmst/site/index.html?LanguageCode=1&isrefresh=1&templateID=249&navid=803>

La politique de diffusion des études financières de FBN est disponible sur notre site web sous la rubrique Légal/Politique d'intimité (lien ci-joint)

<http://www.nbin.ca/cmst/site/index.html?LanguageCode=1&isrefresh=1&templateID=243&navid=712>

Cliquer sur le lien ci-dessous pour connaître les informations particulières publiées par la société. <http://www.nbin.ca/contactus/disclosures.html>

Cliquez sur ce lien pour consulter la déclaration de principes de Banque Nationale Marchés financiers <http://bnmf.ca/fr/declaration-de-principes>

Si des informations propres à une société cotée en bourse ne se trouvent pas ici, c'est que FBN ne fait pas pour l'instant de recherche sur cette société ou qu'elle ne note pas son titre.

Information concernant la société: Cascades Inc. (2,3,4,5,7)

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.

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.



6 mars 2018

GIB.A (T); GIB (N) C\$75.40; US\$58.48
COURS CIBLE: \$85.00
RENDEMENT POTENTIEL: 10%

Fourchette 52 semaines	\$78.52 - \$61.73
Actions en circulation (M)	291.6
Capitalisation boursière (M\$)	\$22,489

Clôture de l'exercice: 30 septembre

(CAD)	2017A	2018E	2019E
Ch. d'affaires (M)	\$10,845	\$11,619	\$11,940
BAIIA (M)	\$1,964	\$2,145	\$2,230
BPA ajusté	\$3.65	\$4.28	\$4.51
FPE (M)	\$1,359	\$1,694	\$1,709
FT disponibles (M)	\$1,047	\$1,359	\$1,363
FT disponibles / ac	\$3.59	\$4.66	\$4.67

Liquidités et placements CT (M)	\$239
Dette totale (M)	\$1,823
Dette nette (M)	(\$1,584)
Encaisse par action	(\$5.43)
Valeur de l'entreprise (M)	\$24,073



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

Adjoints:
Andrew McGee - (416) 869-8049
 andrew.mcgee@nbc.ca

Steven Walt - (416) 869-7938
 steven.walt@nbc.ca

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

Cote: Rendement supérieur

Risque: Moyen

Logiciels et services informatiques: Surpondérer
 (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 65,000 aujourd'hui. CGI offre des services-conseils en technologie de l'information (TI), des services d'intégration des systèmes informatiques et des solutions d'externalisation en clientèle ou à distance à partir de centres de prestation de services situés en Amérique du Nord, en Europe et en Inde.

FAITS SAILLANTS

Notre thèse de placement

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

Voici les principaux 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.

ÉVALUATION

Nous maintenons notre cote Rendement supérieur et le cours cible de \$85 basé sur les FTA, ce qui correspond à un ratio C/B de 19.9 et à un ratio VE/BAIIA de 12.3 d'après nos estimations pour l'exercice 2018. CGI 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.

LES NOTATIONS ET LEUR SIGNIFICATION :

NOTATION INITIALE 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 chacune de ces catégories : Titre à rendement supérieur — Le titre devrait dégager un rendement supérieur au rendement global de l'ensemble des titres suivis par l'analyste au cours des douze mois qui suivent; Titre à 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; Titre à rendement inférieur — Le titre devrait dégager un rendement inférieur au rendement des titres suivis du même secteur d'activité au cours des douze mois qui suivent.

NOTATION SECONDAIRE DES TITRES : En cours de 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; Dépôt — Notre analyste recommande aux investisseurs de déposer en réponse à une offre précise visant les titres de la société; Diffusion restreinte — Compte tenu des opérations bancaires d'investissement en cours 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 DE L'INDUSTRIE : FBN dispose d'un système de pondération de l'industrie qui reflète le point de vue de notre Groupe Économie et Stratégie, au moyen de sa stratégie de notation sectorielle. Le système à trois niveaux note les secteurs de la façon suivante : Surpondération, équi pondération et sous-pondération, selon le rendement projeté du secteur par rapport aux moyennes des marchés plus vastes au cours des douze mois qui suivent.

COTE DE RISQUE : FBN emploie un système d'évaluation du risque à quatre niveaux, soit inférieur à la moyenne, moyen, supérieur à la moyenne et spéculatif. Le système tente d'évaluer le risque par rapport à l'ensemble du marché. Outre les critères propres au secteur, les analystes se servent également de critères quantitatifs et de critères qualitatifs dans le processus de notation. Les critères comprennent la prévisibilité des résultats financiers, la volatilité du cours de l'action, les cotes de solvabilité, la liquidité des actions et la qualité du bilan.

Généralités : La Financière Banque Nationale (FBN) est une filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la cote des bourses canadiennes.

Les informations contenues aux présentes proviennent de sources que nous jugeons fiables; toutefois nous n'offrons aucune garantie à l'égard de ces informations et elles pourraient s'avérer incomplètes. Les opinions exprimées sont fondées sur notre analyse et notre interprétation de ces informations et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés aux présentes.

Analystes de recherche : Les analystes de recherche qui préparent les présents rapports attestent que leur rapport respectif constitue une image fidèle de 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 opérations sur titres de participation, les Ventes au détail et les activités de compensation correspondantes, les Services bancaires aux entreprises et les Services de banque d'investissement. Comme les revenus tirés de ces activités varient, les fonds destinés à la rémunération des travaux de recherche fluctuent en conséquence. Aucun secteur d'activité n'a plus d'influence qu'un autre sur la rémunération des analystes de recherche.

Résidents du Canada : À l'égard de la distribution du présent rapport au Canada, FBN endosse la responsabilité de son contenu. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents du Canada doivent communiquer avec leur représentant professionnel FBN. Pour effectuer une opération, les résidents du Canada devraient communiquer avec leur conseiller en placement FBN.

Résidents des États-Unis : En ce qui concerne la distribution de ce rapport aux États-Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« NBCFI ») est réglementée par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC). 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 obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis sont invités à communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

Résidents du Royaume-Uni : Eu égard à la distribution du présent rapport aux résidents du Royaume-Uni, Financière Banque Nationale Inc. a autorisé le contenu (y compris, là où c'est nécessaire, aux fins du paragraphe 21(1) de la loi intitulée *Financial Services and Markets Act 2000*). Financière Banque Nationale Inc. et sa société mère ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle et/ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des titres ou des instruments financiers 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 et/ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de mandataire ou pour leur propre compte. Ils peuvent agir dans la tenue d'un marché pour ces placements ou placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre ou ils peuvent agir à titre de banque d'investissement et/ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements peut baisser ou augmenter. Le rendement passé ne se répètera pas nécessairement à l'avenir. Les placements mentionnés dans le présent rapport ne sont pas disponibles pour les clients du secteur détail. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription ni la sollicitation d'une offre d'acheter ou de souscrire les 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. Financière Banque Nationale Inc. est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority et a son siège social au 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD. Financière Banque Nationale Inc. n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority et la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni.

Résidents de HK : 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 pas été approuvé, examiné ni 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'une 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 of 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) commercialiser activement leurs services auprès du public de Hong Kong.

Droits d'auteur : Le présent rapport ne peut être reproduit que ce soit en totalité ou en partie. Il ne doit pas être distribué ou publié ou faire l'objet d'une mention de quelque manière que ce soit. Aucune mention des informations, des opinions et des conclusions qu'il contient ne peut être faite sans que le consentement préalable écrit de la Financière Banque Nationale n'ait été à chaque fois obtenu.

FBN est un membre du Canadian Investor Protection Fund

On trouvera un sommaire des recommandations trimestrielles de FBN et l'ensemble des recommandations mensuelles sur notre site Web sous les rubriques Recherche et analyse/Actions/La recherche FBN/Statistiques des recommandations FBN (lien ci-joint)

<http://www.nbin.ca/cmst/site/index.html?LanguageCode=1&isrefresh=1&templateID=249&navid=803>

La politique de diffusion des études financières de FBN est disponible sur notre site web sous la rubrique Légal/Politique d'intimité (lien ci-joint)

<http://www.nbin.ca/cmst/site/index.html?LanguageCode=1&isrefresh=1&templateID=243&navid=712>

Cliquer sur le lien ci-dessous pour connaître les informations particulières publiées par la société. <http://www.nbin.ca/contactus/disclosures.html>

Cliquez sur ce lien pour consulter la déclaration de principes de Banque Nationale Marchés financiers <http://bnmf.ca/fr/declaration-de-principes>

Si des informations propres à une société cotée en bourse ne se trouvent pas ici, c'est que FBN ne fait pas pour l'instant de recherche sur cette société ou qu'elle ne note pas son titre.

Information concernant la société: CGI Group Inc. (6,7)

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.



17 juillet 2018

CCA (TSX) **\$70.89**
COURS CIBLE: **\$79.00**
RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ: **14.1%**

Données boursières

Fourchette 52 semaines (CA\$) \$95.21 - \$63.60
 Bloomberg/Reuters: CCA CN;CCA TO

(Fin d'ex. 31 août)	2017a	2018e	2019e
Ch. d'affaires (M)	\$2,226.9	\$2,434.5	\$2,606.5
BAIIA (M)	\$1,005.0	\$1,095.0	\$1,182.5
VE/BAIIA	5.8x	5.9x	5.6x
BPA ajusté	\$6.13	\$5.90	\$6.77
Rendement FTD	10.7%	8.7%	11.1%
FTD par action	\$7.57	\$6.19	\$7.88

Données financières au 31 mai 2018

Actions en circulation (M)	49.6
Actions e. c. après dilution (M)	49.9
Flottant (M)	19.1
Valeur marchande (M)	\$3,514
Dette nette (M)	\$3,833.0
Avoir des détenteurs d'actions ordinaires (M)	\$2,246.2
Dette nette / Capital	63.1%
VCPA / Cours/VCPA	\$45.23/1.6x
RFP 2018e	19.8%
Dividende / Rendement	\$1.90/2.7%



Source: Thomson Reuters

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

Risque: Moyen

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

Cogeco Communications inc.

PROFIL

Cogeco Communications Inc. fournit à sa clientèle résidentielle des services de télévision, d'accès à Internet et de téléphonie ainsi que des services commerciaux de transmission de données à large bande par l'intermédiaire de sa filiale de services aux entreprises (renforcée par l'achat de Peer 1 le 29 janvier 2013). Suite au rachat 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 31.7% du capital de CCA et contrôle 82.2% des droits de vote. La famille Audet détient 11.4% du capital de COGECO Inc. et contrôle 71.2% des droits de vote. Rogers Communications Inc. détient 36.2% de CGO et 21.6% de CCA. Cogeco Câble a été renommée Cogeco Communications Inc. et Cogeco Câble Canada est désormais appelée Cogeco Connexion.

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 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, Cogeco 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 supérieur. 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 disparaître, les marges restent impressionnantes, à plus de 52%, et ont légèrement progressé grâce aux efforts de réduction des coûts et à des changements dans les offres, avec une amélioration de 30 pb au cours de l'exercice 2017.

Baisse du BAIIA des Services aux entreprises en 2016 et 2017; la croissance devrait reprendre au second semestre de 2018

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 \$450M pour la division au T3 2016. Le chiffre d'affaires a baissé de 3.9% et le BAIIA, de 10.2% en 2016, puis respectivement de 3.6% et 7.4% en 2017 avant un retour prévu de la croissance à la fin de 2018. Le taux d'utilisation des capacités devrait être d'environ 50% des capacités brutes de la division d'environ 400,000 pieds carrés.

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 ainsi que 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 20 août 2015.

Le 10 juillet 2017, Cogeco a annoncé l'acquisition des actifs restants de MetroCast auprès 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. Suite aux transactions, le ratio d'endettement de Cogeco est monté à 3.8 (3.4 *pro forma*). La direction s'attachera à le faire baisser aux alentours de 3 avant de réaliser d'autres acquisitions, ce qui devrait 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 sans 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, de même qu'il faut prendre acte de la banalisation accrue du segment inférieur des services aux entreprises.

ÉVALUATION

Nous attribuons à CCA la cote Rendement supérieur et un cours cible de \$79.

Notre cours cible repose sur les FTA 2018e-2019e et sur la VAN 2019e-2020e, avec des ratios VE/BAIIA implicites de 6.3, 5.9 et 5.6 d'après nos estimations pour 2018, 2019 et 2020, respectivement.

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

LES NOTATIONS ET LEUR SIGNIFICATION :

NOTATION INITIALE 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 chacune de ces catégories : Titre à rendement supérieur — Le titre devrait dégager un rendement supérieur au rendement global de l'ensemble des titres suivis par l'analyste au cours des douze mois qui suivent; Titre à 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; Titre à rendement inférieur — Le titre devrait dégager un rendement inférieur au rendement des titres suivis du même secteur d'activité au cours des douze mois qui suivent.

NOTATION SECONDAIRE DES TITRES : En cours de 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; Dépôt — Notre analyste recommande aux investisseurs de déposer en réponse à une offre précise visant les titres de la société; Diffusion restreinte — Compte tenu des opérations bancaires d'investissement en cours 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 DE L'INDUSTRIE : FBN dispose d'un système de pondération de l'industrie qui reflète le point de vue de notre Groupe Économie et Stratégie, au moyen de sa stratégie de notation sectorielle. Le système à trois niveaux note les secteurs de la façon suivante : Surpondération, équi pondération et sous-pondération, selon le rendement projeté du secteur par rapport aux moyennes des marchés plus vastes au cours des douze mois qui suivent.

COTE DE RISQUE : FBN emploie un système d'évaluation du risque à quatre niveaux, soit inférieur à la moyenne, moyen, supérieur à la moyenne et spéculatif. Le système tente d'évaluer le risque par rapport à l'ensemble du marché. Outre les critères propres au secteur, les analystes se servent également de critères quantitatifs et de critères qualitatifs dans le processus de notation. Les critères comprennent la prévisibilité des résultats financiers, la volatilité du cours de l'action, les cotes de solvabilité, la liquidité des actions et la qualité du bilan.

Généralités : La Financière Banque Nationale (FBN) est une filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la cote des bourses canadiennes.

Les informations contenues aux présentes proviennent de sources que nous jugeons fiables; toutefois nous n'offrons aucune garantie à l'égard de ces informations et elles pourraient s'avérer incomplètes. Les opinions exprimées sont fondées sur notre analyse et notre interprétation de ces informations et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés aux présentes.

Analystes de recherche : Les analystes de recherche qui préparent les présents rapports attestent que leur rapport respectif constitue une image fidèle de 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 opérations sur titres de participation, les Ventes au détail et les activités de compensation correspondantes, les Services bancaires aux entreprises et les Services de banque d'investissement. Comme les revenus tirés de ces activités varient, les fonds destinés à la rémunération des travaux de recherche fluctuent en conséquence. Aucun secteur d'activité n'a plus d'influence qu'un autre sur la rémunération des analystes de recherche.

Résidents du Canada : À l'égard de la distribution du présent rapport au Canada, FBN endosse la responsabilité de son contenu. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents du Canada doivent communiquer avec leur représentant professionnel FBN. Pour effectuer une opération, les résidents du Canada devraient communiquer avec leur conseiller en placement FBN.

Résidents des États-Unis : En ce qui concerne la distribution de ce rapport aux États-Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« NBCFI ») est réglementée par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC). 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 obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis sont invités à communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

Résidents du Royaume-Uni : Eu égard à la distribution du présent rapport aux résidents du Royaume-Uni, Financière Banque Nationale Inc. a autorisé le contenu (y compris, là où c'est nécessaire, aux fins du paragraphe 21(1) de la loi intitulée *Financial Services and Markets Act 2000*). Financière Banque Nationale Inc. et sa société mère ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle et/ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des titres ou des instruments financiers 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 et/ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de mandataire ou pour leur propre compte. Ils peuvent agir dans la tenue d'un marché pour ces placements ou placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre ou ils peuvent agir à titre de banque d'investissement et/ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements peut baisser ou augmenter. Le rendement passé ne se répètera pas nécessairement à l'avenir. Les placements mentionnés dans le présent rapport ne sont pas disponibles pour les clients du secteur détail. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription ni la sollicitation d'une offre d'acheter ou de souscrire les 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. Financière Banque Nationale Inc. est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority et a son siège social au 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD. Financière Banque Nationale Inc. n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority et la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni.

Résidents de HK : 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 pas été approuvé, examiné ni 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'une 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 of 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) commercialiser activement leurs services auprès du public de Hong Kong.

Droits d'auteur : Le présent rapport ne peut être reproduit que ce soit en totalité ou en partie. Il ne doit pas être distribué ou publié ou faire l'objet d'une mention de quelque manière que ce soit. Aucune mention des informations, des opinions et des conclusions qu'il contient ne peut être faite sans que le consentement préalable écrit de la Financière Banque Nationale n'ait été à chaque fois obtenu.

FBN est un membre du Canadian Investor Protection Fund

On trouvera un sommaire des recommandations trimestrielles de FBN et l'ensemble des recommandations mensuelles sur notre site Web sous les rubriques Recherche et analyse/Actions/La recherche FBN/Statistiques des recommandations FBN (lien ci-joint)
<http://www.nbin.ca/cmst/site/index.html?LanguageCode=1&isrefresh=1&templateID=249&navid=803>

La politique de diffusion des études financières de FBN est disponible sur notre site web sous la rubrique Législation/Politique d'intimité (lien ci-joint)
<http://www.nbin.ca/cmst/site/index.html?LanguageCode=1&isrefresh=1&templateID=243&navid=712>

Cliquer sur le lien ci-dessous pour connaître les informations particulières publiées par la société. <http://www.nbin.ca/contactus/disclosures.html>

Cliquez sur ce lien pour consulter la déclaration de principes de Banque Nationale Marchés financiers <http://bnmf.ca/fr/declaration-de-principes>

Si des informations propres à une société cotée en bourse ne se trouvent pas ici, c'est que FBN ne fait pas pour l'instant de recherche sur cette société ou qu'elle ne note pas son titre.

Information concernant la société: Cogeco Communications Inc. (6,7)

Patricia Curadeau-Grou est une dirigeante, une administratrice, une employée ou une conseillère de cette société.

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.



17 juillet 2018

CJR.B (TSX) **\$4.49**
COURS CIBLE: **\$5.50**
RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ: **27.8%**

Données boursières:

Fourchette 52 semaines (CAD) \$14.10 - \$4.42

Bloomberg/Reuters: CAD CJR/B CN / CJR'b

(Ex. 31 août)	2017a	2018e	2019e
Ch. d'affaires (M)	\$1,679.0	\$1,645.3	\$1,613.2
BAIIA ajusté (M)	\$578.1	\$566.7	\$521.6
BPA (d.)	\$1.10	\$1.11	\$0.97
C/B	4.1x	4.0x	4.6x
VE/BAIIA*	5.5x	5.5x	5.6x
Liquidités disp. (M)	\$271.1	\$318.0	\$289.2
FTD par action	\$1.35	\$1.53	\$1.37
FTD par Corus (M)	\$292.66	\$313.22	\$289.17

Télé payante: vente conclue le 29/2/2016; Shaw Media: achat clos le 1/4/2016

Données financières au: 30 novembre 2017

Actions en circulation (M)	209.8
Flottant (M)	123.3
Valeur au marché (M)	\$941.9
Dette nette (M)	\$1,924.3
Actions ordinaires (M)	\$1,492.1
Dette nette/Capital	56.3%
VCPA / C/ VCPA	\$7.11/0.6x
RFP 2018e	11.8%
Dividende/Rendement	\$0.24/5.3%



Source: Thomson Reuters.

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

Cote: Rendement moyen**Risque: Supérieur à la moyenne****Médias: Équipondérer****(Groupe Économie et Stratégie FBN)****Corus Entertainment Inc.****PROFIL**

Corus Entertainment Inc. est une grande société de médias et de divertissement intégrée qui propose une base attrayante de services de télévision spécialisée et de radio, ainsi que de contenu destiné aux enfants et aux familles. Le Shaw Family Living Trust et ses membres reliés contrôlent 84.7% des votes et 6.0% des actions, alors que Shaw Communications détient 38.9% des actions grâce à une entente de blocage (39.6% des actions de catégorie B).

FAITS SAILLANTS**Une conjoncture faible sur le marché de la publicité télévisuelle continue de faire pression sur les résultats.**

Le T1 2018, trimestre important, a donné une tonalité assez décevante pour les activités de publicité télévisuelle en 2018, car les résultats étaient inférieurs aux attentes en raison d'une conjoncture faible et malgré une augmentation de 4% de la part de marché télévisuelle à l'automne. Comme prévu, les ventes de publicité télévisuelle au T2 ont pâti des Jeux olympiques, et le T4 devrait aussi souffrir de la Coupe du monde de football. Cependant, le bénéfice a été soutenu par le calendrier de comptabilisation de certains coûts de programmation. Au T3, en tenant compte de certains problèmes de fond, les ventes publicitaires télévisuelles ont enregistré une plus forte baisse que nous et la direction avions anticipée, avec une visibilité réduite pour l'avenir. Au cours de la visioconférence du T3, la direction a beaucoup insisté sur les objectifs de Corus en matière de désendettement, de diversification de la base de revenus et d'optimisation des activités de base (optimisation du portefeuille, partenariats de contenu, suivi des téléspectateurs sur toutes les plateformes, exploitation des ressources locales, possession de plus de contenu, intégration de la technologie à tous les échelons de la société). Il sera essentiel de savoir si la direction peut exécuter sa stratégie pour stabiliser ses résultats, ce que personne n'anticipe à court terme et qui ne sera pas facile à long terme. Le projet de loi S-228 qui propose de limiter les publicités à destination des enfants pour des aliments et des boissons malsains devrait être adopté à l'automne et entrer en vigueur en septembre 2020.

Le projet de vente des chaînes spécialisées Historia et Séries+ à Bell a été rejeté.

Le 17 octobre, Corus a annoncé la vente des chaînes francophones spécialisées Historia et Séries+ à Bell pour \$200 millions (d'après les informations soumises, le BAIIA était de \$20 millions, pour un ratio d'acquisition de 10), sous réserve de l'autorisation du CRTC et du Bureau de la concurrence. Le 25 mai, ce dernier a rejeté la proposition des parties. En 2013, quand Bell a acquis Astral et vendu certains actifs, elle avait convenu de ne pas racheter ces deux chaînes avant 10 ans. Malgré l'évolution rapide du paysage médiatique, cinq années ne suffisaient pas. En dernier recours, Bell peut plaider sa cause auprès du Tribunal de la concurrence, faute de quoi Corus, qui espérait faire baisser son ratio d'endettement de 20 pb grâce à cette vente, pourra rechercher d'autres acheteurs potentiels pour ses chaînes ou envisager la vente d'autres actifs.

Le ratio d'endettement se situe à 3.4, la dividende a été réduit de 79% et sera versé de façon trimestrielle en 2019, pas de remise sur le programme de réinvestissement des dividendes.

La direction tablait sur une réduction du ratio d'endettement à 3.0 en 2018, mais, suite aux résultats plus faibles que prévu au T1 2018, elle a indiqué que cet objectif ne serait pas atteint. Compte tenu des pressions et de son ratio d'endettement de 3.4 (objectif de la direction inférieur à 3), Corus a dû réduire son dividende, avec prise d'effet en 2019. La remise de 2% sur le programme de réinvestissement des dividendes est éliminée et les actions seront achetées sur le marché plutôt qu'émisses par Corus. Nous anticipons un ratio d'endettement de 3.4 en 2018, 3.3 en 2019 et 3.1, car nous prévoyons des FTD inférieurs au consensus. En 2019, nous pensons que le ratio de distribution du dividende devrait tomber à 17.5% environ, alors qu'il aurait été de 83% sans réduction et hors programme de réinvestissement des dividendes.

FACTEURS DE RISQUE

Corus tire plus de la moitié de son chiffre d'affaires de la publicité, qui reste cyclique. Au-delà des pressions à long terme, tout ralentissement de l'économie canadienne aurait un impact sur les dépenses publicitaires. Même si la société bénéficie de cartes de tarification liées à un taux de pénétration qui devraient, à court terme, protéger ses revenus d'abonnement contre le risque d'annulations ou de réductions d'abonnements, la perte d'abonnés à ses services de télévision spécialisés pourrait avoir des conséquences pour les ventes de publicité et, avec le temps, miner les revenus d'abonnement. L'intégration de Shaw Media se passe bien jusqu'ici, mais il faudra voir quel effet auront les pressions à long terme sur l'impact net de tous les gains de synergie attendus. Shaw Communications peut vendre un tiers de ses actions dans Corus 12, 18 et 24 mois après la conclusion de la transaction Shaw Media (le 1^{er} avril 2016). La perspective de ces ventes d'actions pourrait peser sur le titre.

ÉVALUATION**Nous attribuons à Corus la cote Rendement moyen, avec un cours cible de \$5.50.**

Notre cours cible repose sur notre estimation de la VAN pour l'exercice 2020, avec un ratio VE/BAIIA implicite de 6.0 d'après nos estimations pour 2018-2020.

LES NOTATIONS ET LEUR SIGNIFICATION :

NOTATION INITIALE 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 chacune de ces catégories : Titre à rendement supérieur — Le titre devrait dégager un rendement supérieur au rendement global de l'ensemble des titres suivis par l'analyste au cours des douze mois qui suivent; Titre à 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; Titre à rendement inférieur — Le titre devrait dégager un rendement inférieur au rendement des titres suivis du même secteur d'activité au cours des douze mois qui suivent.

NOTATION SECONDAIRE DES TITRES : En cours de 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; Dépôt — Notre analyste recommande aux investisseurs de déposer en réponse à une offre précise visant les titres de la société; Diffusion restreinte — Compte tenu des opérations bancaires d'investissement en cours 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 DE L'INDUSTRIE : FBN dispose d'un système de pondération de l'industrie qui reflète le point de vue de notre Groupe Économie et Stratégie, au moyen de sa stratégie de notation sectorielle. Le système à trois niveaux note les secteurs de la façon suivante : Surpondération, équi pondération et sous-pondération, selon le rendement projeté du secteur par rapport aux moyennes des marchés plus vastes au cours des douze mois qui suivent.

COTE DE RISQUE : FBN emploie un système d'évaluation du risque à quatre niveaux, soit inférieur à la moyenne, moyen, supérieur à la moyenne et spéculatif. Le système tente d'évaluer le risque par rapport à l'ensemble du marché. Outre les critères propres au secteur, les analystes se servent également de critères quantitatifs et de critères qualitatifs dans le processus de notation. Les critères comprennent la prévisibilité des résultats financiers, la volatilité du cours de l'action, les cotes de solvabilité, la liquidité des actions et la qualité du bilan.

Généralités : La Financière Banque Nationale (FBN) est une filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la cote des bourses canadiennes.

Les informations contenues aux présentes proviennent de sources que nous jugeons fiables; toutefois nous n'offrons aucune garantie à l'égard de ces informations et elles pourraient s'avérer incomplètes. Les opinions exprimées sont fondées sur notre analyse et notre interprétation de ces informations et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés aux présentes.

Analystes de recherche : Les analystes de recherche qui préparent les présents rapports attestent que leur rapport respectif constitue une image fidèle de 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 opérations sur titres de participation, les Ventes au détail et les activités de compensation correspondantes, les Services bancaires aux entreprises et les Services de banque d'investissement. Comme les revenus tirés de ces activités varient, les fonds destinés à la rémunération des travaux de recherche fluctuent en conséquence. Aucun secteur d'activité n'a plus d'influence qu'un autre sur la rémunération des analystes de recherche.

Résidents du Canada : À l'égard de la distribution du présent rapport au Canada, FBN endosse la responsabilité de son contenu. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents du Canada doivent communiquer avec leur représentant professionnel FBN. Pour effectuer une opération, les résidents du Canada devraient communiquer avec leur conseiller en placement FBN.

Résidents des États-Unis : En ce qui concerne la distribution de ce rapport aux États-Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« NBCFI ») est réglementée par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC). 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 obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis sont invités à communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

Résidents du Royaume-Uni : Eu égard à la distribution du présent rapport aux résidents du Royaume-Uni, Financière Banque Nationale Inc. a autorisé le contenu (y compris, là où c'est nécessaire, aux fins du paragraphe 21(1) de la loi intitulée *Financial Services and Markets Act 2000*). Financière Banque Nationale Inc. et sa société mère ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle et/ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des titres ou des instruments financiers 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 et/ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de mandataire ou pour leur propre compte. Ils peuvent agir dans la tenue d'un marché pour ces placements ou placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre ou ils peuvent agir à titre de banque d'investissement et/ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements peut baisser ou augmenter. Le rendement passé ne se répètera pas nécessairement à l'avenir. Les placements mentionnés dans le présent rapport ne sont pas disponibles pour les clients du secteur détail. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription ni la sollicitation d'une offre d'acheter ou de souscrire les 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. Financière Banque Nationale Inc. est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority et a son siège social au 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD. Financière Banque Nationale Inc. n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority et la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni.

Résidents de HK : 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 pas été approuvé, examiné ni 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'une 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 of 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) commercialiser activement leurs services auprès du public de Hong Kong.

Droits d'auteur : Le présent rapport ne peut être reproduit que ce soit en totalité ou en partie. Il ne doit pas être distribué ou publié ou faire l'objet d'une mention de quelque manière que ce soit. Aucune mention des informations, des opinions et des conclusions qu'il contient ne peut être faite sans que le consentement préalable écrit de la Financière Banque Nationale n'ait été à chaque fois obtenu.

FBN est un membre du Canadian Investor Protection Fund

On trouvera un sommaire des recommandations trimestrielles de FBN et l'ensemble des recommandations mensuelles sur notre site Web sous les rubriques Recherche et analyse/Actions/La recherche FBN/Statistiques des recommandations FBN (lien ci-joint)
<http://www.nbin.ca/cmst/site/index.html?LanguageCode=1&isrefresh=1&templateID=249&navid=803>

La politique de diffusion des études financières de FBN est disponible sur notre site web sous la rubrique Légal/Politique d'intimité (lien ci-joint)
<http://www.nbin.ca/cmst/site/index.html?LanguageCode=1&isrefresh=1&templateID=243&navid=712>

Cliquer sur le lien ci-dessous pour connaître les informations particulières publiées par la société. <http://www.nbin.ca/contactus/disclosures.html>

Cliquez sur ce lien pour consulter la déclaration de principes de Banque Nationale Marchés financiers <http://bnmf.ca/fr/declaration-de-principes>

Si des informations propres à une société cotée en bourse ne se trouvent pas ici, c'est que FBN ne fait pas pour l'instant de recherche sur cette société ou qu'elle ne note pas son titre.

Information concernant la société: Corus Entertainment Inc. (6,7)

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.



17 juillet 2018

EMP.A (TSX) **\$26.89**
COURS CIBLE: **\$31.00**
RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ: **17%**

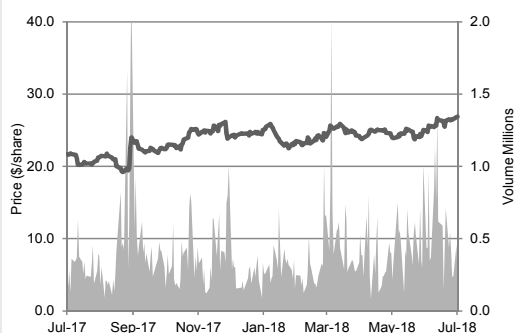
Fourchette 52 semaines	\$27.08 - \$19.12
Actions en circulation (M)	272.2
Flottant	85%
Capitalisation boursière (M\$)	7,319

Clôture de l'exercice: 31 mai

	2018A	2019E	2020E
Ventes (M)	\$24,215	\$24,401	\$24,745
BAIIA	\$1,015	\$1,096	\$1,298
BPA (ap. dilution)	\$1.27	\$1.52	\$2.12
C/B	\$21	\$18	\$12.69
VE/BAIIA	8.2x	7.6x	6.4x

Au T3 2018

Encaisse (M)	\$628
Dettes totales (M)	\$1,667
Dettes nettes (M)	\$1,039
Dettes/Capital	22%
VCPA	\$13.60
Dividende	\$0.44
Rendement du dividende	1.6%



Source: Thomson, NBF

Vishal Shreedhar
 416.869.7930
 vishal.shreedhar@nbc.ca

Adjoint:
Ryan Li
 416.869.6767
 ryan.li@nbc.ca

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

Cote: Rendement supérieur Risque: Moyen

Distribution alimentaire: Surpondérer
(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

L'intégration de Canada Safeway pose problème

À la suite de l'acquisition de Canada Safeway, Empire a connu des problèmes avec ses systèmes TI et avec l'intégration des processus (dans le réseau Empire-Sobeys). Les conditions économiques difficiles dans l'Ouest canadien et l'inefficacité (jusqu'ici) des stratégies de marchandisage ont aussi pesé sur les derniers trimestres. Empire a lancé une grande initiative de transformation pour réaliser des économies annualisées de \$500 millions d'ici la fin de 2020.

Bilan et affectation des capitaux

Le ratio dette nette/BAIIA après ajustement du secteur de la distribution alimentaire (3.4 actuellement) s'est amélioré ces derniers trimestres du fait de l'augmentation des résultats. La société continue d'investir dans d'importantes initiatives visant à améliorer la performance opérationnelle.

Une amélioration attendue, non sans volatilité

Selon nous, l'objectif de la direction n'est pas d'obtenir une croissance temporaire grâce à des résultats comparatifs faciles à soutenir, mais d'enregistrer une croissance durable en utilisant efficacement le capital. Par conséquent, nous nous attendons à ce que la performance de l'action soit volatile tandis que les investisseurs se demandent quel positionnement la direction veut donner au réseau d'Empire (coûts pour lancer les bannières à escompte à grande échelle), quels coûts seront engendrés par l'amélioration de l'offre numérique et dans quelle mesure les initiatives d'efficacité se répercuteront sur le bénéfice. Une amélioration constante de l'exécution est nécessaire pour soutenir durablement le cours de l'action.

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, à la conjoncture difficile du secteur de l'épicerie, à la hausse du salaire minimum en Ontario et en Alberta, aux litiges dus à la fixation des prix et au ralentissement de la croissance des ventes à magasins identiques de la chaîne.

ÉVALUATION

Cote Rendement supérieur; cours cible de \$31

Notre cours cible correspond à 7.0 fois le BAIIA 2020 des activités de distribution de produits alimentaires, plus la valeur des investissements d'Empire.

LES NOTATIONS ET LEUR SIGNIFICATION :

NOTATION INITIALE 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 chacune de ces catégories : Titre à rendement supérieur — Le titre devrait dégager un rendement supérieur au rendement global de l'ensemble des titres suivis par l'analyste au cours des douze mois qui suivent; Titre à 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; Titre à rendement inférieur — Le titre devrait dégager un rendement inférieur au rendement des titres suivis du même secteur d'activité au cours des douze mois qui suivent.

NOTATION SECONDAIRE DES TITRES : En cours de 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; Dépôt — Notre analyste recommande aux investisseurs de déposer en réponse à une offre précise visant les titres de la société; Diffusion restreinte — Compte tenu des opérations bancaires d'investissement en cours 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 DE L'INDUSTRIE : FBN dispose d'un système de pondération de l'industrie qui reflète le point de vue de notre Groupe Économie et Stratégie, au moyen de sa stratégie de notation sectorielle. Le système à trois niveaux note les secteurs de la façon suivante : Surpondération, équi pondération et sous-pondération, selon le rendement projeté du secteur par rapport aux moyennes des marchés plus vastes au cours des douze mois qui suivent.

COTE DE RISQUE : FBN emploie un système d'évaluation du risque à quatre niveaux, soit inférieur à la moyenne, moyen, supérieur à la moyenne et spéculatif. Le système tente d'évaluer le risque par rapport à l'ensemble du marché. Outre les critères propres au secteur, les analystes se servent également de critères quantitatifs et de critères qualitatifs dans le processus de notation. Les critères comprennent la prévisibilité des résultats financiers, la volatilité du cours de l'action, les cotes de solvabilité, la liquidité des actions et la qualité du bilan.

Généralités : La Financière Banque Nationale (FBN) est une filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la cote des bourses canadiennes.

Les informations contenues aux présentes proviennent de sources que nous jugeons fiables; toutefois nous n'offrons aucune garantie à l'égard de ces informations et elles pourraient s'avérer incomplètes. Les opinions exprimées sont fondées sur notre analyse et notre interprétation de ces informations et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés aux présentes.

Analystes de recherche : Les analystes de recherche qui préparent les présents rapports attestent que leur rapport respectif constitue une image fidèle de 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 opérations sur titres de participation, les Ventes au détail et les activités de compensation correspondantes, les Services bancaires aux entreprises et les Services de banque d'investissement. Comme les revenus tirés de ces activités varient, les fonds destinés à la rémunération des travaux de recherche fluctuent en conséquence. Aucun secteur d'activité n'a plus d'influence qu'un autre sur la rémunération des analystes de recherche.

Résidents du Canada : À l'égard de la distribution du présent rapport au Canada, FBN endosse la responsabilité de son contenu. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents du Canada doivent communiquer avec leur représentant professionnel FBN. Pour effectuer une opération, les résidents du Canada devraient communiquer avec leur conseiller en placement FBN.

Résidents des États-Unis : En ce qui concerne la distribution de ce rapport aux États-Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« NBCFI ») est réglementée par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC). 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 obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis sont invités à communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

Résidents du Royaume-Uni : Eu égard à la distribution du présent rapport aux résidents du Royaume-Uni, Financière Banque Nationale Inc. a autorisé le contenu (y compris, là où c'est nécessaire, aux fins du paragraphe 21(1) de la loi intitulée *Financial Services and Markets Act 2000*). Financière Banque Nationale Inc. et sa société mère ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle et/ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des titres ou des instruments financiers 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 et/ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de mandataire ou pour leur propre compte. Ils peuvent agir dans la tenue d'un marché pour ces placements ou placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre ou ils peuvent agir à titre de banque d'investissement et/ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements peut baisser ou augmenter. Le rendement passé ne se répètera pas nécessairement à l'avenir. Les placements mentionnés dans le présent rapport ne sont pas disponibles pour les clients du secteur détail. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription ni la sollicitation d'une offre d'acheter ou de souscrire les 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. Financière Banque Nationale Inc. est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority et a son siège social au 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD. Financière Banque Nationale Inc. n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority et la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni.

Résidents de HK : 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 pas été approuvé, examiné ni 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'une 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 of Hong Kong (« SFO »)]. Si vous avez des doutes quant à votre statut, vous devriez consulter un conseiller financier ou communiquer avec nous. Ce document n'est pas un document de marketing et n'est pas destiné à une distribution publique. Veuillez noter que ni ce document ni le produit qui y est mentionné ne sont visés par une autorisation de vente de la SFC. Prière de vous reporter au prospectus du produit pour des renseignements plus détaillés.

Des conflits d'intérêts concernant NBCFMA ou les activités de membres de son groupe sont possibles. Ces activités et intérêts comprennent des intérêts multiples en termes de conseils, transactionnels et financiers, dans les valeurs mobilières et instruments qui peuvent être achetés ou vendus par NBCFMA ou les membres de son groupe, ou dans d'autres instruments de placement qui sont gérés par NBCFMA ou les membres de son groupe qui peuvent acheter ou vendre de telles valeurs mobilières ou de tels instruments. Aucune autre entité au sein du groupe de la Banque Nationale du Canada, y compris la Banque Nationale du Canada et Financière Banque Nationale Inc., n'est titulaire d'un permis de la SCF ni n'est inscrite auprès de la SFC. Par conséquent, ces entités et leurs employés ne sont pas autorisés à ni n'ont l'intention de : (i) se livrer à une activité réglementée à Hong Kong; (ii) se présenter comme s'ils se livraient à une activité réglementée à Hong Kong; (iii) commercialiser activement leurs services auprès du public de Hong Kong.

Droits d'auteur : Le présent rapport ne peut être reproduit que ce soit en totalité ou en partie. Il ne doit pas être distribué ou publié ou faire l'objet d'une mention de quelque manière que ce soit. Aucune mention des informations, des opinions et des conclusions qu'il contient ne peut être faite sans que le consentement préalable écrit de la Financière Banque Nationale n'ait été à chaque fois obtenu.

FBN est un membre du Canadian Investor Protection Fund

On trouvera un sommaire des recommandations trimestrielles de FBN et l'ensemble des recommandations mensuelles sur notre site Web sous les rubriques Recherche et analyse/Actions/La recherche FBN/Statistiques des recommandations FBN (lien ci-joint)
<http://www.nbin.ca/cmst/site/index.html?LanguageCode=1&isrefresh=1&templateID=249&navid=803>

La politique de diffusion des études financières de FBN est disponible sur notre site web sous la rubrique Légal/Politique d'intimité (lien ci-joint)
<http://www.nbin.ca/cmst/site/index.html?LanguageCode=1&isrefresh=1&templateID=243&navid=712>

Cliquer sur le lien ci-dessous pour connaître les informations particulières publiées par la société. <http://www.nbin.ca/contactus/disclosures.html>

Cliquez sur ce lien pour consulter la déclaration de principes de Banque Nationale Marchés financiers <http://bnmf.ca/fr/declaration-de-principes>

Si des informations propres à une société cotée en bourse ne se trouvent pas ici, c'est que FBN ne fait pas pour l'instant de recherche sur cette société ou qu'elle ne note pas son titre.

Information concernant la société: Empire Company Ltd. (6.7)

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.



13 mars 2018

GWO (TSX) **\$34.02**
COURS CIBLE: **\$39.00**
RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ: **19%**

Données boursières

Fourchette 52 semaines	\$33.01 - \$37.79
Actions en circulation FDP (M)	989
Capitalisation boursière (M\$)	\$33,636
Pondération dans S&P/TSX composé	0.5%

Fin d'ex.: 31 déc.	2016A	2017A	2018E	2019E
BPA (excl. conv. parts)	\$2.66	\$2.17	\$2.97	\$3.25
Croissance a/a	(4%)	(18%)	37%	9%
BPA de base	\$2.69	\$2.67	\$2.98	\$3.26
Croissance a/a	(4%)	(1%)	12%	9%
Dividende/action	\$1.38	\$1.47	\$1.56	\$1.65
Moyenne actions ap. dilution	993	991	990	992
Valeur comptable par action	\$19.76	\$20.11	\$20.46	\$23.06
Cours/Valeur comptable	1.7x	1.7x	1.7x	1.5x
Cours/Bénéfice de base	12.6x	12.7x	11.4x	10.5x
Bénéfice net affér. act. ord.	\$2,641	\$2,149	\$2,943	\$3,223
Bénéfice de base (ap. impôt)	\$2,673	\$2,647	\$2,950	\$3,230

Données financières (au dernier trimestre)

Cours/Valeur comptable	1.7x
Dividende	
Dividende trimestriel par action	\$0.37
Rendement du dividende	4.3%



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

Adjoints:

Mateen Latif
 (416) 507-8006
 mateen.latif@nbc.ca

Ganesh Kannan
 (416) 507-9555
 ganesh.kannan@nbc.ca

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

Cote: Rendement supérieur

Risque: Inférieur à la moyenne

Assurances: Équipondérer
 (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 deuxième 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 – une société canadienne de portefeuille de services financiers – détient une participation majoritaire (67% des actions ordinaires) dans GWO, laquelle est elle-même contrôlée par Power Corporation du Canada (qui possède 66% de ses actions ordinaires). La fiducie résiduaire familiale Desmarais exerce un contrôle sur les droits de vote dans Power Corporation du Canada.

POINTS SAILLANTS

Amélioration de la qualité du bénéfice (une nouvelle rafraîchissante). Exclusion faite de charges de \$216 millions liées à la réforme fiscale américaine, d'une charge nette de \$122 millions sur la cession d'un placement en actions secondaire et de frais de restructuration de \$4 millions, GWO a dégagé un BPA (\$0.74) supérieur à notre prévision (\$0.71) et au chiffre consensuel (\$0.67). Contrairement aux trimestres précédents, GWO a publié des résultats généralement clairs (de meilleure qualité). Pour mettre les choses en perspective, précisons que nous évaluons toujours l'apport des profits sur les résultats techniques et des mesures de la direction aux résultats de GWO. À 23%, le total de ces postes constitue un apport « normal » au bénéfice avant impôt (ajusté). Dans les faits, les profits sur les résultats techniques de \$34 millions (41% du total) ont résulté d'une baisse du taux de morbidité de l'exploitation canadienne, qui a évolué de façon favorable toute l'année. De ce fait, il faut s'attendre à ce que ce résultat débouche sur une hausse des profits prévus pour 2018 si GWO confirme sa durabilité.

Le redressement de l'exploitation canadienne se confirme. Avec une hausse de 10% du bénéfice ce trimestre, l'exploitation canadienne de GWO a terminé l'année en force. Nous sommes d'avis que cet élan se poursuivra en 2018. Voici pourquoi : 1) les chiffres comparatifs sont plus favorables, 2) l'élargissement des marges de l'Assurance collective à la suite d'une révision de la tarification a débouché sur une amélioration des règlements des sinistres compte tenu du taux de morbidité et 3) des gains d'efficacité sont à prévoir. Nous constatons que c'est le troisième trimestre de suite que les charges n'augmentent pas ou baissent en rythme annuel, le programme de réduction des coûts de \$160 millions lancé par la société dans ce secteur donnant des résultats. GWO a réalisé 60% des économies projetées et compte atteindre la marque des 100% avant le T1 2019.

Ventes et bénéfices déçoivent chez Putnam. Cette société a affiché une perte de \$5 millions, alors que nous pensions qu'elle aurait atteint le seuil de rentabilité ce trimestre. Au chapitre des souscriptions, Putnam a déclaré des sorties nettes de US\$800 millions, soit US\$600 millions par les clients institutionnels et \$200 millions par les épargnants. Pour être justes, disons que les résultats de Putnam n'interviennent presque après coup, les perspectives dans ce secteur étant dominées par les opérations de fusion-acquisitions potentielles. À cet égard, Putnam n'a rien eu de nouveau à annoncer, ce qui peut se comprendre. Nous croyons toujours qu'une transaction serait une bonne nouvelle pour Putnam, susceptible de créer des synergies sur le plan des coûts « monnayables » par la société.

ÉVALUATION

Nous cotons cette société d'assurance Rendement supérieur avec un cours cible de \$39, que nous obtenons en appliquant avec une pondération égale un ratio C/B de 12 et un ratio CVC de 1.7 à nos estimations pour 2019.

LES NOTATIONS ET LEUR SIGNIFICATION :

NOTATION INITIALE 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 chacune de ces catégories : Titre à rendement supérieur — Le titre devrait dégager un rendement supérieur au rendement global de l'ensemble des titres suivis par l'analyste au cours des douze mois qui suivent; Titre à 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; Titre à rendement inférieur — Le titre devrait dégager un rendement inférieur au rendement des titres suivis du même secteur d'activité au cours des douze mois qui suivent.

NOTATION SECONDAIRE DES TITRES : En cours de 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; Dépôt — Notre analyste recommande aux investisseurs de déposer en réponse à une offre précise visant les titres de la société; Diffusion restreinte — Compte tenu des opérations bancaires d'investissement en cours 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 DE L'INDUSTRIE : FBN dispose d'un système de pondération de l'industrie qui reflète le point de vue de notre Groupe Économie et Stratégie, au moyen de sa stratégie de notation sectorielle. Le système à trois niveaux note les secteurs de la façon suivante : Surpondération, équi pondération et sous-pondération, selon le rendement projeté du secteur par rapport aux moyennes des marchés plus vastes au cours des douze mois qui suivent.

COTE DE RISQUE : FBN emploie un système d'évaluation du risque à quatre niveaux, soit inférieur à la moyenne, moyen, supérieur à la moyenne et spéculatif. Le système tente d'évaluer le risque par rapport à l'ensemble du marché. Outre les critères propres au secteur, les analystes se servent également de critères quantitatifs et de critères qualitatifs dans le processus de notation. Les critères comprennent la prévisibilité des résultats financiers, la volatilité du cours de l'action, les cotes de solvabilité, la liquidité des actions et la qualité du bilan.

Généralités : La Financière Banque Nationale (FBN) est une filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la cote des bourses canadiennes.

Les informations contenues aux présentes proviennent de sources que nous jugeons fiables; toutefois nous n'offrons aucune garantie à l'égard de ces informations et elles pourraient s'avérer incomplètes. Les opinions exprimées sont fondées sur notre analyse et notre interprétation de ces informations et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés aux présentes.

Analystes de recherche : Les analystes de recherche qui préparent les présents rapports attestent que leur rapport respectif constitue une image fidèle de 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 opérations sur titres de participation, les Ventes au détail et les activités de compensation correspondantes, les Services bancaires aux entreprises et les Services de banque d'investissement. Comme les revenus tirés de ces activités varient, les fonds destinés à la rémunération des travaux de recherche fluctuent en conséquence. Aucun secteur d'activité n'a plus d'influence qu'un autre sur la rémunération des analystes de recherche.

Résidents du Canada : À l'égard de la distribution du présent rapport au Canada, FBN endosse la responsabilité de son contenu. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents du Canada doivent communiquer avec leur représentant professionnel FBN. Pour effectuer une opération, les résidents du Canada devraient communiquer avec leur conseiller en placement FBN.

Résidents des États-Unis : En ce qui concerne la distribution de ce rapport aux États-Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« NBCFI ») est réglementée par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC). 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 obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis sont invités à communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

Résidents du Royaume-Uni : Eu égard à la distribution du présent rapport aux résidents du Royaume-Uni, Financière Banque Nationale Inc. a autorisé le contenu (y compris, là où c'est nécessaire, aux fins du paragraphe 21(1) de la loi intitulée *Financial Services and Markets Act 2000*). Financière Banque Nationale Inc. et sa société mère ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle et/ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des titres ou des instruments financiers 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 et/ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de mandataire ou pour leur propre compte. Ils peuvent agir dans la tenue d'un marché pour ces placements ou placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre ou ils peuvent agir à titre de banque d'investissement et/ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements peut baisser ou augmenter. Le rendement passé ne se répètera pas nécessairement à l'avenir. Les placements mentionnés dans le présent rapport ne sont pas disponibles pour les clients du secteur détail. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription ni la sollicitation d'une offre d'acheter ou de souscrire les 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. Financière Banque Nationale Inc. est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority et a son siège social au 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD. Financière Banque Nationale Inc. n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority et la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni.

Résidents de HK : 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 pas été approuvé, examiné ni 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'une 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 of 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) commercialiser activement leurs services auprès du public de Hong Kong.

Droits d'auteur : Le présent rapport ne peut être reproduit que ce soit en totalité ou en partie. Il ne doit pas être distribué ou publié ou faire l'objet d'une mention de quelque manière que ce soit. Aucune mention des informations, des opinions et des conclusions qu'il contient ne peut être faite sans que le consentement préalable écrit de la Financière Banque Nationale n'ait été à chaque fois obtenu.

FBN est un membre du Canadian Investor Protection Fund

On trouvera un sommaire des recommandations trimestrielles de FBN et l'ensemble des recommandations mensuelles sur notre site Web sous les rubriques Recherche et analyse/Actions/La recherche FBN/Statistiques des recommandations FBN (lien ci-joint)

<http://www.nbin.ca/cmst/site/index.html?LanguageCode=1&isrefresh=1&templateID=249&navid=803>

La politique de diffusion des études financières de FBN est disponible sur notre site web sous la rubrique Législation/Politique d'intimité (lien ci-joint)

<http://www.nbin.ca/cmst/site/index.html?LanguageCode=1&isrefresh=1&templateID=243&navid=712>

Cliquer sur le lien ci-dessous pour connaître les informations particulières publiées par la société, <http://www.nbin.ca/contactus/disclosures.html>

Cliquez sur ce lien pour consulter la déclaration de principes de Banque Nationale Marchés financiers <http://bnmf.ca/fr/declaration-de-principes>

Si des informations propres à une société cotée en bourse ne se trouvent pas ici, c'est que FBN ne fait pas pour l'instant de recherche sur cette société ou qu'elle ne note pas son titre.

Information concernant la société: Great-West Lifeco Inc. (2,3,4,5,6,7)

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.



17 juillet 2018

L (TSX) **\$69.68**
COURS CIBLE: **\$71.00**
RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ: **4%**

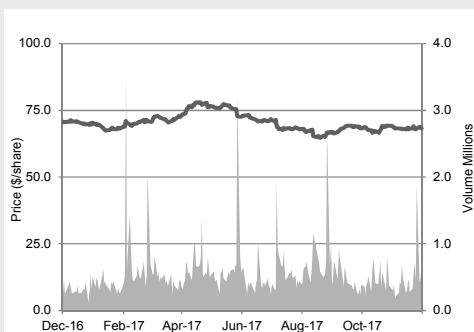
Fourchette 52 semaines	\$78.87 - \$64.65
Actions en circulation (M)	395.0
Flottant	43%
Capitalisation boursière (M\$)	\$27,524

Clôture de l'exercice: 31 décembre

	2017A	2018E	2019E
Ch. d'affaires (M)	\$46,705	\$46,967	\$48,248
BAIIA	\$4,095	\$4,295	\$4,468
BPA (dilué)	\$4.53	\$4.72	\$5.18
C/B	15.4x	14.8x	13.4x

Au T1 2018

Encaisse (M)	\$3,014
Dette totale (M)	\$13,213
Dette nette (M)	\$10,199
Dette / Capital	44%
Valeur comptable par action	\$33.18
Dividende par action	\$1.16
Rendement du dividende	1.7%



Source: Thomson

Vishal Shreedhar
 416.869.7930
 vishal.shreedhar@nbc.ca

Adjointe: Ryan Li
 416.869.6767
 ryan.li@nbc.ca

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

Cote: Rendement moyen
Risque: Inférieur à la moyenne
 Détaillants en alimentation: Surpondérer
 (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

Plusieurs obstacles majeurs

Selon nous, Loblaw se heurtera à d'importants obstacles d'ordre opérationnel à court terme, notamment: les importantes nouvelles réformes de l'assurance-médicaments, l'impact constant des hausses du salaire minimum dans des provinces clé et la résurgence de la déflation dans les magasins de produits alimentaires (dans un contexte de concurrence féroce entre les épiciers). En général, nous pensons que Loblaw continuera de faire croître son BPA annuel, mais que cette croissance ralentira par rapport aux normales historiques (croissance due aux rachats d'actions et aux mesures de rationalisation).

Thèse de placement

Au cours des prochaines années, nous pensons que plusieurs catalyseurs devraient faire augmenter la valeur de Loblaw, notamment la normalisation des marges d'épicerie et la rémunération continue des actionnaires. Cela dit, pour le moment, d'autres titres de notre univers nous semblent plus intéressants.

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 risques liés aux poursuites font partie des difficultés avec lesquelles elle doit composer actuellement. La réforme des régimes d'assurance-médicaments est un risque important pour les activités de Shoppers Drug Mart.

ÉVALUATION

Maintien de la cote Rendement moyen; cours cible de \$71

Notre cours cible reste fondé sur la méthode de la somme des parties. Nous attribuons un coefficient de 7.5 au BAIIA de la division Commerce de détail, de 9.0 au BPA du secteur financier, avec un taux d'actualisation de 10% pour les actifs de la FPI de Loblaw.

LES NOTATIONS ET LEUR SIGNIFICATION :

NOTATION INITIALE 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 chacune de ces catégories : Titre à rendement supérieur — Le titre devrait dégager un rendement supérieur au rendement global de l'ensemble des titres suivis par l'analyste au cours des douze mois qui suivent ; Titre à 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 ; Titre à rendement inférieur — Le titre devrait dégager un rendement inférieur au rendement des titres suivis du même secteur d'activité au cours des douze mois qui suivent.

NOTATION SECONDAIRE DES TITRES : En cours de 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 ; Dépôt — Notre analyste recommande aux investisseurs de déposer en réponse à une offre précise visant les titres de la société ; Diffusion restreinte — Compte tenu des opérations bancaires d'investissement en cours 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 DE L'INDUSTRIE : FBN dispose d'un système de pondération de l'industrie qui reflète le point de vue de notre Groupe Économie et Stratégie, au moyen de sa stratégie de notation sectorielle. Le système à trois niveaux note les secteurs de la façon suivante : Surpondération, équi pondération et sous-pondération, selon le rendement projeté du secteur par rapport aux moyennes des marchés plus vastes au cours des douze mois qui suivent.

COTE DE RISQUE : FBN emploie un système d'évaluation du risque à quatre niveaux, soit inférieur à la moyenne, moyen, supérieur à la moyenne et spéculatif. Le système tente d'évaluer le risque par rapport à l'ensemble du marché. Outre les critères propres au secteur, les analystes se servent également de critères quantitatifs et de critères qualitatifs dans le processus de notation. Les critères comprennent la prévisibilité des résultats financiers, la volatilité du cours de l'action, les cotes de solvabilité, la liquidité des actions et la qualité du bilan.

Généralités : La Financière Banque Nationale (FBN) est une filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la cote des bourses canadiennes.

Les informations contenues aux présentes proviennent de sources que nous jugeons fiables ; toutefois nous n'offrons aucune garantie à l'égard de ces informations et elles pourraient s'avérer incomplètes. Les opinions exprimées sont fondées sur notre analyse et notre interprétation de ces informations et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés aux présentes.

Analystes de recherche : Les analystes de recherche qui préparent les présents rapports attestent que leur rapport respectif constitue une image fidèle de 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 opérations sur titres de participation, les Ventes au détail et les activités de compensation correspondantes, les Services bancaires aux entreprises et les Services de banque d'investissement. Comme les revenus tirés de ces activités varient, les fonds destinés à la rémunération des travaux de recherche fluctuent en conséquence. Aucun secteur d'activité n'a plus d'influence qu'un autre sur la rémunération des analystes de recherche.

Résidents du Canada : À l'égard de la distribution du présent rapport au Canada, FBN endosse la responsabilité de son contenu. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents du Canada doivent communiquer avec leur représentant professionnel FBN. Pour effectuer une opération, les résidents du Canada devraient communiquer avec leur conseiller en placement FBN.

Résidents des États-Unis : En ce qui concerne la distribution de ce rapport aux États-Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« NBCFI ») est réglementée par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC). 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 obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis sont invités à communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

Résidents du Royaume-Uni : Eu égard à la distribution du présent rapport aux résidents du Royaume-Uni, Financière Banque Nationale Inc. a autorisé le contenu (y compris, là où c'est nécessaire, aux fins du paragraphe 21(1) de la loi intitulée *Financial Services and Markets Act 2000*). Financière Banque Nationale Inc. et sa société mère ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle et/ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des titres ou des instruments financiers 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 et/ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de mandataire ou pour leur propre compte. Ils peuvent agir dans la tenue d'un marché pour ces placements ou placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre ou ils peuvent agir à titre de banque d'investissement et/ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements peut baisser ou augmenter. Le rendement passé ne se répètera pas nécessairement à l'avenir. Les placements mentionnés dans le présent rapport ne sont pas disponibles pour les clients du secteur détail. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription ni la sollicitation d'une offre d'acheter ou de souscrire les 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. Financière Banque Nationale Inc. est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority et a son siège social au 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD. Financière Banque Nationale Inc. n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority et la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni.

Résidents de HK : 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 pas été approuvé, examiné ni 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'une 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 of 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) commercialiser activement leurs services auprès du public de Hong Kong.

Droits d'auteur : Le présent rapport ne peut être reproduit que ce soit en totalité ou en partie. Il ne doit pas être distribué ou publié ou faire l'objet d'une mention de quelque manière que ce soit. Aucune mention des informations, des opinions et des conclusions qu'il contient ne peut être faite sans que le consentement préalable écrit de la Financière Banque Nationale n'ait été à chaque fois obtenu.

FBN est un membre du Canadian Investor Protection Fund

On trouvera un sommaire des recommandations trimestrielles de FBN et l'ensemble des recommandations mensuelles sur notre site Web sous les rubriques Recherche et analyse/Actions/La recherche FBN/Statistiques des recommandations FBN (lien ci-joint)

<http://www.nbin.ca/cmst/site/index.html?LanguageCode=1&isrefresh=1&templateID=249&navid=803>

La politique de diffusion des études financières de FBN est disponible sur notre site web sous la rubrique Législation/Politique d'intimité (lien ci-joint)

<http://www.nbin.ca/cmst/site/index.html?LanguageCode=1&isrefresh=1&templateid=243&navid=712>

Cliquer sur le lien ci-dessous pour connaître les informations particulières publiées par la société, <http://www.nbin.ca/contactus/disclosures.html>

Cliquez sur ce lien pour consulter la déclaration de principes de Banque Nationale Marchés financiers <http://bnmf.ca/fr/declaration-de-principes>

Si des informations propres à une société cotée en bourse ne se trouvent pas ici, c'est que FBN ne fait pas pour l'instant de recherche sur cette société ou qu'elle ne note pas son titre.

Information concernant la société: Loblaw Companies Limited (2,3,4,5,6,7,10)

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.

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.



17 juillet 2018

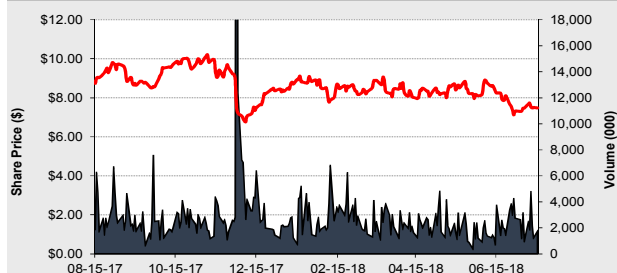
LUN (TSX) **\$7.59**
COURS CIBLE: **\$10.00**
RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ: **33%**

Données du marché

Fourchette 52 semaines (CA\$)	\$6.62 - \$10.22
Actions en circulation (M)	731.0
Actions après dilution (M)	744.8
Actions ent. financées (M)	744.8
Capitalisation boursière (CA\$ M)	\$5,548
Fonds de roulement (US\$ M)	\$1,638
Dettes à long terme (US\$ M)	\$446
Valeur de l'entreprise (US\$ M)	\$3,031
Dividende annuel (US\$)	\$0.09
Rendement du dividende (%)	1.2%

Exploitation	2017A	2018E	2019E
Production cuivre (t)	228,853	165,417	178,137
Production zinc (t)	149,319	148,829	171,370
Production nickel (t)	22,081	17,588	13,168
Coût cuivre C1 (US\$/lb)	\$1.15	\$1.67	\$1.53
Coût zinc C1 (US\$/lb)	\$0.31	\$0.47	\$0.44
Coût nickel C1 (US\$/lb)			

Situation financière	2017A	2018E	2019E
Chiffre d'affaires (US\$ M)	\$2,077	\$1,815	\$1,845
BALIA ajusté (US\$ M)	\$1,142	\$686	\$702
Bénéfice net ajusté (US\$ M)	\$428	\$243	\$228
FTE - avant fonds de roul. (US\$ M)	\$885	\$610	\$645
BPA ajusté (US\$ M)	\$0.59	\$0.33	\$0.31
FTP A ajustés (US\$)	\$1.22	\$0.83	\$0.88
VANPA (CA\$)		\$11.07	



Source: Thomson Reuters

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

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

Alex Bauer - (416) 869-7935
 alex.bauer@nbc.ca

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

Cote: Rendement supérieur
Risque: Supérieur à la moyenne
 Métaux et minerais: Surpondérer
 (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) et aux États-Unis (Eagle). Lundin offre aux investisseurs un levier sur les 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 reste un titre défensif dans le secteur des métaux communs vu son bilan solide, ses antécédents d'affectation prudente du capital et ses résultats opérationnels constants.

LUN maintient un bilan solide destiné à réduire sa dette, à poursuivre les occasions d'expansion des capacités existantes, à soutenir le dividende et à entreprendre des acquisitions.

La direction a indiqué que la construction de la rampe d'accès à Eagle East se poursuit et que la modification du permis est attendue d'ici l'été 2018. La complétion des installations de traitement de résidus Los Diques à Candelaria est prévue pour le premier semestre de 2018.

FACTEURS DE RISQUE

Lundin est exposée aux risques habituellement associés aux sociétés minières, soit 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 cours cible repose sur les ratios suivants: 1.00 fois la VAN (pondération de 50%) + ratio VE/FT 2019e de 6.0 (pondération de 50%) – ce qui est conforme à notre méthode d'évaluation pour les autres producteurs de métaux communs que nous suivons.

LES NOTATIONS ET LEUR SIGNIFICATION :

NOTATION INITIALE 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 chacune de ces catégories : Titre à rendement supérieur — Le titre devrait dégager un rendement supérieur au rendement global de l'ensemble des titres suivis par l'analyste au cours des douze mois qui suivent; Titre à 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; Titre à rendement inférieur — Le titre devrait dégager un rendement inférieur au rendement des titres suivis du même secteur d'activité au cours des douze mois qui suivent.

NOTATION SECONDAIRE DES TITRES : En cours de 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; Dépôt — Notre analyste recommande aux investisseurs de déposer en réponse à une offre précise visant les titres de la société; Diffusion restreinte — Compte tenu des opérations bancaires d'investissement en cours 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 DE L'INDUSTRIE : FBN dispose d'un système de pondération de l'industrie qui reflète le point de vue de notre Groupe Économie et Stratégie, au moyen de sa stratégie de notation sectorielle. Le système à trois niveaux note les secteurs de la façon suivante : Surpondération, équi pondération et sous-pondération, selon le rendement projeté du secteur par rapport aux moyennes des marchés plus vastes au cours des douze mois qui suivent.

COTE DE RISQUE : FBN emploie un système d'évaluation du risque à quatre niveaux, soit inférieur à la moyenne, moyen, supérieur à la moyenne et spéculatif. Le système tente d'évaluer le risque par rapport à l'ensemble du marché. Outre les critères propres au secteur, les analystes se servent également de critères quantitatifs et de critères qualitatifs dans le processus de notation. Les critères comprennent la prévisibilité des résultats financiers, la volatilité du cours de l'action, les cotes de solvabilité, la liquidité des actions et la qualité du bilan.

Généralités : La Financière Banque Nationale (FBN) est une filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la cote des bourses canadiennes.

Les informations contenues aux présentes proviennent de sources que nous jugeons fiables; toutefois nous n'offrons aucune garantie à l'égard de ces informations et elles pourraient s'avérer incomplètes. Les opinions exprimées sont fondées sur notre analyse et notre interprétation de ces informations et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés aux présentes.

Analystes de recherche : Les analystes de recherche qui préparent les présents rapports attestent que leur rapport respectif constitue une image fidèle de 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 opérations sur titres de participation, les Ventes au détail et les activités de compensation correspondantes, les Services bancaires aux entreprises et les Services de banque d'investissement. Comme les revenus tirés de ces activités varient, les fonds destinés à la rémunération des travaux de recherche fluctuent en conséquence. Aucun secteur d'activité n'a plus d'influence qu'un autre sur la rémunération des analystes de recherche.

Résidents du Canada : À l'égard de la distribution du présent rapport au Canada, FBN endosse la responsabilité de son contenu. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents du Canada doivent communiquer avec leur représentant professionnel FBN. Pour effectuer une opération, les résidents du Canada devraient communiquer avec leur conseiller en placement FBN.

Résidents des États-Unis : En ce qui concerne la distribution de ce rapport aux États-Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« NBCFI ») est réglementée par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC). 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 obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis sont invités à communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

Résidents du Royaume-Uni : Eu égard à la distribution du présent rapport aux résidents du Royaume-Uni, Financière Banque Nationale Inc. a autorisé le contenu (y compris, là où c'est nécessaire, aux fins du paragraphe 21(1) de la loi intitulée *Financial Services and Markets Act 2000*). Financière Banque Nationale Inc. et sa société mère ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle et/ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des titres ou des instruments financiers 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 et/ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de mandataire ou pour leur propre compte. Ils peuvent agir dans la tenue d'un marché pour ces placements ou placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre ou ils peuvent agir à titre de banque d'investissement et/ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements peut baisser ou augmenter. Le rendement passé ne se répètera pas nécessairement à l'avenir. Les placements mentionnés dans le présent rapport ne sont pas disponibles pour les clients du secteur détail. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription ni la sollicitation d'une offre d'acheter ou de souscrire les 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. Financière Banque Nationale Inc. est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority et a son siège social au 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD. Financière Banque Nationale Inc. n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority et la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni.

Résidents de HK : 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 pas été approuvé, examiné ni 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'une 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 of 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) commercialiser activement leurs services auprès du public de Hong Kong.

Droits d'auteur : Le présent rapport ne peut être reproduit que ce soit en totalité ou en partie. Il ne doit pas être distribué ou publié ou faire l'objet d'une mention de quelque manière que ce soit. Aucune mention des informations, des opinions et des conclusions qu'il contient ne peut être faite sans que le consentement préalable écrit de la Financière Banque Nationale n'ait été à chaque fois obtenu.

FBN est un membre du Canadian Investor Protection Fund

On trouvera un sommaire des recommandations trimestrielles de FBN et l'ensemble des recommandations mensuelles sur notre site Web sous les rubriques Recherche et analyse/Actions/La recherche FBN/Statistiques des recommandations FBN (lien ci-joint)

<http://www.nbin.ca/cmst/site/index.html?LanguageCode=1&isrefresh=1&templateID=249&navid=803>

La politique de diffusion des études financières de FBN est disponible sur notre site web sous la rubrique Légal/Politique d'intimité (lien ci-joint)

<http://www.nbin.ca/cmst/site/index.html?LanguageCode=1&isrefresh=1&templateID=243&navid=712>

Cliquer sur le lien ci-dessous pour connaître les informations particulières publiées par la société. <http://www.nbin.ca/contactus/disclosures.html>

Cliquez sur ce lien pour consulter la déclaration de principes de Banque Nationale Marchés financiers <http://bnmf.ca/fr/declaration-de-principes>

Si des informations propres à une société cotée en bourse ne se trouvent pas ici, c'est que FBN ne fait pas pour l'instant de recherche sur cette société ou qu'elle ne note pas son titre.



5 juillet 2018

NPI (TSX) **US\$24.55**
COURS CIBLE: **US\$28.00**
RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ: **19%**

US\$

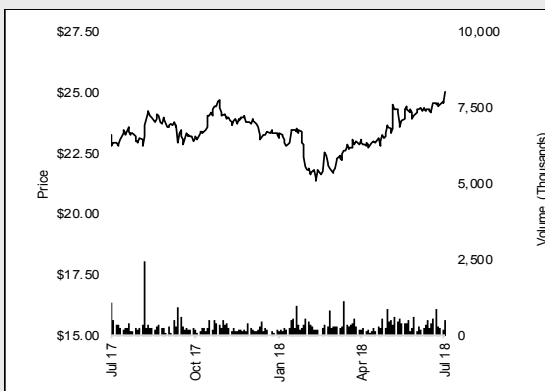
Haut 52 semaines	\$24.86
Bas 52 semaines	\$21.35
Actions en circulation (M, ap. dilution)	176.1
Capitalisation boursière (CA\$ M)	4,322.5

Fin d'exercice: 31 décembre

Cdn\$	F2017A	F2018E	F2019E
Ventes (M)	\$1,376.1	\$1,624.2	\$1,674.9
BAIIA ajusté	\$765.2	\$942.4	\$978.7
VE/BAIIA ajusté	13.5x	11.5x	11.1x
Dividende/part	\$1.08	\$1.20	\$1.20
Rend. dividende	3.9%	4.3%	4.3%
Ratio de distrib.	74%	63%	56%

Au 31 décembre 2017

	CA\$
Encaisse et réserves (M)	\$443.2
Dette totale ajustée (M)	\$6,191.1
Dette nette (M)	\$5,747.9
Encaisse par action (après dilution)	\$2.52
Valeur de l'entreprise (\$M)	\$10,070.4



Source: Reuters

Rupert Merer, CFA, P.Eng.
 416.869.8008
 rupert.merer@nbc.ca

Adjoints:

Steven Hong
 416.869.7538
 steven.hong@nbc.ca

Adnan Waheed
 416.869.6763
 adnan.waheed@nbc.ca

Cote: Rendement supérieur

Risque: Moyen

Producteurs d'électricité indépendants: Surpondérer
 (Groupe Économie et Stratégie FBN)

Northland Power Inc.

PROFIL

Northland Power possède un intérêt économique dans des installations de production d'électricité à partir de gaz naturel et d'énergie renouvelable de 2,014 mégawatts. La société dispose d'une réserve active de projets de croissance, notamment une participation nette de 252 mégawatts dans un parc éolien en Allemagne dont l'exploitation commerciale devrait débuter en 2019.

FAITS SAILLANTS

Contrat de 744 MW en plus des précédents contrats de 300 MW à tarif de rachat garanti

Le partenariat en mer de NPI a remporté un nouveau contrat pour 744 MW de projets éoliens maritimes à Taïwan. Les derniers contrats ont été attribués en régime de concurrence et devraient être assortis de contrats d'achat d'énergie (CAÉ) de 20 ans, avec des dates d'entrée en service autour de 2025. Ils s'ajoutent à celui de 300 MW que NPI et son partenaire (Yushan Energy) ont remporté en avril au cours du programme de tarif de rachat garanti (TRG).

Une bonne visibilité sur la croissance à Taïwan

Comme NPI détient une participation de 60% dans le partenariat, les projets combinés de 1,044 MW de Hai Long 2 (532 MW) et Hai Long 3 (512 MW) devraient ajouter 626 MW nets à la capacité totale de NPI. Les activités actuelles de Northland totalisent 2,300 MW nets (en cours d'exploitation ou en chantier), Taïwan représente une croissance d'environ 28%. Avec son contrat TRG initial d'environ US\$195/MWh et ses nouveaux contrats d'environ US\$80/MWh, nous pensons que les projets devraient accroître les rendements. Avant la fin de juillet, Taïwan pourrait soumettre à la concurrence encore 1 GW environ de CAÉ, avec d'autres occasions pour 5 GW au moins l'année prochaine. Cependant, les rendements connexes pourraient être inférieurs.

Poursuite des activités avec des actifs produisant des flux de trésorerie stables

NPI ne cherche pas à réinvestir son capital, car elle croit qu'il peut être difficile de trouver de nouveaux investissements pour remplacer les actifs cédés et que les coûts de transaction sont élevés. Quoi qu'il en soit, à ce stade, nous croyons que NPI a la possibilité de produire des flux de trésorerie abondants (ratio de distribution *pro forma* de 42% en 2020e), de sorte que l'accès au capital n'est pas un obstacle.

FACTEURS DE RISQUE

- Hausse des taux d'intérêt et dilution possible pour financer une croissance additionnelle.
- Le cours de l'action devrait être touché par la variation des taux d'intérêt.
- Concurrence accrue sur le marché des projets éoliens (il est de plus en plus difficile d'aménager ou d'acquérir des parcs éoliens qui augmentent les flux de trésorerie pour les actionnaires).
- Risques liés aux ressources en raison de leur saisonnalité et de leur variabilité.

ÉVALUATION

Cours cible de \$28.00, cote Rendement supérieur

Notre cours cible repose sur un taux d'actualisation des capitaux de 7% (correspondant à un ratio VE/BAIIA 2019e de 10.0) en tenant compte des flux de trésorerie sur le cycle de vie, plus une croissance de \$3 par action correspondant aux projets à Taïwan (qui à eux seuls pourraient représenter \$2 par action) et aux autres projets à venir.

LES NOTATIONS ET LEUR SIGNIFICATION :

NOTATION INITIALE 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 chacune de ces catégories : Titre à rendement supérieur — Le titre devrait dégager un rendement supérieur au rendement global de l'ensemble des titres suivis par l'analyste au cours des douze mois qui suivent ; Titre à 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 ; Titre à rendement inférieur — Le titre devrait dégager un rendement inférieur au rendement des titres suivis du même secteur d'activité au cours des douze mois qui suivent.

NOTATION SECONDAIRE DES TITRES : En cours de 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 ; Dépôt — Notre analyste recommande aux investisseurs de déposer en réponse à une offre précise visant les titres de la société ; Diffusion restreinte — Compte tenu des opérations bancaires d'investissement en cours 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 DE L'INDUSTRIE : FBN dispose d'un système de pondération de l'industrie 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 de la façon suivante : Surpondération, équi pondération et sous-pondération, selon le rendement projeté du secteur par rapport aux moyennes des marchés plus vastes au cours des douze mois qui suivent.

COTE DE RISQUE : FBN emploie un système d'évaluation du risque à quatre niveaux, soit inférieur à la moyenne, moyen, supérieur à la moyenne et spéculatif. Le système tente d'évaluer le risque par rapport à l'ensemble du marché. Outre les critères propres au secteur, les analystes se servent également de critères quantitatifs et de critères qualitatifs dans le processus de notation. Les critères comprennent la prévisibilité des résultats financiers, la volatilité du cours de l'action, les cotes de solvabilité, la liquidité des actions et la qualité du bilan.

Généralités : La Financière Banque Nationale (FBN) est une filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la cote des bourses canadiennes.

Les informations contenues aux présentes proviennent de sources que nous jugeons fiables ; toutefois nous n'offrons aucune garantie à l'égard de ces informations et elles pourraient s'avérer incomplètes. Les opinions exprimées sont fondées sur notre analyse et notre interprétation de ces informations et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés aux présentes.

Analystes de recherche : Les analystes de recherche qui préparent les présents rapports attestent que leur rapport respectif constitue une image fidèle de 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 opérations sur titres de participation, les Ventes au détail et les activités de compensation correspondantes, les Services bancaires aux entreprises et les Services de banque d'investissement. Comme les revenus tirés de ces activités varient, les fonds destinés à la rémunération des travaux de recherche fluctuent en conséquence. Aucun secteur d'activité n'a plus d'influence qu'un autre sur la rémunération des analystes de recherche.

Résidents du Canada : À l'égard de la distribution du présent rapport au Canada, FBN endosse la responsabilité de son contenu. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents du Canada doivent communiquer avec leur représentant professionnel FBN. Pour effectuer une opération, les résidents du Canada devraient communiquer avec leur conseiller en placement FBN.

Résidents des États-Unis : En ce qui concerne la distribution de ce rapport aux États-Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« NBCFI ») est réglementée par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC). 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 obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis sont invités à communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

Résidents du Royaume-Uni : Eu égard à la distribution du présent rapport aux résidents du Royaume-Uni, Financière Banque Nationale Inc. a autorisé le contenu (y compris, là où c'est nécessaire, aux fins du paragraphe 21(1) de la loi intitulée *Financial Services and Markets Act 2000*). Financière Banque Nationale Inc. et sa société mère ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle et/ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des titres ou des instruments financiers 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 et/ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de mandataire ou pour leur propre compte. Ils peuvent agir dans la tenue d'un marché pour ces placements ou placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre ou ils peuvent agir à titre de banque d'investissement et/ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements peut baisser ou augmenter. Le rendement passé ne se répètera pas nécessairement à l'avenir. Les placements mentionnés dans le présent rapport ne sont pas disponibles pour les clients du secteur détail. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription ni la sollicitation d'une offre d'acheter ou de souscrire les 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. Financière Banque Nationale Inc. est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority et a son siège social au 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD. Financière Banque Nationale Inc. n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority et la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni.

Résidents de HK : 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 pas été approuvé, examiné ni 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'une 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 of 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) commercialiser activement leurs services auprès du public de Hong Kong.

Droits d'auteur : Le présent rapport ne peut être reproduit que ce soit en totalité ou en partie. Il ne doit pas être distribué ou publié ou faire l'objet d'une mention de quelque manière que ce soit. Aucune mention des informations, des opinions et des conclusions qu'il contient ne peut être faite sans que le consentement préalable écrit de la Financière Banque Nationale n'ait été à chaque fois obtenu.

FBN est un membre du Canadian Investor Protection Fund

On trouvera un sommaire des recommandations trimestrielles de FBN et l'ensemble des recommandations mensuelles sur notre site Web sous les rubriques Recherche et analyse/Actions/La recherche FBN/Statistiques des recommandations FBN (lien ci-joint)

<http://www.nbin.ca/cmst/site/index.html?LanguageCode=1&isrefresh=1&templateID=249&navid=803>

La politique de diffusion des études financières de FBN est disponible sur notre site web sous la rubrique Légal/Politique d'intimité (lien ci-joint)

<http://www.nbin.ca/cmst/site/index.html?LanguageCode=1&isrefresh=1&templateid=243&navid=712>

Cliquer sur le lien ci-dessous pour connaître les informations particulières publiées par la société. <http://www.nbin.ca/contactus/disclosures.html>

Cliquez sur ce lien pour consulter la déclaration de principes de Banque Nationale Marchés financiers <http://bnmf.ca/fr/declaration-de-principes>

Si des informations propres à une société cotée en bourse ne se trouvent pas ici, c'est que FBN ne fait pas pour l'instant de recherche sur cette société ou qu'elle ne note pas son titre.

Information concernant la société: Northland Power Inc. (6,7)

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 ou a été client de Financière Banque Nationale Inc. ou d'un membre de son groupe au cours des 12 derniers mois.



17 juillet 2018

POU (TSX) **\$14.68**
COURS CIBLE: **\$22.50**
RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ: **53%**

Données boursières - T1 2018e

Fourchette 52 semaines (CA\$)	\$13.80 - \$25.57
Actions en circulation (M)	133.7
Flottant libre	54%
Dette nette (M)	\$749.0
Capitalisation boursière (M)	\$1,962.2
Valeur de l'entreprise (M)	\$2,712.5

Production	2017	2018e	2019e
Pétrole et LGN (b/j)	18,094	33,300	45,045
Gaz naturel (Kpi3/j)	161,270	340,200	431,730
bep/j (6:1)	44,972	90,000	117,000
% Gaz naturel	60%	63%	62%

Prix	2017	2018e	2019e
WTI (US\$/b)	\$51.00	\$64.50	\$63.00
AECO (CA\$/Kpi3)	\$2.20	\$1.60	\$1.70
Soc.: Pétr. et LGN (\$/b)	\$53.94	\$63.44	\$61.99
Soc.: Gaz nat. (\$/Kpi3)	\$2.26	\$2.00	\$2.05
Soc.: Tête du puits (\$/bep)	\$29.79	\$31.03	\$31.43

Estimations	2017	2018e	2019e
Flux de trésorerie (M)	\$218.7	\$358.0	\$573.4
FTPA dilués	\$1.89	\$2.68	\$4.29
Produit net (\$/bep)	\$13.32	\$10.90	\$13.43
Immobilisations (M)	\$848.1	\$422.0	\$850.0
Dette nette (M)	\$636.2	\$739.4	\$1,016.0

Évaluation	2017	2018e	2019e
C / FT	7.8 x	5.5 x	3.4 x
VE / FTCD	9.6 x	6.9 x	4.8 x
Dette nette / FT	2.9 x	2.1 x	1.8 x
VE / bep/j	\$49,121	\$30,032	\$25,465
C / VANPA	0.7 x		
VE / bep P+P	\$4.57		

Sources: Rapports de la société, estimations FBN



Source: Bloomberg

Dan Payne, CFA
 403.290.5441
 dan.payne@nbc.ca

Adjoint:
Mitch Mastel, CPA
 403.441.0952
 mitch.mastel@nbc.ca

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

Cote: Rendement supérieur Risque: Supérieur à la moyenne

Exploration et production de pétrole et de gaz: Équipondérer
 (Groupe Économie et Stratégie FBN)

Paramount Resources Ltd.

PROFIL (montants en CA\$)

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

THÈSE DE PLACEMENT

Après une révision à la baisse des prévisions internes pour 2018, nous avons réduit nos estimations de flux de trésorerie 2018 de 20%, ce qui est beaucoup. Il ne fait aucun doute que cet événement pèsera sur le titre pendant l'année 2018, mais les perspectives pour 2019, même avec des changements légers à nos estimations, restent intéressantes avec une croissance solide anticipée des FT soutenue par une forte hausse des liquides attendue au deuxième semestre de 2019. Nos estimations tablent sur une contraction du ratio VE/FTCD 2019 de plus de deux points par rapport à 2018, à 5.0, ce qui, associé à un ratio cible modeste de 6.5, permet d'envisager un potentiel de hausse du cours de l'action de 46%, à \$22.50 par action (notre cours cible).

FAITS SAILLANTS

Après les transactions de 2017, qui ont transformé la société, Paramount détient des actifs clés à Kaybob et Ante Creek, dans le bassin profond de l'Alberta (incluant Wapiti, Karr et Smoky/Resthaven) et dans le centre de l'Alberta. La production devrait totaliser 92 Kbp/j en 2018, avec environ 37% de pétrole et de LGN. Les réserves, évaluées en date du 1^{er} janvier 2018 sur une base *pro forma*, comprenaient des réserves prouvées de 376 Mbep et des réserves 2P de 593 Mbep. Les avoirs fonciers de Paramount s'élèvent à environ 372,000 acres nettes à Montney et à environ 223,000 acres à Duvernay, ce qui constitue une assise de premier ordre pour la mise en valeur de gaz riche en hydrocarbures liquides en Alberta.

ÉVALUATION

Notre cours cible repose sur une méthode de calcul qui ne reflète qu'un ratio des flux de trésorerie et qui est liée à la valeur des actifs. Pour Paramount, notre cours cible correspond à un ratio VE/FTCD 2019e de 6.5.

FACTEURS DE RISQUE

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

LES NOTATIONS ET LEUR SIGNIFICATION :

NOTATION INITIALE 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 chacune de ces catégories : Titre à rendement supérieur — Le titre devrait dégager un rendement supérieur au rendement global de l'ensemble des titres suivis par l'analyste au cours des douze mois qui suivent; Titre à 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; Titre à rendement inférieur — Le titre devrait dégager un rendement inférieur au rendement des titres suivis du même secteur d'activité au cours des douze mois qui suivent.

NOTATION SECONDAIRE DES TITRES : En cours de 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; Dépôt — Notre analyste recommande aux investisseurs de déposer en réponse à une offre précise visant les titres de la société; Diffusion restreinte — Compte tenu des opérations bancaires d'investissement en cours 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 DE L'INDUSTRIE : FBN dispose d'un système de pondération de l'industrie qui reflète le point de vue de notre Groupe Économie et Stratégie, au moyen de sa stratégie de notation sectorielle. Le système à trois niveaux note les secteurs de la façon suivante : Surpondération, équi pondération et sous-pondération, selon le rendement projeté du secteur par rapport aux moyennes des marchés plus vastes au cours des douze mois qui suivent.

COTE DE RISQUE : FBN emploie un système d'évaluation du risque à quatre niveaux, soit inférieur à la moyenne, moyen, supérieur à la moyenne et spéculatif. Le système tente d'évaluer le risque par rapport à l'ensemble du marché. Outre les critères propres au secteur, les analystes se servent également de critères quantitatifs et de critères qualitatifs dans le processus de notation. Les critères comprennent la prévisibilité des résultats financiers, la volatilité du cours de l'action, les cotes de solvabilité, la liquidité des actions et la qualité du bilan.

Généralités : La Financière Banque Nationale (FBN) est une filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la cote des bourses canadiennes.

Les informations contenues aux présentes proviennent de sources que nous jugeons fiables; toutefois nous n'offrons aucune garantie à l'égard de ces informations et elles pourraient s'avérer incomplètes. Les opinions exprimées sont fondées sur notre analyse et notre interprétation de ces informations et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés aux présentes.

Analystes de recherche : Les analystes de recherche qui préparent les présents rapports attestent que leur rapport respectif constitue une image fidèle de 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 opérations sur titres de participation, les Ventes au détail et les activités de compensation correspondantes, les Services bancaires aux entreprises et les Services de banque d'investissement. Comme les revenus tirés de ces activités varient, les fonds destinés à la rémunération des travaux de recherche fluctuent en conséquence. Aucun secteur d'activité n'a plus d'influence qu'un autre sur la rémunération des analystes de recherche.

Résidents du Canada : À l'égard de la distribution du présent rapport au Canada, FBN endosse la responsabilité de son contenu. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents du Canada doivent communiquer avec leur représentant professionnel FBN. Pour effectuer une opération, les résidents du Canada devraient communiquer avec leur conseiller en placement FBN.

Résidents des États-Unis : En ce qui concerne la distribution de ce rapport aux États-Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« NBCFI ») est réglementée par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC). 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 obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis sont invités à communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

Résidents du Royaume-Uni : Eu égard à la distribution du présent rapport aux résidents du Royaume-Uni, Financière Banque Nationale Inc. a autorisé le contenu (y compris, là où c'est nécessaire, aux fins du paragraphe 21(1) de la loi intitulée *Financial Services and Markets Act 2000*). Financière Banque Nationale Inc. et sa société mère ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle et/ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des titres ou des instruments financiers 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 et/ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de mandataire ou pour leur propre compte. Ils peuvent agir dans la tenue d'un marché pour ces placements ou placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre ou ils peuvent agir à titre de banque d'investissement et/ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements peut baisser ou augmenter. Le rendement passé ne se répètera pas nécessairement à l'avenir. Les placements mentionnés dans le présent rapport ne sont pas disponibles pour les clients du secteur détail. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription ni la sollicitation d'une offre d'acheter ou de souscrire les 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. Financière Banque Nationale Inc. est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority et a son siège social au 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD. Financière Banque Nationale Inc. n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority et la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni.

Résidents de HK : 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 pas été approuvé, examiné ni 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'une 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 of Hong Kong (« SFO »)]. Si vous avez des doutes quant à votre statut, vous devriez consulter un conseiller financier ou communiquer avec nous. Ce document n'est pas un document de marketing et n'est pas destiné à une distribution publique. Veuillez noter que ni ce document ni le produit qui y est mentionné ne sont visés par une autorisation de vente de la SFC. Prière de vous reporter au prospectus du produit pour des renseignements plus détaillés.

Des conflits d'intérêts concernant NBCFMA ou les activités de membres de son groupe sont possibles. Ces activités et intérêts comprennent des intérêts multiples en termes de conseils, transactionnels et financiers, dans les valeurs mobilières et instruments qui peuvent être achetés ou vendus par NBCFMA ou les membres de son groupe, ou dans d'autres instruments de placement qui sont gérés par NBCFMA ou les membres de son groupe qui peuvent acheter ou vendre de telles valeurs mobilières ou de tels instruments. Aucune autre entité au sein du groupe de la Banque Nationale du Canada, y compris la Banque Nationale du Canada et Financière Banque Nationale Inc., n'est titulaire d'un permis de la SCF ni n'est inscrite auprès de la SFC. Par conséquent, ces entités et leurs employés ne sont pas autorisés à ni n'ont l'intention de : (i) se livrer à une activité réglementée à Hong Kong; (ii) se présenter comme s'ils se livraient à une activité réglementée à Hong Kong; (iii) commercialiser activement leurs services auprès du public de Hong Kong.

Droits d'auteur : Le présent rapport ne peut être reproduit que ce soit en totalité ou en partie. Il ne doit pas être distribué ou publié ou faire l'objet d'une mention de quelque manière que ce soit. Aucune mention des informations, des opinions et des conclusions qu'il contient ne peut être faite sans que le consentement préalable écrit de la Financière Banque Nationale n'ait été à chaque fois obtenu.

FBN est un membre du Canadian Investor Protection Fund

On trouvera un sommaire des recommandations trimestrielles de FBN et l'ensemble des recommandations mensuelles sur notre site Web sous les rubriques Recherche et analyse/Actions/La recherche FBN/Statistiques des recommandations FBN (lien ci-joint)
<http://www.nbin.ca/cmst/site/index.html?LanguageCode=1&isrefresh=1&templateID=249&navid=803>

La politique de diffusion des études financières de FBN est disponible sur notre site web sous la rubrique Légal/Politique d'intimité (lien ci-joint)
<http://www.nbin.ca/cmst/site/index.html?LanguageCode=1&isrefresh=1&templateID=243&navid=712>

Cliquer sur le lien ci-dessous pour connaître les informations particulières publiées par la société. <http://www.nbin.ca/contactus/disclosures.html>

Cliquez sur ce lien pour consulter la déclaration de principes de Banque Nationale Marchés financiers <http://bnmf.ca/fr/declaration-de-principes>

Si des informations propres à une société cotée en bourse ne se trouvent pas ici, c'est que FBN ne fait pas pour l'instant de recherche sur cette société ou qu'elle ne note pas son titre.

Information concernant la société: Paramount Resources Ltd. (6,7)

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.



14 mai 2018

QBR.B (TSX) **\$24.72**
COURS CIBLE: **\$29.00**
RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ: **18.2%**

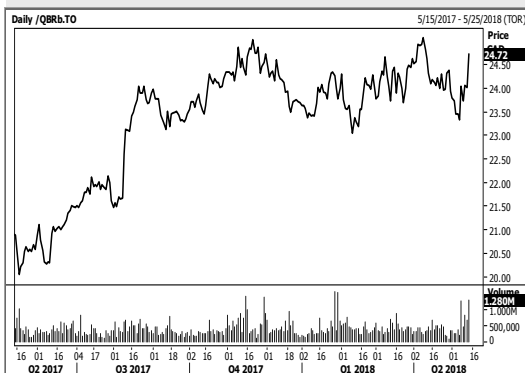
Données boursières

Fourchette 52 semaines (CA\$)	\$25.27 - \$19.91		
Bloomberg/Reuters:	QBR.B CN/ca;QBR.B		
(Ex. 31 déc.)	2017-R	2018E	2019E
Ch. d'affaires (M)	\$4,144.8	\$4,194.7	\$4,311.0
BAIIA (M)	\$1,628.2	\$1,698.2	\$1,806.2
BPA hors charg.	\$1.24	\$1.81	\$2.03
C/B	19.4x	13.3x	11.8x
VE/BAIIA*	6.9x	7.5x	6.9x
FTD par action	\$1.91	\$2.00	\$1.36
Rend. FTD	8.0%	8.3%	5.7%

* Selon dette nette prévue + obl. convertibles

Données financières **au 31 mars 2018**

Actions en circulation (M)	234.1
Flottant (M)	154.3
Valeur au marché (M)	\$5,786.7
Dette nette + titres convertibles (M)	\$5,703.8
Actions ordinaires (M)	\$1,335.3
Dette nette/Capital	93.6%
VCPA / Cours/VCPA	\$3.34/7.4x
RFP 2017e	28.9%
Dividende/Rendement	\$0.22/0.9%



Source: Thomson Reuters

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

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

Cote: Rendement supérieur

Risque: Inférieur à la moyenne

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

Québecor inc.

PROFIL

Québecor Inc. (QBR) sert de société de portefeuille à la société fermée Québecor Média (QMI), détenue à 81.53% par QBR et à 18.47% par La Caisse de dépôt et placement du Québec. La participation de QBR dans QMI passera à 100% le 22 juin 2018. Les Placements Pélaudeau Inc. contrôle 64.7% des droits de vote et 27.1% des actions de Québecor Inc.

FAITS SAILLANTS**Exploitation d'actifs de câblodistribution solides bien implantés**

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 de journaux. Grâce à ses actifs de câblodistribution et de radiodiffusion (TVA) de qualité supérieure, la société continue de dominer le marché avec sa division Vidéotron, et son nouveau réseau sans fil lancé vers la fin de 2010 a encore renforcé sa position. Tandis que certaines tendances lourdes continuent d'handicaper sa division Médias, la diversification grâce à des 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 génération de flux de trésorerie de la société.

Bien que les produits arrivent à maturité et que la concurrence de la part de Bell soit toujours plus féroce, les revenus des services de câblodistribution ont dépassé ceux des grands câblodistributeurs canadiens jusqu'au début de 2016, quand ceux-ci se sont lancés dans des offres promotionnelles plus agressives. 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 la société a choisi la plateforme X1 de Comcast pour son passage à la télé IP, prévu pour la fin de 2018. Le PMPA par foyer continue de croître grâce aux efforts de Vidéotron pour vendre une offre multiproduits et à l'exploitation du contenu unique en langue française. L'introduction de l'iPhone dans l'offre d'appareils mobiles le 28 mars 2014 a entraîné une croissance accrue du PMPA des services sans fil ces dernières années et a accentué les gains d'abonnés. Les discussions concernant des projets d'implantation à l'extérieur du Québec pour le secteur sans-fil ont rapidement été abandonnées en 2015 et, le 9 juin 2017, QBR a exercé son option pour vendre sa licence de spectre SSFE-1 de Toronto à Rogers pour \$184 millions (valeur comptable de \$96.4 millions), puis, le 13 juin 2017, elle a vendu trois licences de spectre de 700 MHz couvrant l'Alberta, la Colombie-Britannique et le sud de l'Ontario ainsi que quatre licences de 2,500 MHz couvrant Toronto, Edmonton, Calgary et Vancouver à Shaw pour \$430 millions (valeur comptable d'environ \$180 millions). Enfin, les acquisitions et la croissance de ses centres de données ajoutent à l'unité Service Affaires et contribuent à la croissance générale de Vidéotron.

La division Médias face à l'évolution des tendances lourdes

Représentant moins d'un cinquième du chiffre d'affaires consolidé estimé pour 2018 et moins de 4% du BAIIA total prévu, la division Médias s'efforce de diversifier ses activités, alors que ses activités classiques de télévision et ses publications imprimées 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) offre une certaine diversification à la division Médias, mais cette acquisition a été coûteuse et a eu un effet de dilution important pour les actionnaires minoritaires de TVA. MELS a enregistré des résultats inférieurs en 2016, avant de rebondir vigoureusement en 2017.

Acquisition de la participation de 18.47% de la Caisse dans QMI pour \$1.69 milliard le 22 juin

Québecor a récemment conclu un accord pour racheter la participation de la CDPQ dans QMI, un peu plus tôt que prévu en 2018 et à un prix assez raisonnable. Québecor et QMI achèteront 17.63 millions d'actions, représentant une participation de 18.47% dans QMI, pour \$1.69 milliard. Le prix total est réparti en un paiement au comptant de \$1.54 milliard et une nouvelle émission de \$150 millions de débentures convertibles en actions subalternes de catégorie B portant intérêt de 4% d'un prix plancher de \$26.85 par action (soit un nombre maximal de 5.59 millions d'actions) et d'un prix plafond de \$33.5625 par action (soit un nombre minimal de 4.47 millions d'actions). D'après nos calculs, le ratio VE/BAIIA est de 7.8 ou 8.0 sans TVA. À la fin du T1 2018, la trésorerie de QMI s'élevait à \$929.0 millions, avec des facilités de crédit renouvelable de \$1.27 milliard. À ce titre, une émission d'obligations pourrait ne pas se produire. Nous évaluons que le ratio d'endettement de 3.0 au T1 2018 passera à 4.0 sur une base *pro forma* (chaque valeur en baisse de 60 pb si les débentures convertibles existantes sont traitées comme des actions) et devrait baisser grâce à la solide production de FTD. La transaction devrait être close d'ici le 22 juin. Nous considérons cette nouvelle comme une étape importante pour la société qui contrôlera bientôt QMI à 100% et qui, au cours de ce processus, entrevoit une disparition (assainissement tant attendu) de la structure de l'entreprise. Le conseil vise aussi maintenant une hausse du dividende à 30%-50% des FTD sur une période de quatre ans.

FACTEURS DE RISQUE

Parmi les principaux risques auxquels est exposée Vidéotron figurent la concurrence intense de Bell ainsi que le déploiement de son service de fibres optiques jusqu'au domicile 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 le réseau de câblodistribution. Dans la mesure où les pressions à long terme persistent pour la division Médias, il reste à voir si et quand une équipe de hockey de la LNH de Québec pourra être acquise. Le produit de la cession de ses licences sans fil à l'extérieur du Québec a contribué à réduire la dette en anticipation de la cession définitive par la Caisse de dépôt de sa participation dans QMI, tandis que production de FTD élevés devrait contribuer davantage au désendettement du bilan.

ÉVALUATION**Nous attribuons à QBR la cote Rendement supérieur, avec un cours cible de \$29.**

Notre cours cible repose sur notre estimation de la VAN pour 2019, avec un ratio VE/BAIIA implicite de 8.2 et 7.6 d'après nos estimations pour 2018 et 2019, respectivement. Ces ratios augmentent d'environ 40 pb lorsqu'on exclut l'actif dérivé inclus de notre valorisation.

LES NOTATIONS ET LEUR SIGNIFICATION :

NOTATION INITIALE 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 chacune de ces catégories : Titre à rendement supérieur — Le titre devrait dégager un rendement supérieur au rendement global de l'ensemble des titres suivis par l'analyste au cours des douze mois qui suivent; Titre à 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; Titre à rendement inférieur — Le titre devrait dégager un rendement inférieur au rendement des titres suivis du même secteur d'activité au cours des douze mois qui suivent.

NOTATION SECONDAIRE DES TITRES : En cours de 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; Dépôt — Notre analyste recommande aux investisseurs de déposer en réponse à une offre précise visant les titres de la société; Diffusion restreinte — Compte tenu des opérations bancaires d'investissement en cours 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 DE L'INDUSTRIE : FBN dispose d'un système de pondération de l'industrie qui reflète le point de vue de notre Groupe Économie et Stratégie, au moyen de sa stratégie de notation sectorielle. Le système à trois niveaux note les secteurs de la façon suivante : Surpondération, équi pondération et sous-pondération, selon le rendement projeté du secteur par rapport aux moyennes des marchés plus vastes au cours des douze mois qui suivent.

COTE DE RISQUE : FBN emploie un système d'évaluation du risque à quatre niveaux, soit inférieur à la moyenne, moyen, supérieur à la moyenne et spéculatif. Le système tente d'évaluer le risque par rapport à l'ensemble du marché. Outre les critères propres au secteur, les analystes se servent également de critères quantitatifs et de critères qualitatifs dans le processus de notation. Les critères comprennent la prévisibilité des résultats financiers, la volatilité du cours de l'action, les cotes de solvabilité, la liquidité des actions et la qualité du bilan.

Généralités : La Financière Banque Nationale (FBN) est une filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la cote des bourses canadiennes.

Les informations contenues aux présentes proviennent de sources que nous jugeons fiables; toutefois nous n'offrons aucune garantie à l'égard de ces informations et elles pourraient s'avérer incomplètes. Les opinions exprimées sont fondées sur notre analyse et notre interprétation de ces informations et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés aux présentes.

Analystes de recherche : Les analystes de recherche qui préparent les présents rapports attestent que leur rapport respectif constitue une image fidèle de 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 opérations sur titres de participation, les Ventes au détail et les activités de compensation correspondantes, les Services bancaires aux entreprises et les Services de banque d'investissement. Comme les revenus tirés de ces activités varient, les fonds destinés à la rémunération des travaux de recherche fluctuent en conséquence. Aucun secteur d'activité n'a plus d'influence qu'un autre sur la rémunération des analystes de recherche.

Résidents du Canada : À l'égard de la distribution du présent rapport au Canada, FBN endosse la responsabilité de son contenu. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents du Canada doivent communiquer avec leur représentant professionnel FBN. Pour effectuer une opération, les résidents du Canada devraient communiquer avec leur conseiller en placement FBN.

Résidents des États-Unis : En ce qui concerne la distribution de ce rapport aux États-Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« NBCFI ») est réglementée par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC). 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 obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis sont invités à communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

Résidents du Royaume-Uni : Eu égard à la distribution du présent rapport aux résidents du Royaume-Uni, Financière Banque Nationale Inc. a autorisé le contenu (y compris, là où c'est nécessaire, aux fins du paragraphe 21(1) de la loi intitulée *Financial Services and Markets Act 2000*). Financière Banque Nationale Inc. et sa société mère ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle et/ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des titres ou des instruments financiers 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 et/ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de mandataire ou pour leur propre compte. Ils peuvent agir dans la tenue d'un marché pour ces placements ou placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre ou ils peuvent agir à titre de banque d'investissement et/ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements peut baisser ou augmenter. Le rendement passé ne se répètera pas nécessairement à l'avenir. Les placements mentionnés dans le présent rapport ne sont pas disponibles pour les clients du secteur détail. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription ni la sollicitation d'une offre d'acheter ou de souscrire les 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. Financière Banque Nationale Inc. est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority et a son siège social au 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD. Financière Banque Nationale Inc. n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority et la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni.

Résidents de HK : 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 pas été approuvé, examiné ni 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'une 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 of 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) commercialiser activement leurs services auprès du public de Hong Kong.

Droits d'auteur : Le présent rapport ne peut être reproduit que ce soit en totalité ou en partie. Il ne doit pas être distribué ou publié ou faire l'objet d'une mention de quelque manière que ce soit. Aucune mention des informations, des opinions et des conclusions qu'il contient ne peut être faite sans que le consentement préalable écrit de la Financière Banque Nationale n'ait été à chaque fois obtenu.

FBN est un membre du Canadian Investor Protection Fund

On trouvera un sommaire des recommandations trimestrielles de FBN et l'ensemble des recommandations mensuelles sur notre site Web sous les rubriques Recherche et analyse/Actions/La recherche FBN/Statistiques des recommandations FBN (lien ci-joint)

<http://www.nbin.ca/cmst/site/index.html?LanguageCode=1&isrefresh=1&templateID=249&navid=803>

La politique de diffusion des études financières de FBN est disponible sur notre site web sous la rubrique Légal/Politique d'intimité (lien ci-joint)

<http://www.nbin.ca/cmst/site/index.html?LanguageCode=1&isrefresh=1&templateid=243&navid=712>

Cliquer sur le lien ci-dessous pour connaître les informations particulières publiées par la société. <http://www.nbin.ca/contactus/disclosures.html>

Cliquez sur ce lien pour consulter la déclaration de principes de Banque Nationale Marchés financiers <http://bnmf.ca/fr/declaration-de-principes>

Si des informations propres à une société cotée en bourse ne se trouvent pas ici, c'est que FBN ne fait pas pour l'instant de recherche sur cette société ou qu'elle ne note pas son titre.

Information concernant la société: Quebecor Inc. (2,3,4,5,6,7,10)

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.

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.



19 juillet 2018

RCI.B (TSX) **\$66.60; US\$50.26**
COURS CIBLE: **\$69.00**
RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ: **6.5%**

Données boursières

Fourchette 52 semaines (CAD) \$70.08 - \$55.63
 Bloomberg/Reuters: CAD RCI.B CN/ca; RCI.TO

(Fin d'ex. 31 déc.)	2017a	2018e	2019e
Ch. d'affaires (M)	\$14,369.0	\$15,037.3	\$15,486.0
BAIIA (M)	\$5,502.0	\$5,895.4	\$6,135.8
BPA ajusté	\$3.52	\$4.20	\$4.45
C/B	18.8x	15.7x	14.8x
VE/BAIIA*	9.0x	8.3x	7.9x
FTD/action	\$3.6	\$3.4	\$3.5
Rend. FTD	5.5%	5.2%	5.4%

* Selon est. de dette nette, titrisations, actions privilégiées, part. min.

Données financières au 30 juin 2018

Actions en circulation (M)	514.8
Actions e. c. ap. dilution (M)	515.8
Valeur au marché (M)	\$34,003.3
Dette nette (M)	\$15,298.0
Actions privilégiées (M)	-
Titrisations (M)	-
Participation minoritaire (M)	-
Actions ordinaires (M)	\$7,445
Levier par société	2.6x
VCPA / Cours/VCPA	\$14.46/4.6x
Dividende annuel	158.0%
Rendement du dividende	3%



Source: Thomson Reuters

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

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

Cote: Rendement moyen
Risque: Inférieur à la moyenne
 Cote du secteur: 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 principale base, constituée d'abonnés aux services postpayés. Elle a cédé à TELUS le record du taux d'attrition ces dernières années. Cela dit, le taux d'attrition aux services postpayés s'est amélioré ces dix derniers trimestres, exclusion faite d'un problème technique au T4 2017. 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 surprennent grandement depuis le T2 2016 (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.

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 devrait arriver sur le marché en 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 Media 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 Media 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.

Pas de hausse du dividende une troisième année, sans explication valable cette fois-ci

Il y a deux ans, le marché a toléré que la société ne relève pas son dividende. L'année dernière, 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. Cette année cependant, les investisseurs risquent de se poser des questions pendant un moment, car, avec la baisse de l'endettement, l'accélération de la croissance du BAIIA après le T1 2017 et les solides perspectives pour 2018, la direction ne semblait pas manquer de latitude pour relever le dividende... mais elle n'a pourtant rien annoncé. Le conseil d'administration attend-il que le ratio d'endettement soit ramené dans sa fourchette-cible de 2.0 à 2.5? Cet objectif est en bonne voie d'être atteint et les entreprises du secteur ne semblent pas craindre de rester au-dessus de leurs objectifs d'endettement à long terme. Les dépenses en immobilisations posent-elles problème? Peut-être leur forte hausse en 2018 a-t-elle fait naître des craintes qu'elles n'augmentent de la même façon à l'avenir, de sorte que la croissance des FTD s'en trouverait réduite par la suite. Mais peut-être aussi l'enchère de spectre de 600 MHz de 2019 se fera-t-elle à des prix supérieurs aux prévisions. Comme d'autres, nous sommes curieux d'en savoir plus.

FACTEURS DE RISQUE

La croissance économique pourrait ralentir au Canada ou dans les provinces 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. Enfin, la transition au niveau du chef de la direction est une affaire à suivre, en particulier pour ce qui a trait au développement des nouvelles initiatives stratégiques par M. Natale.

ÉVALUATION**Nous attribuons à Rogers la cote Rendement moyen et un cours cible de \$69.**

Notre cours cible repose sur nos estimations des FT actualisés pour 2018 et 2019 et de la VAN pour 2019 et 2020 et correspond à un ratio VE/BAIIA implicite de 8.6, 8.1 et 7.6 d'après nos estimations pour 2018, 2019 et 2020, respectivement.

LES NOTATIONS ET LEUR SIGNIFICATION :

NOTATION INITIALE 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 chacune de ces catégories : Titre à rendement supérieur — Le titre devrait dégager un rendement supérieur au rendement global de l'ensemble des titres suivis par l'analyste au cours des douze mois qui suivent; Titre à 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; Titre à rendement inférieur — Le titre devrait dégager un rendement inférieur au rendement des titres suivis du même secteur d'activité au cours des douze mois qui suivent.

NOTATION SECONDAIRE DES TITRES : En cours de 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; Dépôt — Notre analyste recommande aux investisseurs de déposer en réponse à une offre précise visant les titres de la société; Diffusion restreinte — Compte tenu des opérations bancaires d'investissement en cours 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 DE L'INDUSTRIE : FBN dispose d'un système de pondération de l'industrie 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 de la façon suivante : Surpondération, équi pondération et sous-pondération, selon le rendement projeté du secteur par rapport aux moyennes des marchés plus vastes au cours des douze mois qui suivent.

COTE DE RISQUE : FBN emploie un système d'évaluation du risque à quatre niveaux, soit inférieur à la moyenne, moyen, supérieur à la moyenne et spéculatif. Le système tente d'évaluer le risque par rapport à l'ensemble du marché. Outre les critères propres au secteur, les analystes se servent également de critères quantitatifs et de critères qualitatifs dans le processus de notation. Les critères comprennent la prévisibilité des résultats financiers, la volatilité du cours de l'action, les cotes de solvabilité, la liquidité des actions et la qualité du bilan.

Généralités : La Financière Banque Nationale (FBN) est une filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la cote des bourses canadiennes.

Les informations contenues aux présentes proviennent de sources que nous jugeons fiables; toutefois nous n'offrons aucune garantie à l'égard de ces informations et elles pourraient s'avérer incomplètes. Les opinions exprimées sont fondées sur notre analyse et notre interprétation de ces informations et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés aux présentes.

Analystes de recherche : Les analystes de recherche qui préparent les présents rapports attestent que leur rapport respectif constitue une image fidèle de 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 opérations sur titres de participation, les Ventes au détail et les activités de compensation correspondantes, les Services bancaires aux entreprises et les Services de banque d'investissement. Comme les revenus tirés de ces activités varient, les fonds destinés à la rémunération des travaux de recherche fluctuent en conséquence. Aucun secteur d'activité n'a plus d'influence qu'un autre sur la rémunération des analystes de recherche.

Résidents du Canada : À l'égard de la distribution du présent rapport au Canada, FBN endosse la responsabilité de son contenu. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents du Canada doivent communiquer avec leur représentant professionnel FBN. Pour effectuer une opération, les résidents du Canada devraient communiquer avec leur conseiller en placement FBN.

Résidents des États-Unis : En ce qui concerne la distribution de ce rapport aux États-Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« NBCFI ») est réglementée par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC). 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 obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis sont invités à communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

Résidents du Royaume-Uni : Eu égard à la distribution du présent rapport aux résidents du Royaume-Uni, Financière Banque Nationale Inc. a autorisé le contenu (y compris, là où c'est nécessaire, aux fins du paragraphe 21(1) de la loi intitulée *Financial Services and Markets Act 2000*). Financière Banque Nationale Inc. et sa société mère ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle et/ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des titres ou des instruments financiers 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 et/ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de mandataire ou pour leur propre compte. Ils peuvent agir dans la tenue d'un marché pour ces placements ou placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre ou ils peuvent agir à titre de banque d'investissement et/ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements peut baisser ou augmenter. Le rendement passé ne se répètera pas nécessairement à l'avenir. Les placements mentionnés dans le présent rapport ne sont pas disponibles pour les clients du secteur détail. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription ni la sollicitation d'une offre d'acheter ou de souscrire les 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'à aux contreparties admissibles (*Eligible Counterparties*) et clients professionnels (*Professional Clients*) du Royaume-Uni au sens des règles de la Financial Conduct Authority. Financière Banque Nationale Inc. est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority et a son siège social au 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD. Financière Banque Nationale Inc. n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority et la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni.

Résidents de HK : 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 pas été approuvé, examiné ni 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'une 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 of 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) commercialiser activement leurs services auprès du public de Hong Kong.

Droits d'auteur : Le présent rapport ne peut être reproduit que ce soit en totalité ou en partie. Il ne doit pas être distribué ou publié ou faire l'objet d'une mention de quelque manière que ce soit. Aucune mention des informations, des opinions et des conclusions qu'il contient ne peut être faite sans que le consentement préalable écrit de la Financière Banque Nationale n'ait été à chaque fois obtenu.

FBN est un membre du Canadian Investor Protection Fund

On trouvera un sommaire des recommandations trimestrielles de FBN et l'ensemble des recommandations mensuelles sur notre site Web sous les rubriques Recherche et analyse/Actions/La recherche FBN/Statistiques des recommandations FBN (lien ci-joint)

<http://www.nbin.ca/cmst/site/index.html?LanguageCode=1&srrefresh=1&templateID=249&navid=803>

La politique de diffusion des études financières de FBN est disponible sur notre site web sous la rubrique Légal/Politique d'intimité (lien ci-joint)

<http://www.nbin.ca/cmst/site/index.html?LanguageCode=1&srrefresh=1&templateID=243&navid=712>

Cliquer sur le lien ci-dessous pour connaître les informations particulières publiées par la société. <http://www.nbin.ca/contactus/disclosures.html>

Cliquez sur ce lien pour consulter la déclaration de principes de Banque Nationale Marchés financiers <http://bnmf.ca/fr/declaration-de-principes>

Si des informations propres à une société cotée en bourse ne se trouvent pas ici, c'est que FBN ne fait pas pour l'instant de recherche sur cette société ou qu'elle ne note pas son titre.

Information concernant la société: Rogers Communications Inc. (2,3,4,5,6,7)

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.



17 juillet 2018

SAP (TSX) **\$45.16**
COURS CIBLE: **\$45.00**
RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ: **1%**

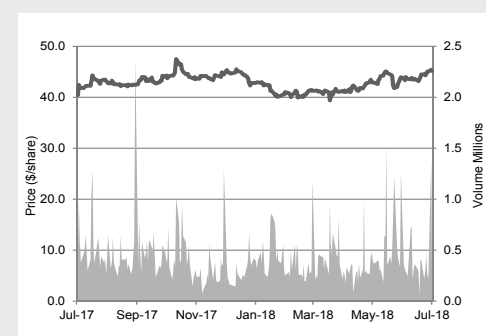
Fourchette 52 semaines	\$47.59 - \$39.08
Actions en circulation (M)	390.5
Flottant	65.4%
Capitalisation boursière (M)	\$17,635

Clôture de l'exercice: 31 mars

	F2018A	F2019E	F2020E
Ch. d'affaires (M)	\$11,542.5	\$13,700.2	\$14,656.9
BAIIA (M)	\$1,264.4	\$1,451.3	\$1,593.0
BPA ap. dilution	\$1.80	\$2.08	\$2.37
C/B	25.1x	21.7x	19.1x
VE/BAIIA	15.1x	13.2x	12.0x

Au T2 2018

Liquidités (M)	\$122
Dette totale (M)	\$1,619
Dette nette (M)	\$1,496
Dette nette/Capital	24.8%
Valeur comptable par action	\$12.29
Dividende	\$0.63
Rendement du dividende	1.4%



Source: Thomson, NBF

Vishal Shreedhar
 416.869.7930
 vishal.shreedhar@nbc.ca

Adjoint: Ryan Li
 416.869.6767
 ryan.li@nbc.ca

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

Cote: Rendement moyen
Risque: Inférieur à la moyenne
 Produits alimentaires, boissons et tabac: Surpondérer
 (Groupe Économie et Stratégie FBN)

Saputo Inc.

PROFIL

Saputo produit, commercialise et distribue une vaste gamme de produits alimentaires, en particulier des produits 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**Thèse de placement**

À moyen terme, nous pensons que les perspectives de Saputo seront soutenues par les occasions d'acquisition et la rémunération des actionnaires.

Le défi pour Saputo sera de cibler des sociétés intéressantes d'un point de vue stratégique, qui répondent aux objectifs de rentabilité. Nous continuons de croire que Saputo est une société bien gérée, ayant d'importants débouchés à long terme avec la rationalisation du secteur laitier à l'échelle mondiale. Pour autant, nous maintenons un avis neutre dans la mesure où certains titres de notre univers recèlent selon nous plus de valeur.

Acquisitions en ligne de mire

Saputo a récemment clôturé l'acquisition de Murray Goulburn (MG). La priorité à venir est de vendre l'usine de Koroit, condition obligatoire dans le cadre de l'acquisition, et de cerner des occasions d'amélioration/optimalisation de la prise en charge de lait.

La direction a récemment indiqué que le nombre de projets potentiels d'acquisition qu'elle étudie actuellement est relativement élevé (4 à 5 dossiers). En tenant compte du levier financier après les transactions récemment annoncées ou conclues, la direction a indiqué que la société a encore la capacité de réaliser d'importantes acquisitions pour plus de \$3 milliards. La direction table toujours sur la prudence en matière financière lorsqu'elle étudie toute éventuelle transaction.

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 sa stratégie de croissance basée sur les acquisitions, au risque d'intégration.

ÉVALUATION**Maintien de la cote Rendement moyen; cours cible de \$45**

Notre cours cible pour Saputo correspond à 19.0 fois notre estimation du BPA en 2020.

LES NOTATIONS ET LEUR SIGNIFICATION :

NOTATION INITIALE 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 chacune de ces catégories : Titre à rendement supérieur — Le titre devrait dégager un rendement supérieur au rendement global de l'ensemble des titres suivis par l'analyste au cours des douze mois qui suivent; Titre à 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; Titre à rendement inférieur — Le titre devrait dégager un rendement inférieur au rendement des titres suivis du même secteur d'activité au cours des douze mois qui suivent.

NOTATION SECONDAIRE DES TITRES : En cours de 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; Dépôt — Notre analyste recommande aux investisseurs de déposer en réponse à une offre précise visant les titres de la société; Diffusion restreinte — Compte tenu des opérations bancaires d'investissement en cours 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 DE L'INDUSTRIE : FBN dispose d'un système de pondération de l'industrie qui reflète le point de vue de notre Groupe Économie et Stratégie, au moyen de sa stratégie de notation sectorielle. Le système à trois niveaux note les secteurs de la façon suivante : Surpondération, équi pondération et sous-pondération, selon le rendement projeté du secteur par rapport aux moyennes des marchés plus vastes au cours des douze mois qui suivent.

COTE DE RISQUE : FBN emploie un système d'évaluation du risque à quatre niveaux, soit inférieur à la moyenne, moyen, supérieur à la moyenne et spéculatif. Le système tente d'évaluer le risque par rapport à l'ensemble du marché. Outre les critères propres au secteur, les analystes se servent également de critères quantitatifs et de critères qualitatifs dans le processus de notation. Les critères comprennent la prévisibilité des résultats financiers, la volatilité du cours de l'action, les cotes de solvabilité, la liquidité des actions et la qualité du bilan.

Généralités : La Financière Banque Nationale (FBN) est une filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la cote des bourses canadiennes.

Les informations contenues aux présentes proviennent de sources que nous jugeons fiables; toutefois nous n'offrons aucune garantie à l'égard de ces informations et elles pourraient s'avérer incomplètes. Les opinions exprimées sont fondées sur notre analyse et notre interprétation de ces informations et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés aux présentes.

Analystes de recherche : Les analystes de recherche qui préparent les présents rapports attestent que leur rapport respectif constitue une image fidèle de 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 opérations sur titres de participation, les Ventes au détail et les activités de compensation correspondantes, les Services bancaires aux entreprises et les Services de banque d'investissement. Comme les revenus tirés de ces activités varient, les fonds destinés à la rémunération des travaux de recherche fluctuent en conséquence. Aucun secteur d'activité n'a plus d'influence qu'un autre sur la rémunération des analystes de recherche.

Résidents du Canada : À l'égard de la distribution du présent rapport au Canada, FBN endosse la responsabilité de son contenu. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents du Canada doivent communiquer avec leur représentant professionnel FBN. Pour effectuer une opération, les résidents du Canada devraient communiquer avec leur conseiller en placement FBN.

Résidents des États-Unis : En ce qui concerne la distribution de ce rapport aux États-Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« NBCFI ») est réglementée par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC). 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 obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis sont invités à communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

Résidents du Royaume-Uni : Eu égard à la distribution du présent rapport aux résidents du Royaume-Uni, Financière Banque Nationale Inc. a autorisé le contenu (y compris, là où c'est nécessaire, aux fins du paragraphe 21(1) de la loi intitulée *Financial Services and Markets Act 2000*). Financière Banque Nationale Inc. et sa société mère ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle et/ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des titres ou des instruments financiers 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 et/ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de mandataire ou pour leur propre compte. Ils peuvent agir dans la tenue d'un marché pour ces placements ou placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre ou ils peuvent agir à titre de banque d'investissement et/ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements peut baisser ou augmenter. Le rendement passé ne se répètera pas nécessairement à l'avenir. Les placements mentionnés dans le présent rapport ne sont pas disponibles pour les clients du secteur détail. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription ni la sollicitation d'une offre d'acheter ou de souscrire les 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. Financière Banque Nationale Inc. est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority et a son siège social au 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD. Financière Banque Nationale Inc. n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority et la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni.

Résidents de HK : 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 pas été approuvé, examiné ni 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'une 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 of 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) commercialiser activement leurs services auprès du public de Hong Kong.

Droits d'auteur : Le présent rapport ne peut être reproduit que ce soit en totalité ou en partie. Il ne doit pas être distribué ou publié ou faire l'objet d'une mention de quelque manière que ce soit. Aucune mention des informations, des opinions et des conclusions qu'il contient ne peut être faite sans que le consentement préalable écrit de la Financière Banque Nationale n'ait été à chaque fois obtenu.

FBN est un membre du Canadian Investor Protection Fund

On trouvera un sommaire des recommandations trimestrielles de FBN et l'ensemble des recommandations mensuelles sur notre site Web sous les rubriques Recherche et analyse/Actions/La recherche FBN/Statistiques des recommandations FBN (lien ci-joint)

<http://www.nbin.ca/cmst/site/index.html?LanguageCode=1&isrefresh=1&templateID=249&navid=803>

La politique de diffusion des études financières de FBN est disponible sur notre site web sous la rubrique Légal/Politique d'intimité (lien ci-joint)

<http://www.nbin.ca/cmst/site/index.html?LanguageCode=1&isrefresh=1&templateid=243&navid=712>

Cliquer sur le lien ci-dessous pour connaître les informations particulières publiées par la société. <http://www.nbin.ca/contactus/disclosures.html>

Cliquez sur ce lien pour consulter la déclaration de principes de Banque Nationale Marchés financiers <http://bnmf.ca/fr/declaration-de-principes>

Si des informations propres à une société cotée en bourse ne se trouvent pas ici, c'est que FBN ne fait pas pour l'instant de recherche sur cette société ou qu'elle ne note pas son titre.

Information concernant la société: Saputo Inc. (2,3,4,5,6,7,14)

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.

14 Un membre du conseil d'administration de Financière Banque Nationale Inc. est aussi membre du conseil d'administration ou dirigeant de cet émetteur.



17 juillet 2018

SJR.B (TSX); SJR (N) **\$27.36; US\$20.74**
COURS CIBLE: **\$28.00**
RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ: **6.7%**

Données boursières

Fourchette 52 semaines (CAD) \$30.00 - \$23.90
 Bloomberg/Reuters: CAD SJR/B / SJR'B-T

Fin d'ex.: 31 août	2017a	2018e	2019e
Ch. d'affaires (M)*	\$4,874	\$5,251	\$5,448
BAIIA (M)*	\$1,996	\$2,085	\$2,201
BPA ajusté*	\$1.11	\$1.15	\$1.34
C/B	24.6x	23.8x	20.5x
VE/BAIIA	9.3x	8.7x	8.3x
FTD/action	\$0.89	\$0.81	\$0.89
Rend. FTD	3.2%	2.9%	3.2%
C/FTD	30.7x	33.9x	30.8x

* Activités poursuivies seulement

Données financières **au 28 février 2018**

Actions en circulation (M)	504.0
Flottant (M)	445.1
Valeur de marché (M)	\$13,789.4
Dette nette selon le bilan (M)	\$4,016.0
Actions privilégiées (M)	\$293.0
Avoir des actionnaires ordinaires (M)	\$5,829.0
Levier par entreprise	2.0x
VCPA / Cours/VCPA	\$11.59/2.4x
RFP 2018e	11.0%
Dividende/Rendement	\$1.19/4.3%



Source: Thomson Reuters

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 moyen**Risque: Moyen**

Cote du secteur: Équipoindéer
 (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 Optik, 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, qui doit être mise en œuvre sur tout le réseau de câblodistribution de Shaw en 2018, permettra 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 de \$417 millions au T2 2018, la charge totale ne devant pas dépasser \$450 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 \$215 millions (répartition 60%/40%) d'ici la fin de 2020.

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

L'exploitation de centres de données de Denver a été acquise 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^{er} 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^{er} avril 2016) a permis de financer l'achat de Wind, clôturé le 1^{er} 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 Québec 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).

Les prévisions 2018 reflètent l'évolution des initiatives, en particulier les investissements pour la transition vers le service LTE.

Shaw table sur un BAIIA de \$2.1 milliards, reflétant une croissance d'environ 5.0% après un gain de 1.0% ou -2.0% sur une base endogène, réalisée plutôt au deuxième semestre. La direction anticipe des FTD de \$375 millions, soit une contraction par rapport à \$432 millions en 2017 et \$482 millions en 2016 en raison d'une évolution dans la composition des actifs en 2016 et d'une augmentation des dépenses pour Freedom (avec la fin de l'évolution vers la norme LTE, la hausse des dépenses en immobilisations est liée au déploiement du spectre récemment acquis, qui devrait représenter encore \$350 millions principalement en 2018). Les immobilisations devraient totaliser \$1.38 milliard en 2018.

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 moyen et un cours cible de \$28.00.**

Notre cours cible est basé sur nos estimations des FTA pour 2018 et 2019 et de la VAN pour 2019 et 2020 et correspond à un ratio VE/BAIIA implicite de 8.9, 8.4 et 7.9 d'après nos estimations pour 2018, 2019 et 2020, respectivement.

LES NOTATIONS ET LEUR SIGNIFICATION :

NOTATION INITIALE 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 chacune de ces catégories : Titre à rendement supérieur — Le titre devrait dégager un rendement supérieur au rendement global de l'ensemble des titres suivis par l'analyste au cours des douze mois qui suivent; Titre à 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; Titre à rendement inférieur — Le titre devrait dégager un rendement inférieur au rendement des titres suivis du même secteur d'activité au cours des douze mois qui suivent.

NOTATION SECONDAIRE DES TITRES : En cours de 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; Dépôt — Notre analyste recommande aux investisseurs de déposer en réponse à une offre précise visant les titres de la société; Diffusion restreinte — Compte tenu des opérations bancaires d'investissement en cours 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 DE L'INDUSTRIE : FBN dispose d'un système de pondération de l'industrie qui reflète le point de vue de notre Groupe Économie et Stratégie, au moyen de sa stratégie de notation sectorielle. Le système à trois niveaux note les secteurs de la façon suivante : Surpondération, équi pondération et sous-pondération, selon le rendement projeté du secteur par rapport aux moyennes des marchés plus vastes au cours des douze mois qui suivent.

COTE DE RISQUE : FBN emploie un système d'évaluation du risque à quatre niveaux, soit inférieur à la moyenne, moyen, supérieur à la moyenne et spéculatif. Le système tente d'évaluer le risque par rapport à l'ensemble du marché. Outre les critères propres au secteur, les analystes se servent également de critères quantitatifs et de critères qualitatifs dans le processus de notation. Les critères comprennent la prévisibilité des résultats financiers, la volatilité du cours de l'action, les cotes de solvabilité, la liquidité des actions et la qualité du bilan.

Généralités : La Financière Banque Nationale (FBN) est une filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la cote des bourses canadiennes.

Les informations contenues aux présentes proviennent de sources que nous jugeons fiables; toutefois nous n'offrons aucune garantie à l'égard de ces informations et elles pourraient s'avérer incomplètes. Les opinions exprimées sont fondées sur notre analyse et notre interprétation de ces informations et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés aux présentes.

Analystes de recherche : Les analystes de recherche qui préparent les présents rapports attestent que leur rapport respectif constitue une image fidèle de 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 opérations sur titres de participation, les Ventes au détail et les activités de compensation correspondantes, les Services bancaires aux entreprises et les Services de banque d'investissement. Comme les revenus tirés de ces activités varient, les fonds destinés à la rémunération des travaux de recherche fluctuent en conséquence. Aucun secteur d'activité n'a plus d'influence qu'un autre sur la rémunération des analystes de recherche.

Résidents du Canada : À l'égard de la distribution du présent rapport au Canada, FBN endosse la responsabilité de son contenu. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents du Canada doivent communiquer avec leur représentant professionnel FBN. Pour effectuer une opération, les résidents du Canada devraient communiquer avec leur conseiller en placement FBN.

Résidents des États-Unis : En ce qui concerne la distribution de ce rapport aux États-Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« NBCFI ») est réglementée par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC). 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 obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis sont invités à communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

Résidents du Royaume-Uni : Eu égard à la distribution du présent rapport aux résidents du Royaume-Uni, Financière Banque Nationale Inc. a autorisé le contenu (y compris, là où c'est nécessaire, aux fins du paragraphe 21(1) de la loi intitulée *Financial Services and Markets Act 2000*). Financière Banque Nationale Inc. et sa société mère ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle et/ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des titres ou des instruments financiers 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 et/ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de mandataire ou pour leur propre compte. Ils peuvent agir dans la tenue d'un marché pour ces placements ou placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre ou ils peuvent agir à titre de banque d'investissement et/ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements peut baisser ou augmenter. Le rendement passé ne se répètera pas nécessairement à l'avenir. Les placements mentionnés dans le présent rapport ne sont pas disponibles pour les clients du secteur détail. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription ni la sollicitation d'une offre d'acheter ou de souscrire les 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. Financière Banque Nationale Inc. est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority et a son siège social au 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD. Financière Banque Nationale Inc. n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority et la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni.

Résidents de HK : 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 pas été approuvé, examiné ni 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'une 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 of 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) commercialiser activement leurs services auprès du public de Hong Kong.

Droits d'auteur : Le présent rapport ne peut être reproduit que ce soit en totalité ou en partie. Il ne doit pas être distribué ou publié ou faire l'objet d'une mention de quelque manière que ce soit. Aucune mention des informations, des opinions et des conclusions qu'il contient ne peut être faite sans que le consentement préalable écrit de la Financière Banque Nationale n'ait été à chaque fois obtenu.

FBN est un membre du Canadian Investor Protection Fund

On trouvera un sommaire des recommandations trimestrielles de FBN et l'ensemble des recommandations mensuelles sur notre site Web sous les rubriques Recherche et analyse/Actions/La recherche FBN/Statistiques des recommandations FBN (lien ci-joint)

<http://www.nbin.ca/cmst/site/index.html?LanguageCode=1&isrefresh=1&templateID=249&navid=803>

La politique de diffusion des études financières de FBN est disponible sur notre site web sous la rubrique Légal/Politique d'intimité (lien ci-joint)

<http://www.nbin.ca/cmst/site/index.html?LanguageCode=1&isrefresh=1&templateID=243&navid=712>

Cliquer sur le lien ci-dessous pour connaître les informations particulières publiées par la société. <http://www.nbin.ca/contactus/disclosures.html>

Cliquez sur ce lien pour consulter la déclaration de principes de Banque Nationale Marchés financiers <http://bnmf.ca/fr/declaration-de-principes>

Si des informations propres à une société cotée en bourse ne se trouvent pas ici, c'est que FBN ne fait pas pour l'instant de recherche sur cette société ou qu'elle ne note pas son titre.

Information concernant la société: Shaw Communications (6,7)

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.



17 août 2018

SHOP(T); SHOP(N) Cdn\$179.11; US\$136.89
COURS CIBLE: US\$180.00
RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ: 31%

Fourchette 52 semaines	\$176.60 - \$89.35
Actions en circulation (M)	106.0
Capitalisation boursière (M\$)	\$14,465

Clôture de l'exercice: 31 décembre

	2018A	2019E	2020E
Ch. d'affaires (M)	\$673	\$1,046	\$1,439
BAIIA (M)	\$23	\$25	\$94
BPA ajusté	\$0.16	\$0.20	\$0.82
FPE (M)	\$8	\$64	\$117
FT disponibles (M)	(\$12)	\$29	\$85
FTD par action	(\$0.11)	\$0.27	\$0.81

Données financières

Liquidités et placements CT (M)	\$1,574
Dettes totales (M)	\$0
Dettes nettes (M)	-\$1,574
Encaisse par action	\$14.85
Valeur de l'entreprise (M)	\$12,891



Source: Thomson Eikon

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

Adjoints:

Andrew McGee - (416) 869-8049
 andrew.mcgee@nbc.ca

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

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

Cote: Rendement supérieur
Risque: Supérieur à la moyenne
 Logiciels et services informatiques: Équiper (Groupe Économie et Stratégie FBN)

Shopify Inc.**PROFIL (montants en US\$)**

Shopify Inc. (Shopify) propose une plate-forme infonuagique de commerce multicanal 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 plate-forme 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 600,000 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.

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 sommes encore dans la période de décollage du commerce en ligne.
- 4) Shopify est sans contredit une entreprise susceptible d'être acquise.
- 5) Un tel avantage comparatif se traduit par une valorisation exceptionnelle.

ÉVALUATION

Notre cours cible demeure à \$180 et correspond à un ratio VE/chiffre d'affaires de 11.7 (auparavant 12.0) d'après nos estimations pour 2019.

FACTEURS DE RISQUE

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

LES NOTATIONS ET LEUR SIGNIFICATION :

NOTATION INITIALE 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 chacune de ces catégories : Titre à rendement supérieur — Le titre devrait dégager un rendement supérieur au rendement global de l'ensemble des titres suivis par l'analyste au cours des douze mois qui suivent; Titre à 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; Titre à rendement inférieur — Le titre devrait dégager un rendement inférieur au rendement des titres suivis du même secteur d'activité au cours des douze mois qui suivent.

NOTATION SECONDAIRE DES TITRES : En cours de 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; Dépôt — Notre analyste recommande aux investisseurs de déposer en réponse à une offre précise visant les titres de la société; Diffusion restreinte — Compte tenu des opérations bancaires d'investissement en cours 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 DE L'INDUSTRIE : FBN dispose d'un système de pondération de l'industrie 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 de la façon suivante : Surpondération, équi pondération et sous-pondération, selon le rendement projeté du secteur par rapport aux moyennes des marchés plus vastes au cours des douze mois qui suivent.

COTE DE RISQUE : FBN emploie un système d'évaluation du risque à quatre niveaux, soit inférieur à la moyenne, moyen, supérieur à la moyenne et spéculatif. Le système tente d'évaluer le risque par rapport à l'ensemble du marché. Outre les critères propres au secteur, les analystes se servent également de critères quantitatifs et de critères qualitatifs dans le processus de notation. Les critères comprennent la prévisibilité des résultats financiers, la volatilité du cours de l'action, les cotes de solvabilité, la liquidité des actions et la qualité du bilan.

Généralités : La Financière Banque Nationale (FBN) est une filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la cote des bourses canadiennes.

Les informations contenues aux présentes proviennent de sources que nous jugeons fiables; toutefois nous n'offrons aucune garantie à l'égard de ces informations et elles pourraient s'avérer incomplètes. Les opinions exprimées sont fondées sur notre analyse et notre interprétation de ces informations et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés aux présentes.

Analystes de recherche : Les analystes de recherche qui préparent les présents rapports attestent que leur rapport respectif constitue une image fidèle de 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 opérations sur titres de participation, les Ventes au détail et les activités de compensation correspondantes, les Services bancaires aux entreprises et les Services de banque d'investissement. Comme les revenus tirés de ces activités varient, les fonds destinés à la rémunération des travaux de recherche fluctuent en conséquence. Aucun secteur d'activité n'a plus d'influence qu'un autre sur la rémunération des analystes de recherche.

Résidents du Canada : À l'égard de la distribution du présent rapport au Canada, FBN endosse la responsabilité de son contenu. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents du Canada doivent communiquer avec leur représentant professionnel FBN. Pour effectuer une opération, les résidents du Canada devraient communiquer avec leur conseiller en placement FBN.

Résidents des États-Unis : En ce qui concerne la distribution de ce rapport aux États-Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« NBCFI ») est réglementée par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC). 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 obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis sont invités à communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

Résidents du Royaume-Uni : Eu égard à la distribution du présent rapport aux résidents du Royaume-Uni, Financière Banque Nationale Inc. a autorisé le contenu (y compris, là où c'est nécessaire, aux fins du paragraphe 21(1) de la loi intitulée *Financial Services and Markets Act 2000*). Financière Banque Nationale Inc. et sa société mère ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle et/ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des titres ou des instruments financiers 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 et/ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de mandataire ou pour leur propre compte. Ils peuvent agir dans la tenue d'un marché pour ces placements ou placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre ou ils peuvent agir à titre de banque d'investissement et/ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements peut baisser ou augmenter. Le rendement passé ne se répètera pas nécessairement à l'avenir. Les placements mentionnés dans le présent rapport ne sont pas disponibles pour les clients du secteur détail. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription ni la sollicitation d'une offre d'acheter ou de souscrire les 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'à des contreparties admissibles (*Eligible Counterparties*) et clients professionnels (*Professional Clients*) du Royaume-Uni au sens des règles de la Financial Conduct Authority. Financière Banque Nationale Inc. est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority et a son siège social au 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD. Financière Banque Nationale Inc. n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority et la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni.

Résidents de HK : 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 pas été approuvé, examiné ni 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'une 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 of 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) commercialiser activement leurs services auprès du public de Hong Kong.

Droits d'auteur : Le présent rapport ne peut être reproduit que ce soit en totalité ou en partie. Il ne doit pas être distribué ou publié ou faire l'objet d'une mention de quelque manière que ce soit. Aucune mention des informations, des opinions et des conclusions qu'il contient ne peut être faite sans que le consentement préalable écrit de la Financière Banque Nationale n'ait été à chaque fois obtenu.

FBN est un membre du Canadian Investor Protection Fund

On trouvera un sommaire des recommandations trimestrielles de FBN et l'ensemble des recommandations mensuelles sur notre site Web sous les rubriques Recherche et analyse/Actions/La recherche FBN/Statistiques des recommandations FBN (lien ci-joint)

<http://www.nbin.ca/cmst/site/index.html?LanguageCode=1&isrefresh=1&templateID=249&navid=803>

La politique de diffusion des études financières de FBN est disponible sur notre site web sous la rubrique Légal/Politique d'intimité (lien ci-joint)

<http://www.nbin.ca/cmst/site/index.html?LanguageCode=1&isrefresh=1&templateid=243&navid=712>

Cliquer sur le lien ci-dessous pour connaître les informations particulières publiées par la société. <http://www.nbin.ca/contactus/disclosures.html>

Cliquez sur ce lien pour consulter la déclaration de principes de Banque Nationale Marchés financiers <http://bnmf.ca/fr/declaration-de-principes>

Si des informations propres à une société cotée en bourse ne se trouvent pas ici, c'est que FBN ne fait pas pour l'instant de recherche sur cette société ou qu'elle ne note pas son titre.

Information concernant la société: Shopify Inc. (2,3,4,5,7)

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.

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.



17 juillet 2018

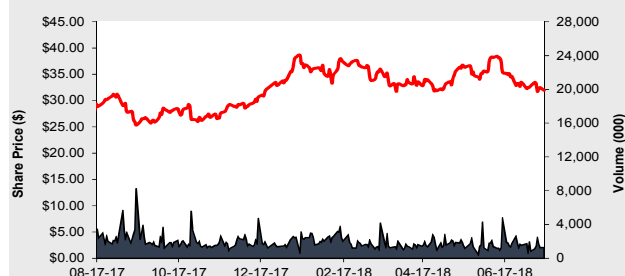
TECK'B (TSX); TECK (NYSE) **\$32.35 US\$24.52**
COURS CIBLE: **\$42.25**
RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ: **31%**

Données du marché

Fourchette 52 semaines (CA\$)	\$23.70 - \$39.08
Actions en circulation (M)	573.8
Actions après dilution (M)	595.8
Capitalisation boursière (CA\$ M)	\$18,558
Fonds de roulement (US\$ M)	\$3,089
Dette à long terme (US\$ M)	\$6,577
Valeur de l'entreprise (US\$ M)	\$22,046
Dividende annuel (US\$)	\$0.20
Rendement du dividende (%)	0.6%

Exploitation	2017A	2018E	2019E
Production charbon (K t)	26,840	26,000	27,000
Production cuivre (t)	287,300	285,400	298,000
Production zinc (t)	968,800	969,000	943,500
Coûts unit. charbon (CA\$/t)	\$89	\$96	\$95
Coûts unit. cuivre (US\$/lb)	\$1.33	\$1.41	\$1.22

Situation financière	2017A	2018E	2019E
Chiffre d'affaires (CA\$ M)	\$12,048	\$12,287	\$12,164
BAIIA CA\$ M)	\$5,561	\$5,593	\$5,311
Bénéfice net ajusté (CA\$ M)	\$2,569	\$2,721	\$2,662
FTE (CA\$ M)	\$4,955	\$4,865	\$4,533
BPA ajusté (CA\$ M)	\$4.45	\$4.74	\$4.64
FTPA (CA\$)	\$8.58	\$8.48	\$7.90
VANPA (CA\$)		\$41.68	



Source: Thomson Reuters

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

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

Alex Bauer - (416) 869-7935
 alex.bauer@nbc.ca

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

Cote: Rendement supérieur
Risque: Supérieur à la moyenne
 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 éléments d'actif au Canada, aux États-Unis, au Chili et au Pérou. Teck est aussi le deuxième exportateur mondial de charbon métallurgique.

FAITS SAILLANTS

Notre cote Rendement supérieur repose sur la valorisation à décote injustifiée de Teck malgré sa solide production de flux de trésorerie disponibles et l'amélioration de son bilan. Tout événement qui aurait un effet négatif sur l'action au cours des semaines à venir devrait être considéré comme une occasion d'achat vu la solide production de flux de trésorerie disponibles de la société (rendement des FTD d'environ 7% en 2018), sa valorisation à décote par rapport aux sociétés diversifiées comparables, son bilan stable et l'amélioration de ses perspectives de croissance dans le secteur du cuivre. Une importante réévaluation du titre repose sur la présentation de résultats opérationnels constants, sur la stabilisation durable des prix du charbon et sur le regain d'intérêt des investisseurs pour des actifs autres que des fonds de ressources ciblées.

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 cours cible repose sur les ratios suivants: 0.95 fois la VAN (50%) + ratio VE/FT 2019e de 6.5 (50%) – ce qui est conforme à notre méthode d'évaluation des autres producteurs de métaux communs que nous suivons.

LES NOTATIONS ET LEUR SIGNIFICATION :

NOTATION INITIALE 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 chacune de ces catégories : Titre à rendement supérieur — Le titre devrait dégager un rendement supérieur au rendement global de l'ensemble des titres suivis par l'analyste au cours des douze mois qui suivent ; Titre à 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 ; Titre à rendement inférieur — Le titre devrait dégager un rendement inférieur au rendement des titres suivis du même secteur d'activité au cours des douze mois qui suivent.

NOTATION SECONDAIRE DES TITRES : En cours de 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 ; Dépôt — Notre analyste recommande aux investisseurs de déposer en réponse à une offre précise visant les titres de la société ; Diffusion restreinte — Compte tenu des opérations bancaires d'investissement en cours 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 DE L'INDUSTRIE : FBN dispose d'un système de pondération de l'industrie qui reflète le point de vue de notre Groupe Économie et Stratégie, au moyen de sa stratégie de notation sectorielle. Le système à trois niveaux note les secteurs de la façon suivante : Surpondération, équi pondération et sous-pondération, selon le rendement projeté du secteur par rapport aux moyennes des marchés plus vastes au cours des douze mois qui suivent.

COTE DE RISQUE : FBN emploie un système d'évaluation du risque à quatre niveaux, soit inférieur à la moyenne, moyen, supérieur à la moyenne et spéculatif. Le système tente d'évaluer le risque par rapport à l'ensemble du marché. Outre les critères propres au secteur, les analystes se servent également de critères quantitatifs et de critères qualitatifs dans le processus de notation. Les critères comprennent la prévisibilité des résultats financiers, la volatilité du cours de l'action, les cotes de solvabilité, la liquidité des actions et la qualité du bilan.

Généralités : La Financière Banque Nationale (FBN) est une filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la cote des bourses canadiennes.

Les informations contenues aux présentes proviennent de sources que nous jugeons fiables ; toutefois nous n'offrons aucune garantie à l'égard de ces informations et elles pourraient s'avérer incomplètes. Les opinions exprimées sont fondées sur notre analyse et notre interprétation de ces informations et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés aux présentes.

Analystes de recherche : Les analystes de recherche qui préparent les présents rapports attestent que leur rapport respectif constitue une image fidèle de 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 opérations sur titres de participation, les Ventes au détail et les activités de compensation correspondantes, les Services bancaires aux entreprises et les Services de banque d'investissement. Comme les revenus tirés de ces activités varient, les fonds destinés à la rémunération des travaux de recherche fluctuent en conséquence. Aucun secteur d'activité n'a plus d'influence qu'un autre sur la rémunération des analystes de recherche.

Résidents du Canada : À l'égard de la distribution du présent rapport au Canada, FBN endosse la responsabilité de son contenu. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents du Canada doivent communiquer avec leur représentant professionnel FBN. Pour effectuer une opération, les résidents du Canada devraient communiquer avec leur conseiller en placement FBN.

Résidents des États-Unis : En ce qui concerne la distribution de ce rapport aux États-Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« NBCFI ») est réglementée par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC). 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 obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis sont invités à communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

Résidents du Royaume-Uni : Eu égard à la distribution du présent rapport aux résidents du Royaume-Uni, Financière Banque Nationale Inc. a autorisé le contenu (y compris, là où c'est nécessaire, aux fins du paragraphe 21(1) de la loi intitulée *Financial Services and Markets Act 2000*). Financière Banque Nationale Inc. et sa société mère ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle et/ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des titres ou des instruments financiers 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 et/ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de mandataire ou pour leur propre compte. Ils peuvent agir dans la tenue d'un marché pour ces placements ou placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre ou ils peuvent agir à titre de banque d'investissement et/ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements peut baisser ou augmenter. Le rendement passé ne se répètera pas nécessairement à l'avenir. Les placements mentionnés dans le présent rapport ne sont pas disponibles pour les clients du secteur détail. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription ni la sollicitation d'une offre d'acheter ou de souscrire les 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. Financière Banque Nationale Inc. est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority et a son siège social au 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD. Financière Banque Nationale Inc. n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority et la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni.

Résidents de HK : 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 pas été approuvé, examiné ni 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'une 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 of 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) commercialiser activement leurs services auprès du public de Hong Kong.

Droits d'auteur : Le présent rapport ne peut être reproduit que ce soit en totalité ou en partie. Il ne doit pas être distribué ou publié ou faire l'objet d'une mention de quelque manière que ce soit. Aucune mention des informations, des opinions et des conclusions qu'il contient ne peut être faite sans que le consentement préalable écrit de la Financière Banque Nationale n'ait été à chaque fois obtenu.

FBN est un membre du Canadian Investor Protection Fund

On trouvera un sommaire des recommandations trimestrielles de FBN et l'ensemble des recommandations mensuelles sur notre site Web sous les rubriques Recherche et analyse/Actions/La recherche FBN/Statistiques des recommandations FBN (lien ci-joint)

<http://www.nbin.ca/cmst/site/index.html?LanguageCode=1&isrefresh=1&templateID=249&navid=803>

La politique de diffusion des études financières de FBN est disponible sur notre site web sous la rubrique Législation/Politique d'intimité (lien ci-joint)

<http://www.nbin.ca/cmst/site/index.html?LanguageCode=1&isrefresh=1&templateID=243&navid=712>

Cliquer sur le lien ci-dessous pour connaître les informations particulières publiées par la société. <http://www.nbin.ca/contactus/disclosures.html>

Cliquez sur ce lien pour consulter la déclaration de principes de Banque Nationale Marchés financiers <http://bnmf.ca/fr/declaration-de-principes>

Si des informations propres à une société cotée en bourse ne se trouvent pas ici, c'est que FBN ne fait pas pour l'instant de recherche sur cette société ou qu'elle ne note pas son titre.

Information concernant la société: Teck Resources Limited (6,7)

L'analyste a visité l'exploitation Red Dog, de Ressources Teck, en Alaska, le 20 septembre 2017. Une partie de ses frais de déplacement a été payée par l'émetteur.

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.



15 juin 2018

GUD (TSX) **\$8.08**
COURS CIBLE: **\$9.50**
RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ: **17.6%**

Fourchette 52 semaines	\$10.43 - \$7.38
Actions en circulation (M)	142.8
Capitalisation boursière (M)	\$1,154

Fin d'ex.: décembre	2017a	2018e	2019e
Chiffre d'affaires (M)	\$8.6	\$10.4	\$10.1
BALIA (M)	(\$7.3)	(\$4.4)	(\$4.0)
Marge BALIA (%)	nmf	nmf	nmf
BPA (après dilution)	\$0.12	\$0.17	\$0.18
C/B ajusté	63.7x	46.0x	41.5x

Pro forma

Encaisse (M)	\$802.4
Encaisse par action	\$5.62
Dette totale (M)	\$0.0
Dividende par action	\$0.00



Source: Thomson ONE

Endri Leno, MSc, MBA, CFA
 (416) 869-8047
 endri.leno@nbc.ca

Adjoints:
Ammar Shah, CFA - (416) 869-7476
 ammar.shah@nbc.ca

Stephen Kwai - (416) 869-7571
 stephen.kwai@nbc.ca

Cote: Rendement supérieur
Risque: Supérieur à la moyenne
 Services de santé: Équipondérer
 (Groupe Économie et Stratégie FBN)

Thérapeutique Knight inc.

PROFIL

Knight Therapeutics Inc., dont le siège social est situé à Montréal, Canada, est une société pharmaceutique spécialisée axée sur l'acquisition ou l'obtention de droits de distribution sous licence de produits pharmaceutiques novateurs destinés aux marchés canadien et international. Knight est issue de l'acquisition de \$3 milliards de Paladin Labs par Endo Health Solutions.

FAITS SAILLANTS

Expérimenté, le chef de la direction souhaite créer Paladin Labs 2.0

Son chef de la direction Jonathan Goodman a clairement l'intention de transformer Knight Therapeutics en *Paladin 2.0* en appliquant la stratégie qui a fait le succès de Paladin Labs sous sa direction et son administration. M. Goodman a fait ses preuves en soutenant une croissance rentable chez Paladin, où il a su assembler un vaste portefeuille de produits pharmaceutiques, maintenir une situation financière très solide (exempte de dette) pour la société et générer une importante valeur pour les actionnaires.

Bilan exempt de dette affichant désormais des liquidités de plus de \$800 millions

Knight dispose d'une trésorerie de \$761 millions et nous sommes persuadés que ces fonds seront investis à bon escient et au bon prix comme ce fut le cas pour l'acquisition récente de droits exclusifs de Movantik au Canada (ventes pouvant atteindre \$3 millions à \$5 millions d'ici trois à cinq ans) et en Israël d'AstraZeneca. Le bilan permet d'envisager des opérations d'une plus grande ampleur, conformes à une stratégie qui consiste: (1) à acquérir des droits sur des produits de niche au Canada et sur certains marchés internationaux et (2) à consentir des prêts à des sociétés du domaine de la santé à des taux d'intérêt dans les deux chiffres. Jusqu'ici, Knight a constitué un portefeuille comprenant une vingtaine de produits arrivés à divers stades de développement.

Les partenariats internationaux/acquisitions sont la voie de l'avenir: Knight

refuse de surpayer et, bien qu'elle y soit intéressée, les actifs canadiens d'Endo (ENDP:NASDAQ, non coté) et de Valeant (VRX:TSX/NYSE, non coté) sont trop chers ou trop élémentaires pour ces sociétés. L'attention de Knight est fermement centrée sur l'acquisition de participations dans d'autres pays du monde (Amérique latine, Afrique du Sud, Australie) où elle recherche des partenaires ayant un savoir-faire réglementaire et commercial local. Déjà sur pied en Israël avec Medison, les partenariats représentent des occasions de renforcer les relations avec les sociétés pharmaceutiques qui préfèrent de loin traiter avec un partenaire unique ayant idéalement des contacts et un savoir-faire dans plusieurs pays.

FACTEURS DE RISQUE

Les principaux facteurs de risque sont, entre autres, une dépendance à l'égard du personnel clé, la commercialisation d'un produit unique, la stratégie de croissance fondée sur les acquisitions, la concurrence et la réglementation.

ÉVALUATION

Notre cours cible de \$9.50 repose sur la méthode de la somme des parties: 1) une trésorerie de \$5.62 par action; 2) un ratio C/B de 15 avec une estimation de BPA tiré des activités courantes de \$2.77 par action; 3) la valeur des investissements de Knight dans des fonds du domaine des sciences de la vie de \$0.46 par action; 4) une participation de 28.3% dans la société israélienne Medison à \$0.66 par action; et 5) diverses participations de moindre importance dans des sociétés ouvertes et fermées à \$0.11 par action. Nous attribuons au titre la cote Rendement supérieur.

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

LES NOTATIONS ET LEUR SIGNIFICATION :

NOTATION INITIALE 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 chacune de ces catégories : Titre à rendement supérieur — Le titre devrait dégager un rendement supérieur au rendement global de l'ensemble des titres suivis par l'analyste au cours des douze mois qui suivent ; Titre à 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 ; Titre à rendement inférieur — Le titre devrait dégager un rendement inférieur au rendement des titres suivis du même secteur d'activité au cours des douze mois qui suivent.

NOTATION SECONDAIRE DES TITRES : En cours de 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 ; Dépôt — Notre analyste recommande aux investisseurs de déposer en réponse à une offre précise visant les titres de la société ; Diffusion restreinte — Compte tenu des opérations bancaires d'investissement en cours 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 DE L'INDUSTRIE : FBN dispose d'un système de pondération de l'industrie 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 de la façon suivante : Surpondération, équi pondération et sous-pondération, selon le rendement projeté du secteur par rapport aux moyennes des marchés plus vastes au cours des douze mois qui suivent.

COTE DE RISQUE : FBN emploie un système d'évaluation du risque à quatre niveaux, soit inférieur à la moyenne, moyen, supérieur à la moyenne et spéculatif. Le système tente d'évaluer le risque par rapport à l'ensemble du marché. Outre les critères propres au secteur, les analystes se servent également de critères quantitatifs et de critères qualitatifs dans le processus de notation. Les critères comprennent la prévisibilité des résultats financiers, la volatilité du cours de l'action, les cotes de solvabilité, la liquidité des actions et la qualité du bilan.

Généralités : La Financière Banque Nationale (FBN) est une filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la cote des bourses canadiennes.

Les informations contenues aux présentes proviennent de sources que nous jugeons fiables ; toutefois nous n'offrons aucune garantie à l'égard de ces informations et elles pourraient s'avérer incomplètes. Les opinions exprimées sont fondées sur notre analyse et notre interprétation de ces informations et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés aux présentes.

Analystes de recherche : Les analystes de recherche qui préparent les présents rapports attestent que leur rapport respectif constitue une image fidèle de 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 opérations sur titres de participation, les Ventes au détail et les activités de compensation correspondantes, les Services bancaires aux entreprises et les Services de banque d'investissement. Comme les revenus tirés de ces activités varient, les fonds destinés à la rémunération des travaux de recherche fluctuent en conséquence. Aucun secteur d'activité n'a plus d'influence qu'un autre sur la rémunération des analystes de recherche.

Résidents du Canada : À l'égard de la distribution du présent rapport au Canada, FBN endosse la responsabilité de son contenu. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents du Canada doivent communiquer avec leur représentant professionnel FBN. Pour effectuer une opération, les résidents du Canada devraient communiquer avec leur conseiller en placement FBN.

Résidents des États-Unis : En ce qui concerne la distribution de ce rapport aux États-Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« NBCFI ») est réglementée par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC). 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 obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis sont invités à communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

Résidents du Royaume-Uni : Eu égard à la distribution du présent rapport aux résidents du Royaume-Uni, Financière Banque Nationale Inc. a autorisé le contenu (y compris, là où c'est nécessaire, aux fins du paragraphe 21(1) de la loi intitulée *Financial Services and Markets Act 2000*). Financière Banque Nationale Inc. et sa société mère ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle et/ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des titres ou des instruments financiers 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 et/ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de mandataire ou pour leur propre compte. Ils peuvent agir dans la tenue d'un marché pour ces placements ou placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre ou ils peuvent agir à titre de banque d'investissement et/ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements peut baisser ou augmenter. Le rendement passé ne se répètera pas nécessairement à l'avenir. Les placements mentionnés dans le présent rapport ne sont pas disponibles pour les clients du secteur détail. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription ni la sollicitation d'une offre d'acheter ou de souscrire les 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. Financière Banque Nationale Inc. est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority et a son siège social au 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD. Financière Banque Nationale Inc. n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority et la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni.

Résidents de HK : 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 pas été approuvé, examiné ni 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'une 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 of 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) commercialiser activement leurs services auprès du public de Hong Kong.

Droits d'auteur : Le présent rapport ne peut être reproduit que ce soit en totalité ou en partie. Il ne doit pas être distribué ou publié ou faire l'objet d'une mention de quelque manière que ce soit. Aucune mention des informations, des opinions et des conclusions qu'il contient ne peut être faite sans que le consentement préalable écrit de la Financière Banque Nationale n'ait été à chaque fois obtenu.

FBN est un membre du Canadian Investor Protection Fund

On trouvera un sommaire des recommandations trimestrielles de FBN et l'ensemble des recommandations mensuelles sur notre site Web sous les rubriques Recherche et analyse/Actions/La recherche FBN/Statistiques des recommandations FBN (lien ci-joint)

<http://www.nbin.ca/cmst/site/index.html?LanguageCode=1&isrefresh=1&templateID=249&navid=803>

La politique de diffusion des études financières de FBN est disponible sur notre site web sous la rubrique Législation/Politique d'intimité (lien ci-joint)

<http://www.nbin.ca/cmst/site/index.html?LanguageCode=1&isrefresh=1&templateid=243&navid=712>

Cliquer sur le lien ci-dessous pour connaître les informations particulières publiées par la société. <http://www.nbin.ca/contactus/disclosures.html>

Cliquez sur ce lien pour consulter la déclaration de principes de Banque Nationale Marchés financiers <http://bnmf.ca/fr/declaration-de-principes>

Si des informations propres à une société cotée en bourse ne se trouvent pas ici, c'est que FBN ne fait pas pour l'instant de recherche sur cette société ou qu'elle ne note pas son titre.



14 juin 2018

TRI (TSX)	\$53.73
TRI (NYSE)	\$41.08
COURS CIBLE:	\$57.00
RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ:	9.4%

Données boursières

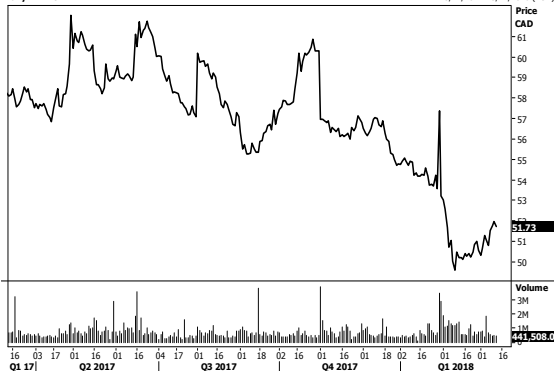
Fourchette 52 semaines (CAD)	\$62.12 - \$46.69
Fourchette 52 semaines (US)	\$48.61 - \$36.52
Bloomberg/Reuters: CAD	TRI CN / TRI-T
Bloomberg/Reuters: US	TRI US / TRI-US

(Ex.: 31 déc.)	2017a	2018e	2019e
Ch. d'affaires (M)	\$5,297	\$5,544	\$5,956
BAIIA ¹ ajusté (M)*	\$1,585	\$1,275	\$1,372
BPA ^{1,2} (hors amort.)*	\$0.90	\$0.68	\$1.33
C/B	16.4x	60.0x	30.8x
VE/BAIIA ³	10.5x	16.9x	16.3x
FT disponibles ¹ (M)	\$1,032	\$1,011	\$536
FTD par action	\$1.43	\$1.46	\$1.08

¹ Exclut AFR, considérée maintenant comme une activité abandonnée² Bénéfice hors charges de restructuration. FDT touchés par des postes.³ Ratios C/B et VE/BAIIA 2017 incluant AFR. ⁴ DN, swaps et couvertures prévisionnelles

Données financières		au 31 mars 2018
Actions en circulation (M)		711.5
Flottant (M)		260.0
Capitalisation boursière (M\$)		\$29,228.4
Dette nette hors swaps (M)		\$6,601.0
Fonds propres en actions ordinaires (M)		\$12,868.0
Dette nette/capital		33.9%
VCPA / cours/VCPA		\$18.09/2.3x
RCP 2017e		5.8%
Dividende / Rendement		\$1.38/3.4%

Daily TSLT 3/14/2017 - 3/22/2018 (TOR)



Source: Thomson Reuters

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

Cote: Rendement supérieur
Risque: Moyen
Médias: Équipondérer
(Groupe Économie et Stratégie FBN)

Thomson Reuters Corporation

PROFIL (montant 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, mais son bureau exécutif est à New York et ses principales activités à Londres et à Eagan (Minnesota). La société employe plus de 45,000 personnes réparties dans plus d'une centaine de pays. Woodbridge Inc. (société contrôlée par la famille Thomson) possède 453 millions d'actions (64% 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 unique, 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; la transaction comporte des failles qui se répercutent sur la valeur.

Le 30 janvier 2018, TRI a annoncé que Blackstone se portera acquéreur d'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 investiront de concert avec Blackstone. Le secteur Activités financières et risque est évalué à \$20 milliards, soit un ratio VE/BAIIA de 11.5 pour cette opération. Le produit de la vente sera utilisé de la façon suivante: 1) remboursement de \$3 à \$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 estimés à \$1.5 à \$2.5 milliards, 3) réserve de \$1 milliard à \$3 milliards pour des investissements exogènes (fusions et acquisitions) afin de développer les secteurs Droit et Fiscalité et comptabilité et 4) affectation de \$9 milliards à \$10 milliards à une importante offre publique de rachat d'actions au début du second semestre après la clôture de l'opération, dans le cadre de laquelle Woodbridge ramènera sa participation de 64% à un pourcentage compris entre 50% et 60%. 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. Les frais généraux devraient s'établir entre \$500 et \$600 millions en 2018, entre \$500 et \$550 millions en 2019 et à \$190 millions en 2020. De précédentes informations laissaient entendre qu'ils passeraient de \$340 millions à \$190 millions. En plus des charges de base de \$140 millions, les charges non recouvrables devraient baisser de \$150 à \$50 millions, avec des investissements dans les activités de \$250 à \$300 millions en 2018 et en 2019.

TRI estime avoir réussi par ses investissements à stabiliser et à développer le secteur Activités financières et risque.

En remettant le secteur sur pied en vue de le relancer éventuellement, la société a vu dans la demande d'entreprises de services d'information une occasion à saisir. Bien placée dans le secteur des services financiers à l'échelle mondiale, Blackstone est apparue à TRI comme le partenaire idéal en mesure de mettre à contribution sa connaissance des marchés et ses relations pour stimuler la croissance du secteur Activités financières et risque et rentabiliser davantage cette plateforme.

FACTEURS DE RISQUE

Même si TRI sera moins présente dans le secteur Activités financières et risque, elle conservera une participation de 45% dans la division scindée et, par conséquent, 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. Finalement, 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**Thomson Reuters est coté Rendement supérieur, avec un cours cible de CA\$57.00.**

Dans la mesure où TRI a indiqué que son importante offre de rachat publique se ferait à prime par rapport au cours du titre sur le marché peu après la vente de 55% d'AFR à Blackstone après obtention des accords réglementaires (probablement à l'automne), nous avons abaissé notre hypothèse de cours pour l'importante offre de rachat publique de \$50 à \$47 le 12 juin 2018. Ni FBN ni les investisseurs ne seront déçus en cas de cours plus élevé. Dans l'estimation de notre VAN, nous avons choisi de relever notre ratio pour les divisions Droit et Fiscalité et comptabilité de 25 pb, à 13.25, car nous avons récemment vu monter le ratio VE/BAIIA moyen de RELX et Wolter Kluwer d'environ 20 à 30 pb. Nous attribuons une valeur de \$2.7G à la participation résiduelle de 45% dans AFR conformément aux paramètres financiers de l'opération. Notre cours cible correspond à la moyenne de nos estimations de la VAN pour 2019e et 2020e, avec une valeur 2020e qui s'oriente vers CA\$64, ou CA\$62.50 si nous reprenons notre cours pour l'importante offre de rachat publique de \$50.

LES NOTATIONS ET LEUR SIGNIFICATION :

NOTATION INITIALE 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 chacune de ces catégories : Titre à rendement supérieur — Le titre devrait dégager un rendement supérieur au rendement global de l'ensemble des titres suivis par l'analyste au cours des douze mois qui suivent; Titre à 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; Titre à rendement inférieur — Le titre devrait dégager un rendement inférieur au rendement des titres suivis du même secteur d'activité au cours des douze mois qui suivent.

NOTATION SECONDAIRE DES TITRES : En cours de 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; Dépôt — Notre analyste recommande aux investisseurs de déposer en réponse à une offre précise visant les titres de la société; Diffusion restreinte — Compte tenu des opérations bancaires d'investissement en cours 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 DE L'INDUSTRIE : FBN dispose d'un système de pondération de l'industrie qui reflète le point de vue de notre Groupe Économie et Stratégie, au moyen de sa stratégie de notation sectorielle. Le système à trois niveaux note les secteurs de la façon suivante : Surpondération, équi pondération et sous-pondération, selon le rendement projeté du secteur par rapport aux moyennes des marchés plus vastes au cours des douze mois qui suivent.

COTE DE RISQUE : FBN emploie un système d'évaluation du risque à quatre niveaux, soit inférieur à la moyenne, moyen, supérieur à la moyenne et spéculatif. Le système tente d'évaluer le risque par rapport à l'ensemble du marché. Outre les critères propres au secteur, les analystes se servent également de critères quantitatifs et de critères qualitatifs dans le processus de notation. Les critères comprennent la prévisibilité des résultats financiers, la volatilité du cours de l'action, les cotes de solvabilité, la liquidité des actions et la qualité du bilan.

Généralités : La Financière Banque Nationale (FBN) est une filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la cote des bourses canadiennes.

Les informations contenues aux présentes proviennent de sources que nous jugeons fiables; toutefois nous n'offrons aucune garantie à l'égard de ces informations et elles pourraient s'avérer incomplètes. Les opinions exprimées sont fondées sur notre analyse et notre interprétation de ces informations et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés aux présentes.

Analystes de recherche : Les analystes de recherche qui préparent les présents rapports attestent que leur rapport respectif constitue une image fidèle de 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 opérations sur titres de participation, les Ventes au détail et les activités de compensation correspondantes, les Services bancaires aux entreprises et les Services de banque d'investissement. Comme les revenus tirés de ces activités varient, les fonds destinés à la rémunération des travaux de recherche fluctuent en conséquence. Aucun secteur d'activité n'a plus d'influence qu'un autre sur la rémunération des analystes de recherche.

Résidents du Canada : À l'égard de la distribution du présent rapport au Canada, FBN endosse la responsabilité de son contenu. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents du Canada doivent communiquer avec leur représentant professionnel FBN. Pour effectuer une opération, les résidents du Canada devraient communiquer avec leur conseiller en placement FBN.

Résidents des États-Unis : En ce qui concerne la distribution de ce rapport aux États-Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« NBCFI ») est réglementée par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC). 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 obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis sont invités à communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

Résidents du Royaume-Uni : Eu égard à la distribution du présent rapport aux résidents du Royaume-Uni, Financière Banque Nationale Inc. a autorisé le contenu (y compris, là où c'est nécessaire, aux fins du paragraphe 21(1) de la loi intitulée *Financial Services and Markets Act 2000*). Financière Banque Nationale Inc. et sa société mère ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle et/ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des titres ou des instruments financiers 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 et/ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de mandataire ou pour leur propre compte. Ils peuvent agir dans la tenue d'un marché pour ces placements ou placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre ou ils peuvent agir à titre de banque d'investissement et/ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements peut baisser ou augmenter. Le rendement passé ne se répétera pas nécessairement à l'avenir. Les placements mentionnés dans le présent rapport ne sont pas disponibles pour les clients du secteur détail. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription ni la sollicitation d'une offre d'acheter ou de souscrire les 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. Financière Banque Nationale Inc. est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority et a son siège social au 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD. Financière Banque Nationale Inc. n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority et la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni.

Résidents de HK : 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 pas été approuvé, examiné ni 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'une 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 of 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) commercialiser activement leurs services auprès du public de Hong Kong.

Droits d'auteur : Le présent rapport ne peut être reproduit que ce soit en totalité ou en partie. Il ne doit pas être distribué ou publié ou faire l'objet d'une mention de quelque manière que ce soit. Aucune mention des informations, des opinions et des conclusions qu'il contient ne peut être faite sans que le consentement préalable écrit de la Financière Banque Nationale n'ait été à chaque fois obtenu.

FBN est un membre du Canadian Investor Protection Fund

On trouvera un sommaire des recommandations trimestrielles de FBN et l'ensemble des recommandations mensuelles sur notre site Web sous les rubriques Recherche et analyse/Actions/La recherche FBN/Statistiques des recommandations FBN (lien ci-joint)

<http://www.nbin.ca/cmst/site/index.html?LanguageCode=1&isrefresh=1&templateID=249&navid=803>

La politique de diffusion des études financières de FBN est disponible sur notre site web sous la rubrique Légal/Politique d'intimité (lien ci-joint)

<http://www.nbin.ca/cmst/site/index.html?LanguageCode=1&isrefresh=1&templateID=243&navid=712>

Cliquer sur le lien ci-dessous pour connaître les informations particulières publiées par la société. <http://www.nbin.ca/contactus/disclosures.html>

Cliquez sur ce lien pour consulter la déclaration de principes de Banque Nationale Marchés financiers <http://bnmf.ca/fr/declaration-de-principes>

Si des informations propres à une société cotée en bourse ne se trouvent pas ici, c'est que FBN ne fait pas pour l'instant de recherche sur cette société ou qu'elle ne note pas son titre.



17 juillet 2018

TCL.a (TSX) **\$30.09**
COURS CIBLE: **\$33.00**
RENDEMENT TOTAL ESTIMÉ: **12.5%**

Données boursières:

Fourchette 52 semaines (Canada)	\$30.12 - \$23.28
Bloomberg/Reuters: Canada	TCL/A CN / TCL'a

(Fin d'ex.: 31 oct.)	2017a	2018e	2019e
Ch. d'affaires (M)	\$2,007.2	\$2,489.3	\$3,055.9
BAIIA (M)	\$396.7	\$463.6	\$548.8
BPA (hors charges)	\$2.61	\$2.94	\$3.31
C/B	11.5x	10.2x	9.1x
VE/BAIIA	6.1x	7.1x	6.5x
FT disponibles	\$282.4	\$412.6	\$368.2
FTD par action	\$3.64	\$4.70	\$4.19
FTD Rendement	12.1%	15.6%	13.9%

Données financières **au 29 avril 2018 + Coveris**

Actions en circulation (M)	87.8
Flottant (M)	75.3
Valeur au marché (M)	\$2,642.9
Dettes nettes (M)	\$1,491.3
Actions privilégiées (M)	-
Actions ordinaires (M)	\$1,587.4
Dettes nettes/Capital	2.6x
VCPA / C/VCPA	\$18.07/1.7x
RCP 2018e	17.0%
Dividende/Rendement	\$0.84/2.8%



Source: Thomson Reuters

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

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

Cote: Rendement moyen
Risque: Supérieur à la moyenne
Médias: Équ pondéré
(Groupe Économie et Stratégie FBN)

Transcontinental inc.

PROFIL

Transcontinental est l'une des plus grandes sociétés d'imprimerie commerciale d'Amérique du Nord (la première au Canada); elle a des activités au Canada et, dans une moindre mesure, aux États-Unis. La société est un important éditeur d'hebdomadaires et un chef de file de la distribution de porte en porte d'imprimés publicitaires. Elle a acquis la société américaine Capri Packaging le 5 mai 2014, pour ajouter une troisième corde à son arc, puis Ultra Flex Packaging le 30 septembre 2015, Robbie Manufacturing le 30 juin 2016, Flexstar Packaging le 17 octobre 2016, Les Industries Flexipak le 1^{er} novembre 2017 et Multifilm le 7 mars 2018. Le 2 avril 2018, TCL a acquis Coveris Americas pour US\$1.32 milliard (opération clôturée le 1^{er} mai 2018). La division Emballages a fait monter sa contribution à environ 48% du chiffre d'affaires *pro forma* et 37% du BAIIA ajusté. Rémi Marcoux, fondateur et président de la société, contrôle 14.3% du capital et 71.1% des voix.

FAITS SAILLANTS

Avec l'acquisition de Coveris, les activités d'emballages souples prennent plus d'importance et les offres et capacités sont plus nombreuses.

Le 2 avril 2018, Transcontinental a signé un contrat définitif d'acquisition de la société Coveris Americas (Coveris) de Chicago, propriété de Coveris Holdings S.A., une société de portefeuille de Sun Capital Partners, pour US\$1.32 milliard. La transaction a été clôturée le 1^{er} mai 2018, et place TCL en 7^e position parmi les 10 plus grands fabricants d'emballages souples en Amérique du Nord. Coveris a réalisé un chiffre d'affaires de US\$966 millions et un BAIIA ajusté de US\$128 millions au cours de son dernier exercice clos le 31 décembre 2017. Le prix de l'acquisition correspondait à 1.4 fois le chiffre d'affaires et 10.3 fois le BAIIA ou 8.9 après les synergies de coûts qui devraient atteindre US\$20 millions dans un délai de 24 mois après la clôture de la transaction (US\$10 millions au cours des 12 premiers mois). Les effectifs totaux de TCL augmenteront de plus de 3,100 employés, à environ 9,600 (4,000 pour la division Emballages) et le nombre d'usines d'emballages passe de sept à vingt-huit. Coveris a des installations de production bien développées aux États-Unis, au Canada, en Équateur, au Guatemala, au Mexique, au Royaume-Uni, en Nouvelle-Zélande et en Chine, et réalise environ 80% de son chiffre d'affaires au Canada et aux États-Unis.

Coveris fait fortement croître les activités d'emballage et modifie radicalement la répartition des activités.

TCL avait déjà réalisé six acquisitions dans les emballages, avec des ratios compris entre 6.7 et 7.8 fois le BAIIA. Des synergies de coûts n'ont été réalisées que pour les acquisitions de Flexstar et de Multifilm, quand la plateforme de la division Emballages a commencé à tirer parti des effets de réseau. Après l'acquisition de Multifilm, nous avons calculé que la division Emballages représentait environ 20% du chiffre d'affaires *pro forma* et près de 13% du BAIIA ajusté *pro forma* (15% et 11% à l'exercice 2017). L'acquisition de Coveris portera la contribution de la division à 48% (50% après les ventes dans la division Médias) du chiffre d'affaires 2017 *pro forma* (supplantant ainsi la division Imprimeries) et 37% du BAIIA ajusté *pro forma*.

Le ratio d'endettement bondit à 2.6 après l'acquisition, mais devrait rapidement descendre en dessous de 2.

L'acquisition de Coveris devait à l'origine être entièrement financée par les liquidités disponibles, les facilités de crédit et les prêts bancaires à terme souscrits peu de temps auparavant. Le ratio d'endettement devait monter à 3.2 à la clôture de l'acquisition au T3 2018, puis baisser à 2.0 d'ici la fin de 2020. Après la clôture des marchés le 2 avril, TCL a accepté une opération de financement par prise ferme pour 9.4 millions de reçus de souscription à \$26.60 pour un produit brut de \$250 millions bonifié par la suite par l'exercice d'une option d'attribution excédentaire à 10.81 millions de reçus de souscription, pour un produit brut de \$287.5 millions. De ce fait, TCL a révisé ses estimations en matière d'endettement et évalue maintenant le ratio à 2.7 à la clôture de la transaction et en dessous de 2.0 d'ici 2020. Nous l'estimons à 2.6 environ à la clôture de la transaction.

Le portefeuille de médias en difficulté est toujours en cours d'élégage et les journaux québécois et ontariens ont presque tous été vendus

Le 18 avril 2017, Transcontinental a annoncé l'ouverture d'une procédure destinée à se départir de la plupart de ses journaux communautaires restants. Les 93 publications locales et régionales dans le centre du Canada et leurs sites Internet affiliés, dont le journal Métro de Montréal, ont généré environ \$145 millions en 2016, avec une marge BAIIA d'environ 8% à 10% (de \$11 millions à \$15 millions). La société a conclu des ententes avec des acheteurs pour l'impression et la distribution des journaux imprimés. À ce jour, 92 publications sur 93 ont été vendues. Certains actifs dans les médias avaient déjà été cédés (28 marques) dans les provinces de l'Atlantique le 13 avril 2017.

Les difficultés latentes du secteur de l'impression atténuées par de nouveaux contrats et des gains d'efficacité

Après une baisse du chiffre d'affaires de moins de 5% en 2016 et en 2017 et une légère progression du BAIIA par extrapolation, nous nous attendons à une baisse interne du chiffre d'affaires d'environ 5% sur notre horizon prévisionnel (hors entente avec Hearst), les efforts continus de restructuration générant des économies qui compenseront certaines pressions et élargiront les marges. Notons que, le 21 décembre 2017, Transcontinental a annoncé qu'elle céderait l'impression du *San Francisco Chronicle* et transférerait cette activité à Hearst le 2 avril 2018, sous réserve de services de soutien en transition en 2018, et qu'elle louerait les installations à Hearst jusqu'en 2024, après quoi les locaux devraient être vendus.

FACTEURS DE RISQUE

Le principal risque auquel Transcontinental est exposée est la pression sans cesse exercée par l'évolution du secteur de l'impression et de l'édition; d'importants changements se produisent aussi dans tout le domaine de la publicité. La société cherche à acquérir une masse critique dans l'emballage, mais il reste à voir à quel rythme les occasions se présenteront et à quel ratio ces acquisitions pourraient se faire.

ÉVALUATION

Nous attribuons à Transcontinental la cote Rendement moyen, avec un cours cible de \$33.00.

Notre cours cible correspond à la moyenne de nos estimations de la VAN pour 2019 et 2020, avec un ratio VE/BAIIA implicite de 7.5, 7.0 et 6.4 d'après nos estimations pour 2018, 2019 et 2020, respectivement.

LES NOTATIONS ET LEUR SIGNIFICATION :

NOTATION INITIALE 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 chacune de ces catégories : Titre à rendement supérieur — Le titre devrait dégager un rendement supérieur au rendement global de l'ensemble des titres suivis par l'analyste au cours des douze mois qui suivent ; Titre à 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 ; Titre à rendement inférieur — Le titre devrait dégager un rendement inférieur au rendement des titres suivis du même secteur d'activité au cours des douze mois qui suivent.

NOTATION SECONDAIRE DES TITRES : En cours de 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 ; Dépôt — Notre analyste recommande aux investisseurs de déposer en réponse à une offre précise visant les titres de la société ; Diffusion restreinte — Compte tenu des opérations bancaires d'investissement en cours 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 DE L'INDUSTRIE : FBN dispose d'un système de pondération de l'industrie 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 de la façon suivante : Surpondération, équi pondération et sous-pondération, selon le rendement projeté du secteur par rapport aux moyennes des marchés plus vastes au cours des douze mois qui suivent.

COTE DE RISQUE : FBN emploie un système d'évaluation du risque à quatre niveaux, soit inférieur à la moyenne, moyen, supérieur à la moyenne et spéculatif. Le système tente d'évaluer le risque par rapport à l'ensemble du marché. Outre les critères propres au secteur, les analystes se servent également de critères quantitatifs et de critères qualitatifs dans le processus de notation. Les critères comprennent la prévisibilité des résultats financiers, la volatilité du cours de l'action, les cotes de solvabilité, la liquidité des actions et la qualité du bilan.

Généralités : La Financière Banque Nationale (FBN) est une filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la cote des bourses canadiennes.

Les informations contenues aux présentes proviennent de sources que nous jugeons fiables ; toutefois nous n'offrons aucune garantie à l'égard de ces informations et elles pourraient s'avérer incomplètes. Les opinions exprimées sont fondées sur notre analyse et notre interprétation de ces informations et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés aux présentes.

Analystes de recherche : Les analystes de recherche qui préparent les présents rapports attestent que leur rapport respectif constitue une image fidèle de 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 opérations sur titres de participation, les Ventes au détail et les activités de compensation correspondantes, les Services bancaires aux entreprises et les Services de banque d'investissement. Comme les revenus tirés de ces activités varient, les fonds destinés à la rémunération des travaux de recherche fluctuent en conséquence. Aucun secteur d'activité n'a plus d'influence qu'un autre sur la rémunération des analystes de recherche.

Résidents du Canada : À l'égard de la distribution du présent rapport au Canada, FBN endosse la responsabilité de son contenu. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents du Canada doivent communiquer avec leur représentant professionnel FBN. Pour effectuer une opération, les résidents du Canada devraient communiquer avec leur conseiller en placement FBN.

Résidents des États-Unis : En ce qui concerne la distribution de ce rapport aux États-Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« NBCFI ») est réglementée par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC). 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 obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis sont invités à communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

Résidents du Royaume-Uni : Eu égard à la distribution du présent rapport aux résidents du Royaume-Uni, Financière Banque Nationale Inc. a autorisé le contenu (y compris, là où c'est nécessaire, aux fins du paragraphe 21(1) de la loi intitulée *Financial Services and Markets Act 2000*). Financière Banque Nationale Inc. et sa société mère ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle et/ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des titres ou des instruments financiers 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 et/ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de mandataire ou pour leur propre compte. Ils peuvent agir dans la tenue d'un marché pour ces placements ou placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre ou ils peuvent agir à titre de banque d'investissement et/ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements peut baisser ou augmenter. Le rendement passé ne se répètera pas nécessairement à l'avenir. Les placements mentionnés dans le présent rapport ne sont pas disponibles pour les clients du secteur détail. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription ni la sollicitation d'une offre d'acheter ou de souscrire les 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'à aux contreparties admissibles (*Eligible Counterparties*) et clients professionnels (*Professional Clients*) du Royaume-Uni au sens des règles de la Financial Conduct Authority. Financière Banque Nationale Inc. est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority et a son siège social au 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD. Financière Banque Nationale Inc. n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority et la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni.

Résidents de HK : 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 pas été approuvé, examiné ni 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'une 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 of 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) commercialiser activement leurs services auprès du public de Hong Kong.

Droits d'auteur : Le présent rapport ne peut être reproduit que ce soit en totalité ou en partie. Il ne doit pas être distribué ou publié ou faire l'objet d'une mention de quelque manière que ce soit. Aucune mention des informations, des opinions et des conclusions qu'il contient ne peut être faite sans que le consentement préalable écrit de la Financière Banque Nationale n'ait été à chaque fois obtenu.

FBN est un membre du Canadian Investor Protection Fund

On trouvera un sommaire des recommandations trimestrielles de FBN et l'ensemble des recommandations mensuelles sur notre site Web sous les rubriques Recherche et analyse/Actions/La recherche FBN/Statistiques des recommandations FBN (lien ci-joint)

<http://www.nbn.ca/cmst/site/index.jhtml?LanguageCode=1&isrefresh=1&templateId=249&navid=803>

La politique de diffusion des études financières de FBN est disponible sur notre site web sous la rubrique Légale/Politique d'intimité (lien ci-joint)

<http://www.nbn.ca/cmst/site/index.jhtml?LanguageCode=1&isrefresh=1&templateId=243&navid=712>

Cliquer sur le lien ci-dessous pour connaître les informations particulières publiées par la société, <http://www.nbn.ca/contactus/disclosures.html>

Cliquez sur ce lien pour consulter la déclaration de principes de Banque Nationale Marchés financiers <http://bnmf.ca/fr/declaration-de-principes>

Si des informations propres à une société cotée en bourse ne se trouvent pas ici, c'est que FBN ne fait pas pour l'instant de recherche sur cette société ou qu'elle ne note pas son titre.

Information concernant la société : Transcontinental Inc. (2,3,4,5,6,7,10,14)

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.

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.

14 Un membre du conseil d'administration de Financière Banque Nationale Inc. est aussi membre du conseil d'administration ou dirigeant de cet émetteur.

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
4th 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

Financière Banque Nationale (la Firme) est une filiale indirecte en propriété exclusive de Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la cote des bourses canadiennes.

Les renseignements contenus aux présentes ont été obtenus de sources que nous croyons fiables mais ne sont pas garantis par nous et pourraient être incomplets. Les opinions exprimées sont basées sur notre analyse et interprétation de ces renseignements et ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation d'offre d'achat ou de vente des valeurs ci-mentionnées. La Firme peut agir à titre de conseiller financier, d'agent fiscal ou de souscripteur pour certaines des sociétés mentionnées aux présentes et peut recevoir une rémunération pour ses services. La Firme et/ou ses dirigeants, administrateurs, représentants, associés peuvent être détenteurs des valeurs mentionnées aux présentes et peuvent exécuter des achats et/ou des ventes de ces valeurs de temps à autre sur le marché ou autrement. Avis aux résidents américains: En ce qui concerne la distribution de ce rapport aux États-Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« NBCFI ») est réglementée par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC). 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 obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis sont invités à communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

© 2014 Financière Banque Nationale. Tous droits réservés. Toute reproduction totale ou partielle est strictement interdite sans l'autorisation préalable écrite de la Financière Banque Nationale.