

Octobre 2015

L'AVANTAGE FAMILIAL

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



**BANQUE NATIONALE
DU CANADA**

MARCHÉS FINANCIERS

Pierre Fournier
Analyste géopolitique
Angelo Katsoras
Adjoint

Table des matières

Les sociétés publiques canadiennes sous contrôle familial: pourquoi ont-elles des rendements supérieurs?	2
▶ Sommaire	2
Introduction	3
1. Entreprises contrôlées par des familles: une perspective mondiale	3
▶ La présence mondiale importante des sociétés contrôlées par des familles	3
▶ Les avantages concurrentiels des entreprises contrôlées par des familles	4
▶ Le défi de l'alignement des intérêts des actionnaires et des dirigeants	4
▶ Moins d'endettement	4
▶ Moins de rotation de personnel	4
2. La contribution à l'économie canadienne des sociétés contrôlées par des familles	5
▶ Les 20 sociétés fermées et ouvertes canadiennes contrôlées par des familles du Global Family Business Index	6
3. L'indice BNC des entreprises familiales canadiennes: solide rendement supérieur	7
▶ Rendement supérieur durable	7
▶ Structure du capital conservatrice	8
▶ Définition d'une entreprise contrôlée par une famille	8
▶ Les critères de sélection	9
▶ Liste des 30 sociétés de l'indice BNC des entreprises familiales canadiennes	9
▶ Répartition régionale des 30 sociétés incluses dans l'indice BNC des entreprises familiales canadiennes	10
▶ Répartition sectorielle des 30 sociétés incluses dans l'indice BNC des entreprises familiales canadiennes	12
4. Le chemin vers un rendement supérieur durable pour les entreprises contrôlées par une famille: mythes et réalité	13
▶ Les avantages inhérents des entreprises contrôlées par une famille	13
▶ Les valeurs familiales engendrent une culture d'entreprise plus forte	13
▶ Concentration sur la rentabilité durable à long terme, clé du succès	14
▶ Grands défis et enjeux de gouvernance	14
▶ Actions multivotantes et droits des actionnaires minoritaires	15
▶ Des conseils d'administration forts et indépendants pour assurer la continuité et le rendement à long terme	15
▶ Planification de la relève: un ingrédient complexe mais crucial du succès	16
▶ Facteurs propres au Canada	16
Annexe	17

INDICE DES SOCIÉTÉS FAMILIALES CRÉÉ PAR :

Daniel Straus, PhD, M.Fin

Analyste, recherche et stratégie FNB

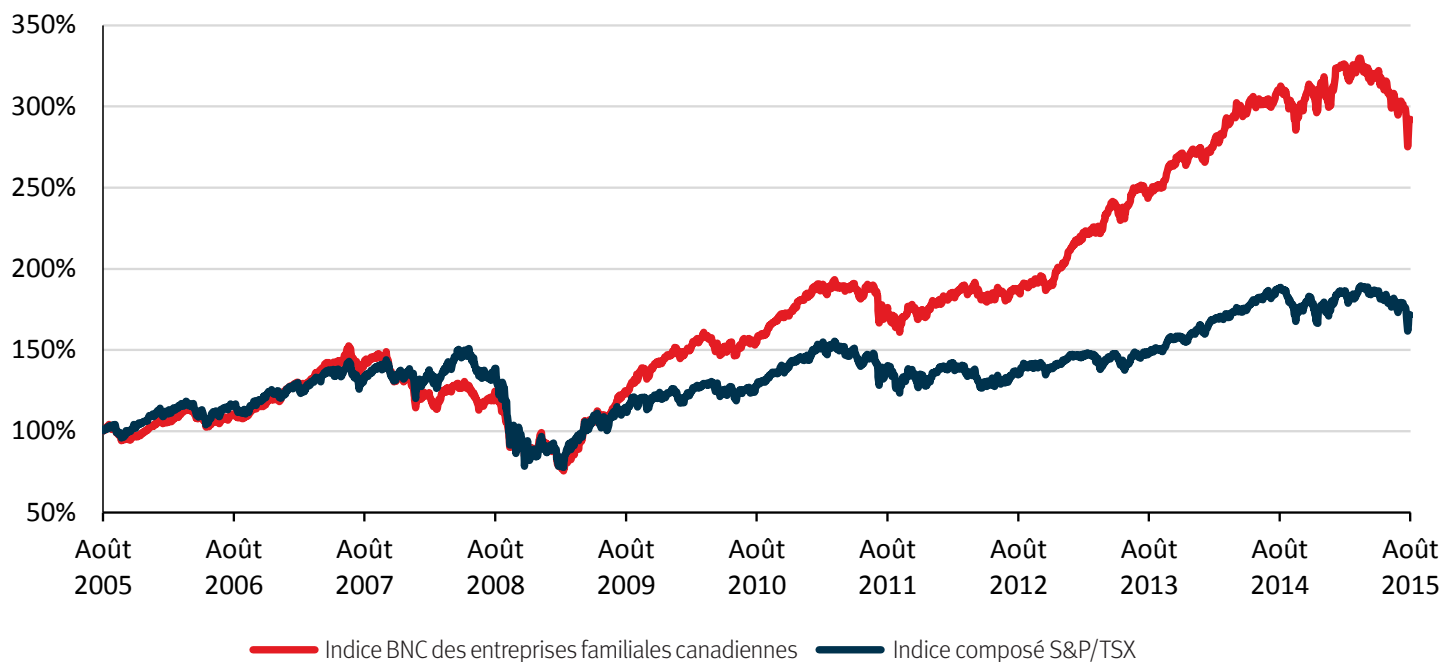
Ling Zhang, CFA

Adjoint, recherche et stratégie FNB

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

Sommaire

- ▣ Les sociétés contrôlées par des familles sont un pilier essentiel de l'économie mondiale, représentant environ 80% des entreprises. Contrairement à certaines idées reçues, les grandes sociétés cotées en bourse et contrôlées par des familles ont continué de s'épanouir malgré la montée en puissance des sociétés ouvertes à actionnariat étendu, dirigées par des gestionnaires professionnels. Elles représentent près d'un cinquième des sociétés de l'indice Fortune Global 500. En outre, les faits prouvent que les rendements des grandes entreprises contrôlées par des familles ont dépassé en moyenne ceux de sociétés à actionnariat étendu dans de nombreux pays.
- ▣ Des sociétés familiales canadiennes et mondiales ont su tirer le meilleur parti des avantages exclusifs et inhérents du contrôle familial. Le plus important de ces avantages est indubitablement la concentration sur la rentabilité durable à long terme, comparativement à de nombreuses sociétés concurrentes à actionnariat étendu qui, par nécessité, sont dirigées dans une perspective de court terme. Cette concentration a conduit la plupart des sociétés familiales à affecter plus efficacement le capital, généralement en courant moins de risque. Parmi les facteurs qui contribuent à de meilleures performances des sociétés familiales figurent des hauts dirigeants qui restent en place plus longtemps, des marques et une réputation de calibre supérieur, la capacité de prendre des décisions plus rapidement et la loyauté du personnel.
- ▣ Pour rester performantes à long terme, les sociétés familiales doivent réussir à relever un certain nombre de défis clés, dont la transmission du pouvoir aux nouvelles générations de membres de la famille et de dirigeants professionnels, en assurant le respect des plus hautes normes de gouvernance et de transparence, et la nécessité d'un conseil d'administration fort et indépendant. Les grandes sociétés canadiennes détenues par des familles ont généralement bien su maîtriser ces enjeux, mais ceux-ci restent permanents et sont des défis de tous les instants dans l'environnement dans lequel elles évoluent.
- ▣ L'indice BNC des entreprises familiales canadiennes présenté dans ce rapport prouve que les sociétés canadiennes cotées en bourse et contrôlées par des familles ont elles aussi dégagé des rendements supérieurs. Au cours des 10 dernières années, elles ont dépassé l'indice composé S&P/TSX de 120%.



Introduction

Pendant des décennies, pour les théoriciens de la gestion et d'autres, les sociétés contrôlées par des familles étaient vouées à disparaître. Or ces entreprises sont non seulement restées un élément crucial de l'économie mondiale, mais elles ont, pour la plupart, nettement dépassé le rendement de sociétés à actionnariat étendu dans de nombreux pays. Nous appuyant sur un indice exclusif, nous démontrerons dans ce rapport que les sociétés ouvertes canadiennes contrôlées par des familles ont dégagé elles aussi des rendements supérieurs. Nous ferons ressortir certains des facteurs qui expliquent pourquoi les sociétés familiales se démarquent ainsi que les conditions à réunir pour maintenir et améliorer leur performance, en nous concentrant particulièrement sur le paysage canadien.

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. Le pourcentage minimal d'actions comportant droit de vote à détenir pour permettre le contrôle par une famille d'une société ouverte est estimé entre 5 % et 30 %.

1. Entreprises contrôlées par des familles : une perspective mondiale

Jusqu'à récemment, il était généralement convenu que les sociétés familiales appartenaient à une époque révolue. Ce genre d'entreprises offrait deux des atouts les plus importants de la croissance, la confiance et la loyauté, dans un monde où les institutions bancaires et juridiques étaient souvent rudimentaires et où les difficultés de communication rendaient souvent difficile le contrôle des activités à distance¹.

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. Mais comme l'illustre ce rapport, ces thèses ont largement sous-estimé la capacité de nombreuses sociétés familiales non seulement de survivre, mais aussi de s'épanouir et de prospérer.

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

BMW (Allemagne), Walmart (États-Unis), Samsung (Corée du Sud) et Foxconn (Taiwan).

La présence mondiale importante des sociétés contrôlées par des familles

Les sociétés contrôlées par des familles sont une composante cruciale du tissu économique mondial, dont elles représentent environ 80 % des entreprises². Leur taille varie des plus petites entreprises aux plus grosses sociétés du monde. En 2014, la firme de consultation mondiale McKinsey 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. En 2005, elles ne représentaient que 15 %. McKinsey définit ces sociétés comme des entreprises dans lesquelles une famille détient au moins 18 % du capital ou des actions comportant droit de vote et a le pouvoir de nommer le chef de la direction. Parmi les sociétés américaines de l'indice Fortune Global 500, 15 % appartiennent à des familles, ce qui est légèrement moins qu'en 2005. Quant à l'Europe, 40 % de ces sociétés incluses dans l'indice Fortune Global 500 sont contrôlées par des familles³.

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. En 2025, McKinsey prévoit que les sociétés des pays en développement seront la force motrice qui propulsera les entreprises contrôlées par des familles à hauteur de 40 % des sociétés du monde au chiffre d'affaires égal ou supérieur à 1 milliard \$, comparativement à 15 % en 2010⁴.

La forte présence de sociétés contrôlées par des familles dans une grande partie du monde en développement contraste fortement avec la plupart des prévisions après la crise financière asiatique de 1997-1998. Beaucoup croyaient que les familles détenant le contrôle auraient peu d'autres choix que de perdre leur emprise.

¹ « To have and to hold », *The Economist*, 18 avril 2015

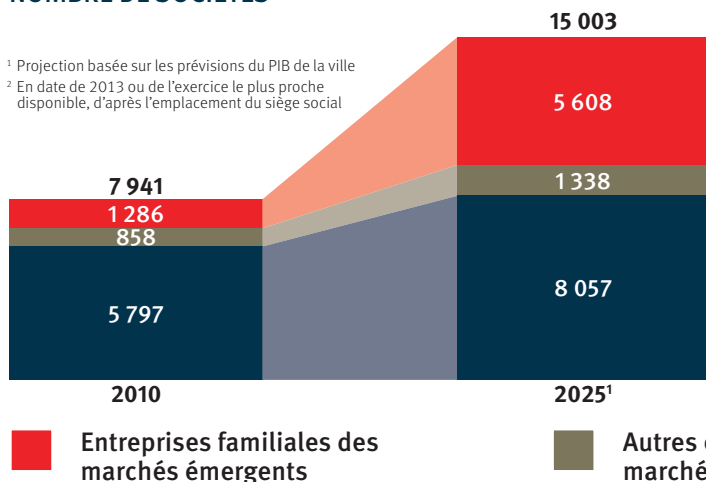
² « Leadership Lessons from Great Family Businesses », *Harvard Business Review*, avril 2015

³ « Business in the blood », *The Economist*, 1^{er} nov. 2014

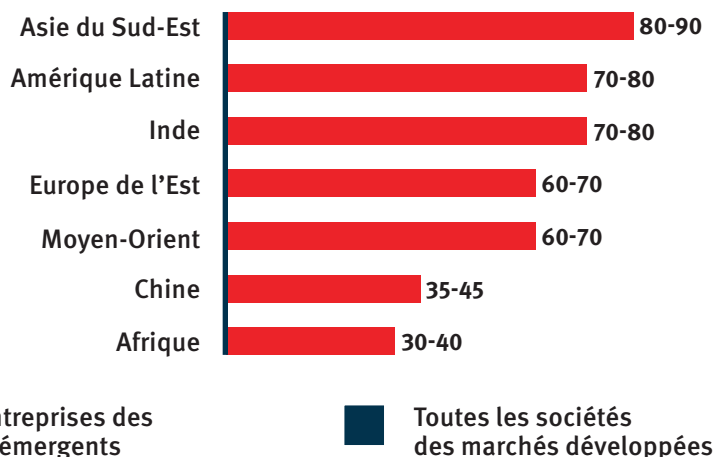
⁴ « The family-business factor in emerging markets », McKinsey & Company, décembre 2014

Sociétés au chiffre d'affaires \geq à 1 milliard \$

NOMBRE DE SOCIÉTÉS



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

Proportion de grandes sociétés appartenant à des familles² (%)

Les avantages concurrentiels des entreprises contrôlées par des familles

Les principales forces des sociétés familiales, que nous examinerons plus en détail au chapitre 4, sont notamment la capacité de résister aux pressions du marché qui veut une augmentation du profit à court terme en faveur d'investissements à long terme qui seront rentables pendant plusieurs années, voire même plusieurs générations futures.

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. Soixante-dix-neuf pour cent des cadres interrogés ont dit subir des pressions importantes pour produire des résultats dans un délai de deux ans ou moins. Soixante-trois pour cent estimaient que les pressions en vue d'atteindre des objectifs financiers à court terme avaient augmenté au cours des cinq dernières années. Enfin, et c'est peut-être le plus révélateur, 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 trimestriel⁵.

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 faire en sorte que les dirigeants agissent au mieux de l'intérêt de la société plutôt que de 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.

En revanche, les sociétés contrôlées par des familles sont dirigées par des personnes qui souhaitent transmettre l'entreprise en bon état à la prochaine génération et qui 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 généralement plus efficacement à maîtriser le niveau de la dette que

les sociétés à actionnariat étendu⁶. Comme le démontrera le chapitre 3, 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 avec le risque que de le percevoir comme une stratégie pour maximiser la 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 militants qui veulent les voir dépenser leur épargne 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 où l'accès à des réserves de trésorerie a fait la différence.

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.⁷

⁵ « Focusing Capital on the Long Term », Régime de pensions du Canada et McKinsey & Company, 26 déc. 2013

⁶ « What You Can Learn From Family Business », Harvard Business Review, novembre 2012

⁷ « Four Lessons Firms Can Learn From Family Businesses », Forbes, 30 avril 2015

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

Les entreprises familiales sont la pierre angulaire des économies canadienne et américaine. On estime que près de 90 % des sociétés au Canada appartiennent à des familles⁸.

L'importance des entreprises familiales en Amérique du Nord



90 %

des sociétés en Amérique du Nord sont des entreprises familiales

Employent	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

Cela comprend une présence importante parmi les grandes entreprises. Le paysage industriel et commercial du Canada a, dans une large mesure, été façonné par des sociétés contrôlées par des familles issues de milieux modestes, devenues des sociétés nationales puissantes. En voici quelques exemples :

- ▶ Alimentation Couche-Tard est un des rares détaillants canadiens qui a établi une solide présence internationale. Par une série de fusions et d'acquisitions bien exécutées, la société a réalisé un taux de croissance annuel composé moyen de 15,7 % au cours des 10 dernières années.
- ▶ ATCO a été fondée à la fin des années 1940 par Ronald Southern. La société de bâtiments modulaires et de logistique, de services publics et d'infrastructures énergétiques (électricité et gaz) a aujourd'hui un effectif de 9 000 personnes et est implantée sur cinq continents.
- ▶ Bombardier se distingue comme une des réussites les plus spectaculaires parmi les sociétés contrôlées par une famille au Canada. En 1937, son fondateur, Joseph-Armand Bombardier, obtenait le premier brevet pour le développement d'une autoneige à chenilles à Valcourt au Québec. Aujourd'hui, c'est une société diversifiée dans les transports ferroviaires et aériens.
- ▶ La Société Canadian Tire est passée d'un unique magasin en 1922 à Hamilton, Ontario à plus de 1 700 magasins de détail et stations-service occupant 85 000 employés.
- ▶ Cascades, le fabricant d'emballage et de papiers, a été fondée par les frères Lemaire en 1964 au Québec. L'entreprise a grandi et emploie plus de 11 000 personnes avec près d'une centaine d'établissements en Amérique du Nord et en Europe.
- ▶ CGI occupe une place enviable parmi les sociétés familiales qui ont percé. Serge Godin et André Imbeau ont fondé CGI en 1976. Par de multiples acquisitions, la société est devenue une importante société de technologie de l'information mondiale réalisant 85 % de son chiffre d'affaires en dehors du Canada.
- ▶ George Weston a été fondée en 1882 et est actuellement dirigée par W. Galen Weston, le petit-fils du fondateur. Les Compagnies Loblaw (principale filiale de George Weston) est actuellement dirigée par Galen G. Weston, l'arrière-petit-fils du fondateur. Avec plus de 200 000 employés et 2 300 magasins, Weston est un des plus grands employeurs du secteur privé du Canada.
- ▶ Le Groupe Jean Coutu a démarré avec une seule pharmacie à Montréal en 1969 et en détient actuellement au-delà de 400 dans tout le Québec, au Nouveau-Brunswick et en Ontario.
- ▶ Molson Coors Brewing Company a été fondée en 1786 par John Molson et est une entreprise familiale depuis sept générations. En 2005, les familles Molson et Coors ont uni leurs deux entreprises dans une fusion entre égaux.
- ▶ Power Corporation du Canada, l'empire de la famille Desmarais, a commencé avec l'achat d'une unique ligne d'autobus en Ontario en 1951. Aujourd'hui, la famille contrôle un conglomérat massif détenant d'importantes participations dans l'assurance vie, les fonds communs de placement et la gestion d'actifs.
- ▶ Saputo, une petite fromagerie de Montréal fondée en 1954, est devenue la plus grande société de produits laitiers au Canada et dans le top 10 mondial, employant quelque 12 000 personnes et exportant dans plus de 40 pays.
- ▶ Sobeys (la principale filiale d'Empire) est issue d'une petite entreprise de livraison de viande en Nouvelle-Écosse en 1907 et est devenue la deuxième chaîne de détaillants alimentaires avec plus de 1 500 magasins dans tout le Canada.
- ▶ Thomson Reuters est la source d'information et de veille économique la plus consultée au monde par les entreprises et les professionnels. Ayant son siège social à New York et une activité importante à Londres et aux États-Unis, la société emploie plus de 57 000 personnes. Woodbridge Inc. (contrôlée par la famille Thomson) détient 55 % du capital.

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 moyennes et grandes entreprises en 2013. Ces sociétés assuraient aussi 15 % (1,6 million) des emplois de tout le secteur privé. Enfin, 10 des 25 plus grands employeurs au Canada sont des sociétés contrôlées par des familles⁹.

Le Canada compte plus que sa juste part des plus grandes sociétés familiales au monde. Selon le Global Family Business Index, 20 des 500 plus grandes sociétés contrôlées par des familles selon leur chiffre d'affaires sont canadiennes. Elles sont présentées ci-dessous. Pour qu'une société soit incluse dans la liste publiée par Ernst & Young et l'Université de Saint-Gall en Suisse, une famille doit contrôler au moins 50 % des droits de vote, dans le cas d'une société fermée, ou 32 % des droits de vote, dans celui d'une société ouverte¹⁰.

⁸ « Family business in North America: Facts and figures », EY Family Business Yearbook, 2014

⁹ « Business Families: building a brighter future », Creaghan McConnell Group, 2014

¹⁰ « The 20 Biggest Family-run Businesses in Canada », Canadian Business, 8 juin 2015

Les 20 sociétés fermées et ouvertes canadiennes contrôlées par des familles du Global Family Business Index

RANG	CLASSEMENT MONDIAL	SOCIÉTÉ	FAMILLE	AVOIR NET
1	37	George Weston Limitée	Weston	11,3 milliards \$
2	43	Power Corporation du Canada	Desmarais	5,5 milliards \$
3	54	Husky Energy inc.	Li	32,2 milliards \$
4	66	Empire Co. Ltd.	Sobey	2,9 milliards \$
5	74	Bombardier inc.	Bombardier	2,4 milliards \$
6	114	Thomson Reuters	Thomson	30,7 milliards \$
7	118	Rogers Communications inc.	Rogers	7,4 milliards \$
8	125	La Société Canadian Tire Limitée	Billes	-
9	169	Saputo inc.	Saputo	6,2 milliards \$
10	207	Jim Pattison Group inc.	Pattison	7,8 milliards \$
11	259	McCain Foods Group inc.	McCain	7,4 milliards \$
12	269	Kruger inc.	Kruger	1,7 milliard \$
13	272	Shaw Communications inc.	Shaw	2,0 milliards \$
14	308	James Richardson & Fils, Limitée	Richardson	5,0 milliards \$
15	309	ATCO Ltd.	Southern	2,1 milliards \$
16	322	Québecor inc.	Péladeau	1,0 milliard \$
17	353	Cascades inc.	Lemaire	-
18	371	Samuel, Son & Co. Ltd.	Samuel	1,5 milliard \$
19	475	Le Groupe Jean Coutu (PJC) inc.	Coutu	3,2 milliards \$
20	491	Ellisdon Holdings inc.	Smith	-

Source : « The 20 Biggest Family-run Businesses in Canada », *Canadian Business*, 8 juin 2015

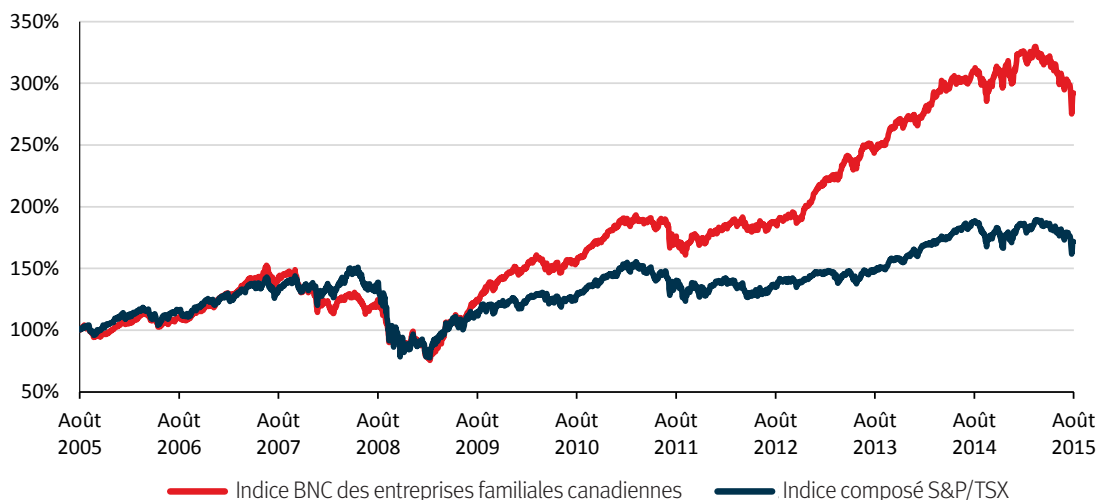
3. L'indice BNC des entreprises familiales canadiennes : solide rendement supérieur

La Banque Nationale du Canada (BNC) a créé un indice dans le but de suivre et de mesurer la performance des entreprises canadiennes contrôlées par des familles comparativement à celles de l'indice composé S&P/TSX. Cet indice comprend 30 entreprises appartenant à différents secteurs d'industrie et différentes régions du pays. 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.

Rendement supérieur durable¹¹

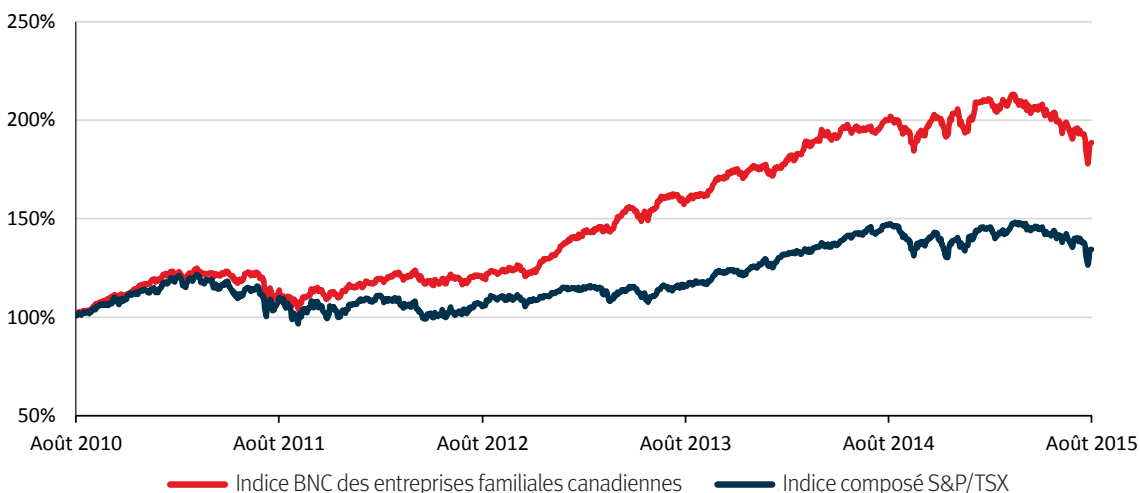
Rendements de l'indice BNC des entreprises familiales canadiennes comparés à l'indice composé S&P/TSX sur une période de 10 ans :

- ▣ Performance supérieure de 120,3 % sur la période. Rendements totaux de 192,0 % pour l'indice comparativement à 71,7 % pour l'indice composé S&P/TSX
- ▣ Sur une base annualisée, rendements de 11,3 % pour l'indice BNC contre 5,6 % pour l'indice composé S&P/TSX



Rendements de l'indice BNC des entreprises familiales canadiennes comparés à l'indice composé S&P/TSX sur une période de cinq ans :

- ▣ Performance supérieure de 54,4 % sur la période. Rendements totaux de 88,7 % comparativement à 34,3 % pour l'indice composé S&P/TSX
- ▣ Sur une base annualisée, rendements de 13,5 % pour l'indice BNC contre 6,1 % pour l'indice composé S&P/TSX



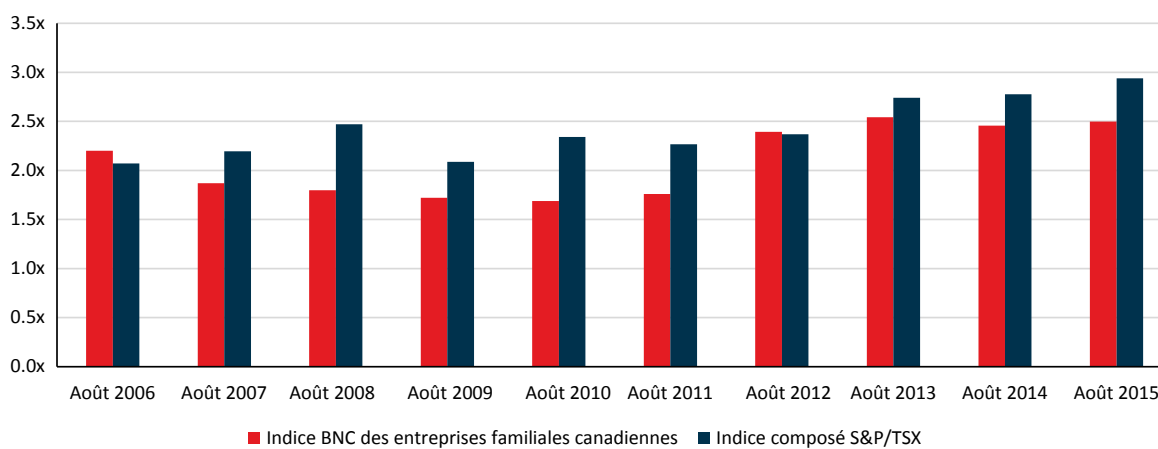
¹¹ Les rendements présentés sont basés sur la performance simulée de l'indice entre août 2005 et août 2015

Structure du capital conservatrice

En outre, sur la foi des informations financières disponibles publiquement, les sociétés contrôlées par des familles tendent à avoir une structure de capital dénotant une plus grande prudence. Les entreprises de l'indice BNC des entreprises familiales canadiennes avaient un ratio dette nette/BAIIA

moyen¹² de 2,5x comparativement à 3,0x pour les sociétés de l'indice composé S&P/TSX au 31 août 2015. Au cours des 10 dernières années, la moyenne de l'endettement des entreprises familiales incluses dans l'indice était inférieure à la moyenne de celui des sociétés de l'indice composé S&P/TSX huit années sur 10.

Ratio dette nette/BAIIA sur les 10 dernières années : indice BNC des entreprises familiales canadiennes comparativement à l'indice composé S&P/TSX¹³



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.

Les sociétés à inclure dans l'indice BNC des entreprises familiales canadiennes sont sélectionnées en fonction des critères suivants :

- ☒ Une famille détient généralement 25 % ou plus des droits de vote; et/ou
- ☒ La famille a une influence importante sur la gestion en occupant des postes de direction clés ou en exerçant un rôle important au sein du conseil d'administration; et/ou
- ☒ Les membres de la famille sont en mesure de prendre la relève dans la génération qui succède à celle du propriétaire/fondateur ou ont le pouvoir de nommer le chef de la direction.

Ces critères servent à définir ce qui constitue une influence familiale importante, mais les sociétés n'ont pas besoin de respecter tous les trois critères et peuvent être reconnues comme des entreprises familiales dans la mesure où la famille possède une influence importante sur la stratégie à long terme.

Même si, généralement parlant, la détention d'une plus grande proportion des droits de vote implique une plus grande influence, dans certaines 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 notamment le cas lorsque la famille occupe des postes de direction clés ou détient des mandats clés au sein du conseil d'administration et participe intensément à la supervision de la gestion et la mise en œuvre de la stratégie à long terme.

¹² Source: Capital IQ. Moyenne équipondérée des sociétés sur 10 ans au 31 août. Les données hors normes (ratios négatifs ou ratios >10,0x) ont été exclues de la moyenne.

¹³ Source: Capital IQ. Moyenne équipondérée des sociétés sur 10 ans au 31 août. Les données hors normes (ratios négatifs ou ratios >10,0x) ont été exclues de la moyenne.

Les critères de sélection

BNC a sélectionné 30 sociétés cotées en bourse et contrôlées par des familles canadiennes sur la base des critères ci-dessus pour son indice des entreprises familiales canadiennes. De plus, ces sociétés ont été sélectionnées dans le but de couvrir une vaste gamme de secteurs et de

régions de tout le Canada et d'inclure des entreprises à capitalisation boursière plus petite comme La Société de Gestion AGF Limitée (TSX:AGF.B), ou plus grande, comme Thomson Reuters Corporation (TSX:TRI).

Liste des 30 sociétés de l'indice BNC des entreprises familiales canadiennes

	SOCIÉTÉ	FAMILLE	SECTEUR	RÉGION
1	La Société de Gestion AGF Limitée (TSX: AGF.B)	Goldring	Services financiers	Ontario
2	Alimentation Couche-Tard inc. (TSX: ATD.B)	Bouchard, D'Amours, Fortin, Plourde	Consommation de base	Québec
3	ATCO Ltd. (TSX: ACO.X)	Southern	Services publics	Alberta
4	Groupe BMTC inc. (TSX: GBT)	Des Groseillers	Consommation discrétionnaire	Québec
5	Bombardier inc. (TSX: BBD.B)	Bombardier, Beaudoin	Industriel	Québec
6	La Société Canadian Tire Limitée (TSX: CTC.A)	Billes	Consommation discrétionnaire	Ontario
7	Groupe Canam inc. (TSX: CAM)	Dutil	Matériaux	Québec
8	Cascades inc. (TSX: CAS)	Lemaire	Matériaux	Québec
9	CCL Industries inc. (TSX: CCL.B)	Lang	Matériaux	Ontario
10	Groupe CGI inc. (TSX: GIB.A)	Godin, Imbeau	Technologie de l'information	Québec
11	COGECO INC. (TSX: CGO)	Audet	Télécom/Médias	Québec
12	Dundee Corporation (TSX: DC.A)	Goodman	Finance	Ontario
13	Empire Company Limited (TSX: EMP.A)	Sobey	Consommation de base	N.-É.
14	Husky Energy inc. (TSX: HSE)	Li	Énergie	Alberta
15	Linamar Corporation (TSX: LNR)	Hasenfratz	Consommation discrétionnaire	Ontario
16	Les Compagnies Loblaw Limitée (TSX: L)	Weston	Consommation de base	Ontario
17	Les Aliments Maple Leaf inc. (TSX: MFI)	McCain	Consommation de base	Ontario
18	Molson Coors Brewing Company (TSX: TPX.B)	Molson, Coors	Consommation de base	Québec ¹⁴
19	Mullen Group Ltd. (TSX: MTL)	Mullen	Énergie	Alberta
20	Paramount Resources Ltd. (TSX: POU)	Riddell	Énergie	Alberta
21	Power Corporation du Canada (TSX: POW)	Desmarais	Finance	Québec
22	Québecor inc. (TSX: QBR.B)	Péladeau	Télécom/Médias	Québec
23	Rogers Communications inc. (TSX: RCI.B)	Rogers	Télécom/Médias	Ontario
24	Saputo inc. (TSX: SAP)	Saputo	Consommation de base	Québec
25	Shaw Communications inc. (TSX: SJR.B)	Shaw	Télécom/Médias	Alberta
26	ShawCor Ltée (TSX: SCL)	Shaw	Énergie	Ontario
27	Ressources Teck Limitée (TSX: TCK.B)	Keevil	Matériaux	C.-B.
28	Le Groupe Jean Coutu (PJC) inc. (TSX: PJC.A)	Coutu	Consommation de base	Québec
29	Thomson Reuters Corporation (TSX: TRI)	Thomson	Télécom/Médias	États-Unis ¹⁵
30	Transcontinental inc. (TSX: TCL.A)	Marcoux	Industriel	Québec

¹⁴ A officiellement deux sièges sociaux: Montréal au Québec et Denver au Colorado. Inscrite à deux bourses: Toronto/New York.

¹⁵ Même si le siège social se trouve à New York, la société est incluse dans l'indice BNC des entreprises familiales canadiennes parce qu'elle est inscrite à deux bourses, Toronto/New York, et est contrôlée par la famille Thomson (une famille canadienne) par le biais de Woodbridge Inc.

Répartition régionale des 30 sociétés incluses dans l'indice BNC des entreprises familiales canadiennes

COLOMBIE-BRITANNIQUE ●

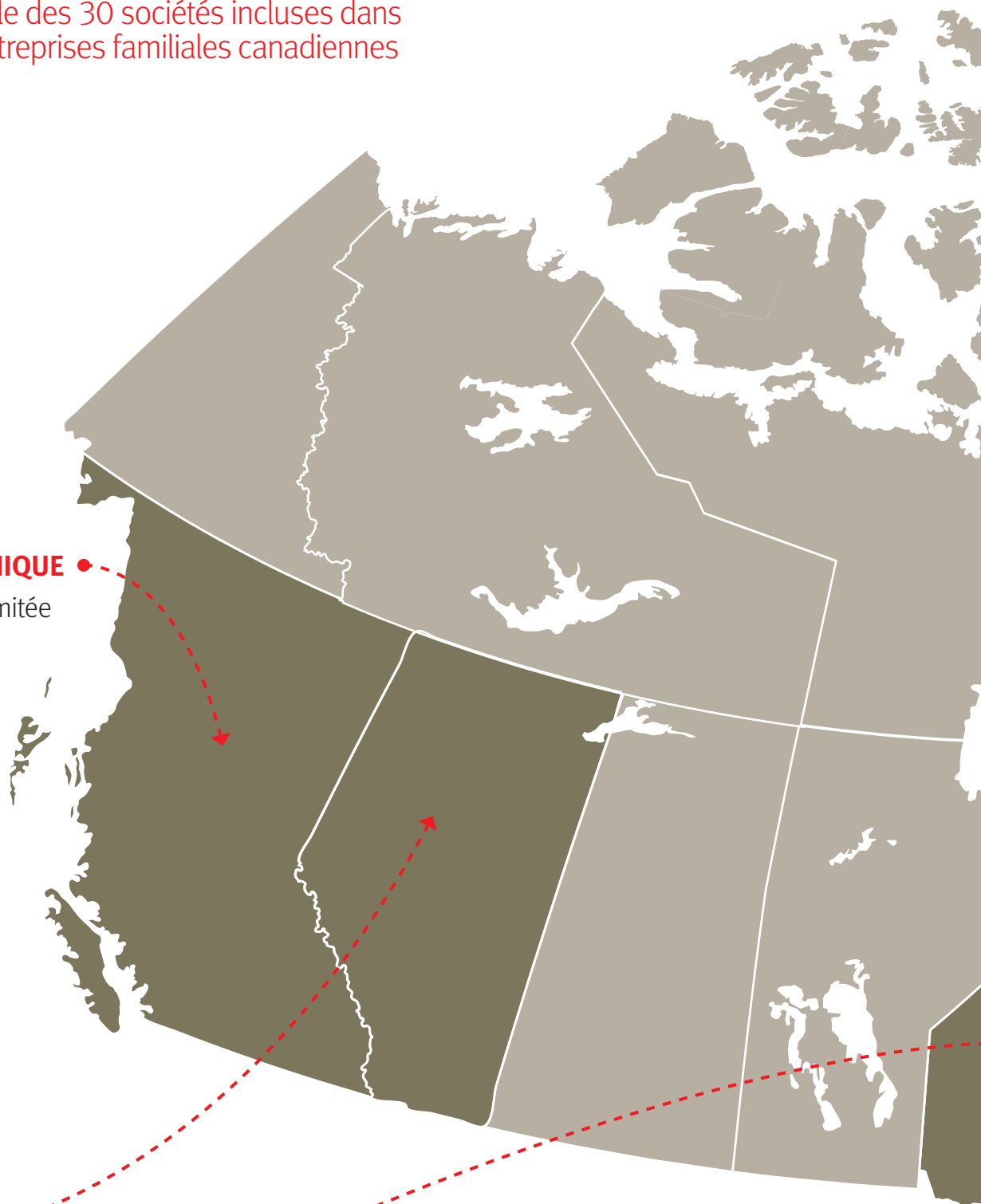
- Ressources Teck Limitée

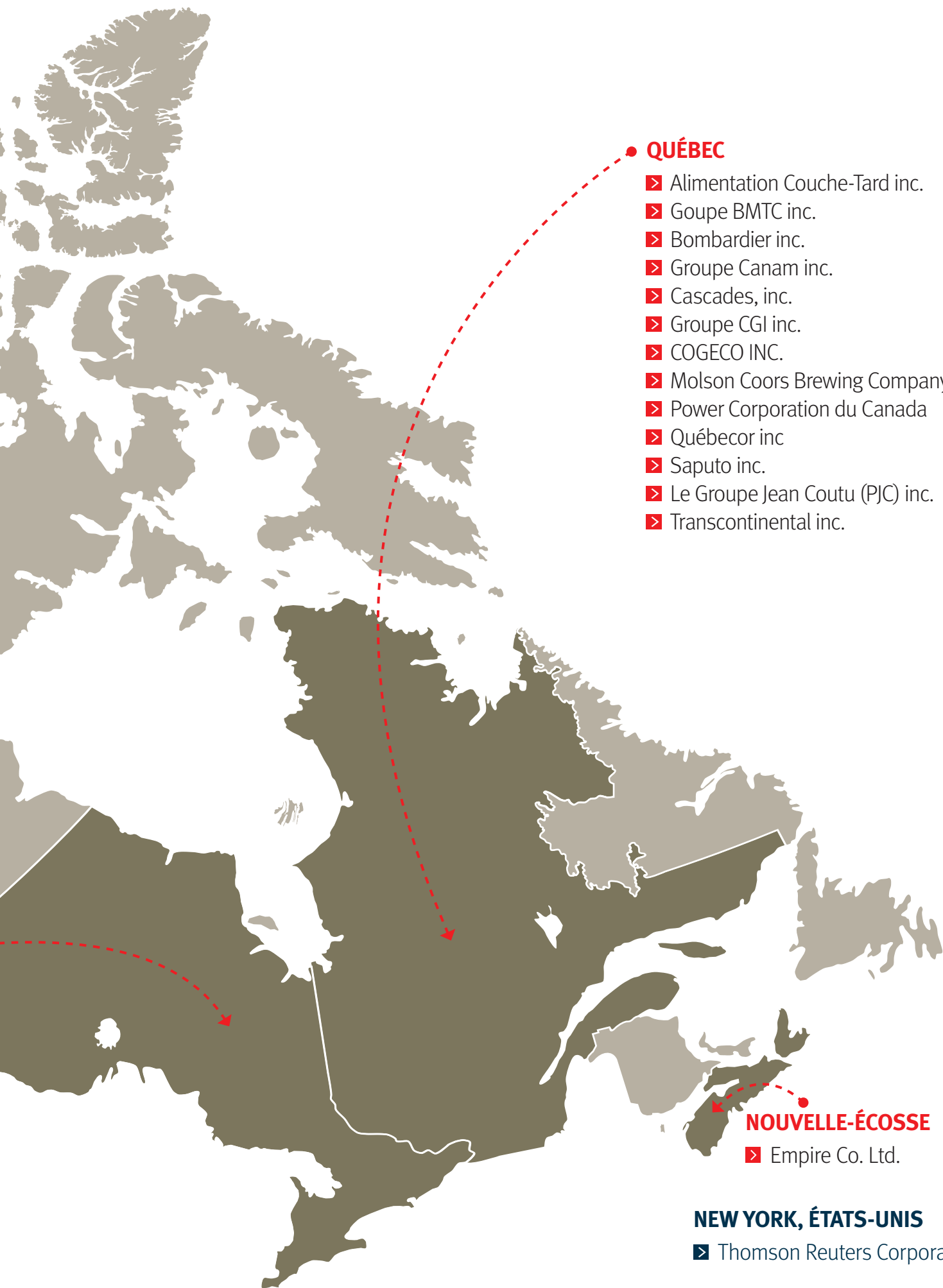
ALBERTA ●

- ATCO Ltd.
- Husky Energy inc.
- Mullen Group Ltd.
- Paramount Resources Ltd.
- Shaw Communications, inc.

ONTARIO ●

- La Société de Gestion AGF Limitée
- La Société Canadian Tire Limitée
- CCL Industries inc.
- Dundee Corporation
- Linamar Corp.
- Les Compagnies Loblaw Limitée
- Les Aliments Maple Leaf inc.
- Rogers Communications inc.
- ShawCor Ltd.





QUÉBEC

- Alimentation Couche-Tard inc.
- Groupe BMTc inc.
- Bombardier inc.
- Groupe Canam inc.
- Cascades, inc.
- Groupe CGI inc.
- COGECO INC.
- Molson Coors Brewing Company
- Power Corporation du Canada
- Québecor inc
- Saputo inc.
- Le Groupe Jean Coutu (PJC) inc.
- Transcontinental inc.

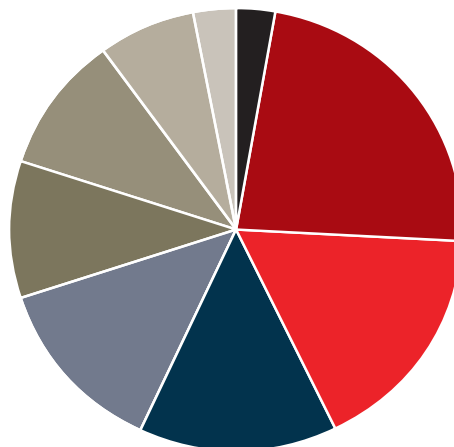
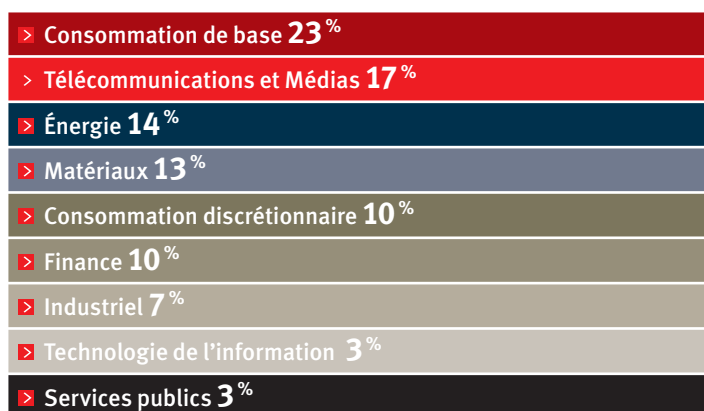
NOUVELLE-ÉCOSSE

- Empire Co. Ltd.

NEW YORK, ÉTATS-UNIS

- Thomson Reuters Corporation

Répartition sectorielle des 30 sociétés incluses dans l'indice BNC des entreprises familiales canadiennes



Les caractéristiques de l'indice BNC des entreprises familiales canadiennes sont les suivantes :

- 30 sociétés canadiennes cotées en bourse contrôlées par des familles, appartenant à différents secteurs et régions et de différentes tailles
- Indice équilibré pour éviter l'influence de la capitalisation boursière
- Les dividendes distribués sont réinvestis dans le titre d'origine
- Rééquilibrage semestriel à la fin de juin et de décembre pour rétablir une pondération égale

Il a fallu faire des choix difficiles pour ne retenir que 30 sociétés pour l'indice BNC des entreprises familiales canadiennes. La taille de l'indice est relativement petite comparativement à l'univers des sociétés ouvertes canadiennes contrôlées par des familles qui comprennent entre autres Groupe ADF inc., Corus Entertainment inc., Dollarama inc., Les Industries Dorel inc., EXFO inc., Les aliments High Liner inc., Papiers Tissu KP inc., Industries Lasonde inc., Meubles Léon Limitée, Logistec Corp., Groupe d'Alimentation MTY inc., Groupe Vision New Look inc., Northland Power inc., Ovivo inc., Reitmans (Canada) Limitée, Spin Master Corp. et Velan inc. Par conséquent, certains secteurs, certaines régions ou certaines tailles d'entreprises peuvent être moins représentés ou surreprésentés dans l'indice comparativement à l'univers couvert.

De plus, pour être incluses dans l'indice, les sociétés doivent avoir été cotées en bourse pendant au moins 10 ans. Celles qui n'ont été introduites en bourse que récemment ou dont le capital a été fermé au cours de la période ont été exclues, bien qu'elles auraient pu être des candidates très intéressantes. Parmi les sociétés dont le capital a été fermé figurent Astral Média inc.¹⁶, Manac inc.¹⁷ et d'autres. Les entreprises introduites récemment en bourse comprennent BRP inc. (2013), Entreprises Cara Limitée (2015), GDI Services aux Immeubles inc. (2015), Lumenpulse inc. (2014), Shopify inc. (2015) et Groupe Stingray Digital inc. (2015). Il est aussi important de noter que le choix de cette méthodologie pourrait entraîner un biais du survivant puisque seules les sociétés qui étaient inscrites en bourse pendant la période de 10 ans sont ajoutées à l'indice.

Certaines dispositions réglementaires ont aussi une influence pour favoriser ou freiner des entreprises familiales dans certains secteurs, et certains secteurs sont plus ou moins représentés que d'autres, particulièrement ceux des télécommunications et des banques. Par exemple, dans le secteur des télécommunications, le Conseil de la radiodiffusion et des télécommunications canadiennes a mis en place certaines limites de propriété étrangère pour les entreprises de télécommunications canadiennes. Cela facilite par conséquent la propriété de familles canadiennes dans ce secteur.

Dans le secteur bancaire, la *Loi sur les banques* stipule qu'aucune personne (ou qu'aucun groupe de personnes agissant de concert) ne doit posséder un intérêt important (c.-à-d. plus de 10 %) dans aucune catégorie d'actions, ce qui empêche par conséquent le contrôle par des familles.

¹⁶ A été acquise par Bell Média Inc., qui fait partie de BCE Inc. L'opération a été conclue en 2013.

¹⁷ Processus de fermeture du capital engagé par un consortium d'investisseurs du Québec dont la famille Dutil, la Caisse de dépôt et placement du Québec, le Fonds de solidarité FTQ, Investissement Québec et le Fonds Manufacturier Québécois. L'opération a été approuvée par les actionnaires le 30 septembre 2015.

4. Le chemin vers un rendement supérieur durable pour les entreprises contrôlées par une famille : mythes et réalité

Les chapitres précédents ont insisté sur le rôle crucial que jouent les grandes entreprises contrôlées par des familles dans les économies canadienne et mondiale ainsi que sur leur capacité de dégager un rendement supérieur à celui des sociétés à actionnariat étendu. Ce chapitre-ci examine des moyens de maintenir et d'améliorer les avantages inhérents des sociétés familiales tout en surmontant certains de leurs défis particuliers. Nous partageons l'opinion exprimée par *The Economist* dans son récent rapport sur les tendances mondiales sur les entreprises familiales : [TRADUCTION] « les sociétés familiales resteront probablement des acteurs importants du capitalisme mondial grâce à la conjugaison de deux facteurs : elles savent mieux se gérer et elles apprennent à minimiser leurs faiblesses tout en misant sur leurs forces »¹⁸. Nous n'avons pas l'intention d'être exhaustifs, mais plutôt de nous concentrer sur certains des facteurs qui aident à expliquer le rendement supérieur des entreprises familiales dans le contexte canadien.

Une mise en garde s'impose ici : si beaucoup d'entreprises familiales performantes ont des caractéristiques et des défis communs, il n'existe pas de recettes ou de modèles universels pour la réussite. Il est par conséquent important d'analyser la dynamique interne et les caractéristiques exclusives des entreprises familiales individuelles, pas seulement pour prédire leur performance future, mais aussi pour chercher des solutions tout aussi uniques et adaptées afin de maximiser leur performance. On notera aussi qu'il existe d'importantes différences entre les grandes sociétés familiales cotées en bourse et les entreprises plus petites. Les plus grandes ont su, par exemple, bien mieux surmonter certains problèmes de gouvernance qui minent le rendement et la survie de sociétés plus petites.

Les avantages inhérents des entreprises contrôlées par une famille

Diverses études internationales ont avancé un certain nombre d'avantages « inhérents » dont jouissent les entreprises familiales pour expliquer leur rendement supérieur, notamment la concentration sur la rentabilité à long terme, des utilisations plus efficaces du capital (moins d'endettement, meilleure qualité des bénéfices, contrôle des coûts plus rigoureux, innovation, fusions et acquisitions et diversification), la capacité de prendre des décisions plus rapidement pour profiter d'occasions qui se présentent, la capacité de fidéliser les collaborateurs à tous les échelons de l'entreprise, de meilleures relations de travail 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, concentration sur la création de richesse, compréhension profonde et engagement envers les pays et les collectivités dans lesquels elles sont implantées, relations personnelles avec les parties prenantes dans la chaîne de valeur, sentiment d'une mission à accomplir, loyauté, continuité, résilience et souci de la réputation.

Une enquête mondiale de McKinsey qui a comparé la « santé organisationnelle » de 114 entreprises familiales avec celle de quelque 1 200 grandes sociétés a conclu que les entreprises familiales obtiennent de bien meilleures appréciations pour

leur culture d'entreprise, la motivation des salariés et le leadership. Dans ce sondage, 90 % des membres du conseil et de la haute direction (membres de la famille ou non) ont dit que les valeurs familiales étaient présentes dans l'entreprise et 70 % estimaient qu'elles faisaient partie des activités au jour le jour¹⁹.

Une enquête d'Ernst & Young auprès de 25 grandes entreprises familiales couronnées de succès dans 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. Ils jugeaient aussi que la fierté de l'héritage familial aidait à créer une cohésion au sein de la famille. D'autres études mondiales ont démontré que [TRADUCTION] « 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 »²⁰.

Parmi les exemples canadiens, on pourrait citer 1) Jean Coutu, qui en 2014 a remporté la 2e place de « l'entreprise la plus admirée au Québec » (Léger Marketing) et était également classée 2e parmi les « marques canadiennes les plus respectées » (Canadian Business) et 2) Cascades, qui a été un des pionniers de la révolution verte dans le secteur des pâtes et papiers en utilisant des fibres recyclées. En 2014, les fibres recyclées représentaient 80 % de la consommation de fibres et de pâtes à papier de la société.

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

¹⁹ « Perspectives on Founder and Family-Owned Businesses », McKinsey & Company, 2014

²⁰ « Staying power: how do family businesses create lasting success? », Ernst and Young, 2015

Il a aussi été démontré que les entreprises familiales canadiennes dépassent les autres par leur capacité de fidéliser et de gérer le talent à tous les échelons de la société, y compris notamment à la haute direction. Les chefs de direction restent généralement en fonction plus longtemps et le taux de rotation des cadres supérieurs est inférieur à celui des sociétés à actionnariat étendu. Dans les entreprises familiales, la satisfaction du personnel est plus grande, l'engagement envers les employés également (moins de licenciements) et ces sociétés sont plus attachées à la promotion interne du personnel et investissent plus dans la formation.

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

La concentration sur la rentabilité durable à long terme est un des avantages les plus importants de la culture des entreprises familiales et un des facteurs clés expliquant le rendement supérieur de la plupart des entreprises familiales. Par contraste, beaucoup d'entreprises à actionnariat étendu sont de plus en plus critiquées pour leur focalisation mal avisée sur les résultats à court terme, qui sont devenus un étalon de mesure presque universel pour juger le rendement des chefs d'entreprise et établir leur rémunération. Il ne faut pas sous-estimer ces pressions, car dans les sociétés à actionnariat étendu, les chefs d'entreprise restent beaucoup moins longtemps en poste que par le passé et que dans les entreprises familiales.

Une tendance inquiétante est apparue ces dernières années, et particulièrement depuis la récession : les entreprises investissent moins, et celles cotées en bourse ont eu tendance à investir moins que les entreprises fermées ayant un chiffre d'affaires et un bénéfice similaires. Une des explications serait que [TRADUCTION] « les entreprises ont été encouragées à agir ainsi par les actionnaires qui exigent un retour des capitaux sous forme de rachats d'actions et dont le taux de rotation des portefeuilles est beaucoup plus grand que dans le passé. La période moyenne de conservation des actions en Amérique et en Grande-Bretagne a chuté de six ans en 1950 à moins de six mois aujourd'hui »²¹.

Un rapport commandé conjointement par McKinsey et l'Office d'investissement du RPC en 2013, mentionné plus haut, et qui repose sur un sondage auprès de 1 038 cadres supérieurs et membres du conseil d'entreprises mondiales, explique que le court-termisme a le vent en poupe mais est négatif pour le rendement financier. Près de deux tiers des répondants (63 %) ont indiqué que la pression pour produire des résultats à court terme a augmenté au cours des cinq dernières années et 79 % ont répondu que la plupart ressentent personnellement plus de pression pour produire des résultats en deux ans ou moins. Pourtant, 73 % des répondants estiment que cet horizon devrait être d'au moins trois ans et une très grande majorité juge que leur société aurait tout à gagner à adopter une approche à plus long terme, notamment en augmentant l'innovation et les investissements et par de meilleurs rendements financiers²².

Une étude publiée par Harvard Business Review (HBR) portant sur 149 grandes sociétés familiales cotées en bourse (plus de 1 milliard \$ de chiffre d'affaires) dans sept pays, qui conclut que les entreprises familiales ont dominé par leur rendement sur tous les marchés, affirme que les entreprises familiales se focalisent plus sur la résilience que sur la performance et que leurs cadres supérieurs [TRADUCTION] « investissent souvent sur un horizon de 10 à 20 ans... gérant plus le risque de perte que le potentiel de hausse »²³.

Plusieurs autres études ont aussi fait ressortir que les entreprises familiales ont moins tendance à se lancer dans la diversification et l'expansion internationale. Si cette tendance est claire pour les petites entreprises familiales, elle l'est moins pour les grandes. L'étude de HBR mentionnée ci-dessus a conclu que 46 % des entreprises familiales étaient très diversifiées, comparativement à 20 % de sociétés à actionnariat étendu. Pour les entreprises familiales, [TRADUCTION] « la diversification est importante non seulement pour le rendement à long terme, mais aussi pour le contrôle, puisqu'elle évite aux membres de la famille d'avoir à retirer de l'argent de l'entreprise et à diversifier les actifs eux-mêmes »²⁴. En ce qui concerne les fusions et acquisitions, les grandes entreprises familiales sont souvent plus prudentes et, selon certaines estimations²⁵, dépensent moins en acquisitions que les entreprises à actionnariat étendu. Elles tendent à privilégier la croissance endogène et des acquisitions plus petites, ce qui en moyenne a tendance à être plus bénéfique pour les actionnaires comparativement aux entreprises à actionnariat étendu. La préférence pour la croissance endogène et les acquisitions plus petites oriente aussi l'expansion internationale des entreprises familiales.

Les preuves confirment que la grande majorité des sociétés familiales canadiennes cotées en bourse se concentrent sur la rentabilité à long terme, les acquisitions qui augmentent le bénéfice par action et des bilans généralement plus sains.

Grands défis et enjeux de gouvernance

Le rendement supérieur des entreprises familiales oblige celles-ci à surmonter un certain nombre de défis potentiellement importants et à régler efficacement certains enjeux de gouvernance. Cela comprend notamment la relève et les autres transitions à la direction, l'optimisation du rôle du conseil d'administration, l'accès et la transparence, la gestion de la dynamique familiale interne pour assurer un alignement efficace entre les objectifs de l'entreprise et ceux de la famille, la recherche d'un équilibre optimal entre les dirigeants propriétaires et les dirigeants professionnels, les conflits potentiels avec les actionnaires minoritaires (et les prix décotés des actions) et la structure de propriété (dont les structures à actions multivotantes).

Alors que beaucoup d'entreprises ont trouvé des moyens efficaces de relever ces défis et que des pas de géant ont été faits pour professionnaliser l'exploitation des entreprises familiales, nos constatations concernant les grandes entreprises familiales canadiennes confirment l'importance des enjeux de gouvernance, et la relève ainsi que le rôle du conseil d'administration apparaissent en tête de cette liste. Mais d'autres enjeux sont plus prééminents dans des entreprises familiales plus petites et ont été largement surestimés. Ce sont notamment les conflits avec les actionnaires minoritaires, les structures à actions multivotantes et l'accès et la transparence. Il ressort des recherches mondiales et de l'opinion des analystes de Banque Nationale Marchés financiers sur les grandes entreprises canadiennes contrôlées par des familles que la transparence, y compris la circulation de l'information financière et l'accès à la direction, est au moins aussi grande dans les grandes entreprises familiales que dans les entreprises au capital largement réparti dans le public.

²¹ « A new contract for growth », *The Economist*, août 2015

²² « Focussing Capital on the Long Term », Canadian Pension Plan et McKinsey & Company, 26 déc. 2013

²³ « What You Can Learn from Family Business », *Harvard Business Review*, novembre 2012

²⁴ « The five attributes of enduring family businesses », McKinsey & Company, janvier 2010

²⁵ « What You Can Learn from Family Business », N. Kachaner, G. Stalk, and A. Bloch (Boston Consulting Group), *Harvard Business Review*, novembre 2012

Actions multivotantes et droits des actionnaires minoritaires

Dans de nombreux pays, y compris au Canada, un débat parfois virulent fait rage au sujet des structures à actions multivotantes (également appelées structures à deux catégories d'actions) qui permettent 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 à actions multivotantes puisqu'elles seraient contraires au principe de bonne gouvernance et des intérêts des actionnaires.

Dans une étude détaillée sur les structures à actions multivotantes au Canada, Yvan Allaire, président du conseil de l'Institut sur la gouvernance d'organisations privées et publiques, affirme que «l'argumentation pour ou contre ce type de structures de capital prend un caractère trop souvent idéologique, insuffisamment appuyé sur des recherches empiriques».²⁶ Plusieurs études menées dans le contexte canadien concluent qu'il n'existe aucune relation entre la valeur au marché d'une société et la structure de ses actions. Une étude du Clarkson Centre for Business Ethics and Board Effectiveness de la Rotman School of Management de l'Université de Toronto a même constaté que les entreprises familiales ayant deux catégories d'actions au Canada affichaient 15 années de rendement (jusqu'en 2012) de 8,8 % comparativement à 5,1 % pour les entreprises familiales à une seule catégorie d'actions et dépassaient également leurs concurrentes dans leur secteur²⁷. On notera cependant que l'échantillon était limité et que ces résultats contredisent ceux obtenus dans d'autres pays. Selon les analystes sectoriels de Banque Nationale Marchés financiers, les structures à actions multivotantes ont généralement peu d'incidence sur la rentabilité.

M. Allaire qui a fait plusieurs recommandations pour chercher à améliorer les protections et minimiser les risques possibles liés aux structures à actions multivotantes affirme que les avantages particuliers rattachés aux entreprises canadiennes (conférés par les droits de vote multiples) figurent parmi les plus faibles, se situant près des avantages constatés aux États-Unis et devant ceux du Royaume-Uni. En d'autres termes, au Canada, le marché ne concède qu'une petite prime pour la valeur des actions multivotantes.

Avantages particuliers du contrôle dans différents pays

PAYS	PRIME DE VOTE (%)
Australie	23
France	28
Suède	1
Allemagne	10
Mexique	46
Italie	29
Royaume-Uni	10
États-Unis	2
Canada	3

Source : «Cahier d'information sur les sociétés contrôlées», Comptables agréés du Canada, 2010

Nota: La prime de vote représente la moyenne estimée de la valeur totale en pourcentage de la valeur de la société.

Enfin, M. Allaire souligne quelques-uns des pièges possibles de l'élimination des doubles catégories d'actions. Par exemple, beaucoup d'entrepreneurs à la recherche de sources de capital pour financer la croissance de leur entreprise bouderaient simplement le marché boursier si cela les obligeait à en perdre le contrôle.

Les recherches des analystes de Banque Nationale Marchés financiers confirment que les intérêts des familles propriétaires d'entreprises canadiennes (y compris celles qui bénéficient de droits de vote multiples) sont, dans la plupart des cas, bien alignés sur ceux des actionnaires minoritaires, même lorsqu'il existe une structure à actions multivotantes. Cela s'explique en grande partie par le cadre juridique canadien, et notamment ses dispositions de protection des actionnaires minoritaires qui atténuent les pièges possibles des structures à actions multivotantes. La décision de 1987 de la Bourse de Toronto stipule que, à l'avenir, aucune offre d'acquisition de la catégorie d'actions de contrôle ne sera valide sans que l'acquéreur potentiel présente simultanément une offre aux modalités et conditions identiques aux autres catégories d'actionnaires²⁸.

Toutefois, globalement, les effets négatifs des structures à actions multivotantes sur la valeur pour les actionnaires ont été exagérés. Quand les sociétés se portent bien, les actions multivotantes posent rarement problème.

C'est quand elles prennent de mauvaises décisions ou affichent un rendement inférieur que la structure à actions multivotantes est perçue comme problématique. En dernière analyse, 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 ce qui, dans la plupart des cas, concorde avec les intérêts des autres actionnaires.

Des conseils d'administration forts et indépendants pour assurer la continuité et le rendement à long terme

Des conseils d'administration forts et indépendants constituent un élément important de la bonne gouvernance et sont déterminants pour assurer le rendement financier et la durabilité à long terme des grandes (et petites) entreprises familiales. Un conseil d'administration efficace joue des rôles multiples, notamment en assurant une évaluation indépendante du rendement et de la stratégie, en conciliant les besoins de l'entreprise avec ceux de la famille, en planifiant la relève et les transitions à la direction dans l'objectif d'optimiser l'apport des propriétaires membres de la famille et des dirigeants professionnels, en protégeant les droits des actionnaires minoritaires et en préservant la société du népotisme, des conflits d'intérêts et des décisions irrationnelles et d'autres manquements aux principes de gouvernance. Un bon équilibre des pouvoirs permet aussi aux dirigeants propriétaires d'adopter de nouvelles stratégies ou de profiter plus rapidement de nouvelles occasions à saisir tout en limitant les risques d'échec.

Les preuves ne manquent pas pour démontrer qu'un conseil d'administration composé d'une majorité de membres actifs, qualifiés et indépendants, constitue non seulement une structure optimale pour l'exercice des entreprises familiales mais offre aussi la meilleure garantie de rendements financiers supérieurs. Il contribue aussi à la légitimité et à la crédibilité de l'entreprise familiale aux yeux du public et des actionnaires²⁹.

²⁶ «Les actions multivotantes: quelques modestes propositions» Y. Allaire, Institut sur la gouvernance d'organisations privées et publiques, octobre 2006

²⁷ «The Impact of Family Control on the Share Price Performance of Large Canadian Publicly-Listed Firms», Clarkson Centre for Board Effectiveness, juin 2013

²⁸ «Cahier d'information sur les sociétés contrôlées», Comptables agréés du Canada, Y. Allaire, 2010

²⁹ «Cahier d'information sur les sociétés contrôlées», Comptables agréés du Canada, Y. Allaire, 2010

Au Canada, la présence et l'influence de la famille sont importantes dans une majorité de conseils d'administration de grandes entreprises contrôlées par des familles. En même temps, la plupart des cadres supérieurs membres à la fois de la famille et du conseil d'administration ont eu recours à des administrateurs indépendants extérieurs solides pour profiter de leurs conseils, de leur expertise et de leurs contacts. Si, dans de nombreux cas, la famille est en mesure de prendre des décisions en dernier ressort, les exemples de conflits systématiques et de dysfonctionnement entre les membres du conseil faisant partie de la famille et les autres administrateurs sont rares.

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

La fonction la plus cruciale du conseil d'administration est de gérer le recrutement, la formation et l'intégration de nouveaux cadres supérieurs, dont le chef de la direction, et cela va jusqu'au 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 du plus haut calibre. Il existe des preuves incontestées que les descendants du fondateur de l'entreprise peuvent apporter une valeur ajoutée considérable, soit comme dirigeants, soit comme membres actifs du conseil d'administration des entreprises familiales³⁰. Les entreprises familiales connaissant le plus de succès sont [TRADUCTION] « celles qui gèrent de façon à intégrer les valeurs du fondateur dans la culture et la légende de l'entreprise, tout en adoptant en même temps un style plus collaboratif de direction et de gouvernance d'entreprise, à mesure que les générations futures prennent le relais »³¹.

Néanmoins, la relève est une opération extrêmement complexe et risquée. À mesure que les familles grandissent, d'une génération à l'autre, les participations dans l'entreprise se fragmentent. Il n'est pas rare aujourd'hui de voir des sociétés d'investissement familiales comptant plusieurs centaines de participants ayant chacun sa quote-part. Les conflits entre les membres passifs de la

famille qui pourraient vouloir davantage de dividendes et ceux qui participent à la gestion et veulent investir et faire croître l'entreprise font partie des principales sources de tensions les plus graves.

Plusieurs entreprises familiales sont plongées dans la tourmente par des luttes intestines amères souvent entourées de publicité entre les membres de la famille, le plus souvent au sujet des questions de succession. La plupart des petites entreprises familiales ne survivent pas à la transition à la deuxième ou troisième génération. Selon le Family Business Institute, les relèves manquées sont l'obstacle le plus important à la durabilité et au maintien d'un rendement supérieur des entreprises familiales. Pour des raisons évidentes, les investisseurs et analystes doivent garder un œil attentif sur les complexités des questions de succession dans une entreprise familiale.

Mais là encore, bon nombre des plus grandes entreprises ont réussi à éviter les pièges de la relève, souvent grâce au leadership actif d'un conseil d'administration indépendant. Toujours selon M. Allaire, les descendants du fondateur et d'autres membres de la famille ne devraient ni être exclus ni obtenir un traitement de faveur pour occuper un poste de cadre supérieur. Si leur candidature est envisagée, ils doivent être intégrés graduellement et avoir la possibilité d'acquiescer les compétences et l'expérience appropriées ainsi que la crédibilité et la confiance nécessaires, tant à l'interne que dans le public.

De la même manière, les dirigeants professionnels qui ne font pas partie de la famille et dont le rôle augmente rapidement dans les entreprises familiales, doivent non seulement avoir les compétences nécessaires pour gérer une grande société, mais ils doivent aussi être en mesure d'en assimiler les valeurs, c'est-à-dire de s'adapter à la culture et de nouer une relation constructive et productive avec les membres de la famille. Si un dirigeant professionnel provient d'une autre société, le conseil doit établir une période de transition bien structurée et surveillée qui maximisera les chances d'intégration réussie, particulièrement dans le cas d'un chef de la direction. Il faut dire que, dans la plupart des cas, y compris au Canada, la famille garde le contrôle de la société quand un dirigeant professionnel assume le rôle de chef de la direction, mais l'influence de la famille varie.

Facteurs propres au Canada

En plus des avantages et des défis particuliers des entreprises familiales, il est important de garder à l'esprit le cadre économique, social et politique dans lequel évoluent les entreprises familiales canadiennes. Le Canada, en partie parce qu'il a une population relativement petite, a produit une élite locale d'entrepreneurs concentrée dans une poignée de villes, ce qui, entre autres avantages, a facilité les relations et les interactions personnelles entre les élites et 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 comme des secteurs clés, notamment les médias et les télécommunications. Des contraintes réglementaires (par exemple des règles sur les structures à actions multivotantes), juridiques et budgétaires doivent aussi être prises en considération.

Pour terminer, l'analyse des grandes sociétés canadiennes cotées en bourse contrôlées par des familles confirme les grandes conclusions tirées d'une étude mondiale récente auprès de 50 grandes entreprises familiales: [TRADUCTION] « la plupart des sociétés offrent des leçons précieuses pour favoriser et stimuler l'excellence en termes de leadership au sein des entreprises familiales », ce qui assure un rendement supérieur durable³².

³⁰ « Cahier d'information sur les sociétés contrôlées », Comptables agréés du Canada, Y. Allaire, 2010

³¹ « Strategic Planning and Family Business », McNally Brown Group, 2014

³² « Leadership Lessons from Great Family Businesses », Harvard Business Review, avril 2015

ANNEXE



15 septembre 2015

AGF/B (TSX) **\$5.97**
COURS CIBLE: **\$6.50**
RENDEMENT POTENTIEL: **14.2%**

Fourchette 52 semaines	\$5.16 - \$12.49
Actions en circulation (M)	82.9
Capitalisation boursière (M\$)	\$495

Clôture de l'exercice: 30 novembre

(M\$)	2014A	2015E	2016E
Frais gestion et conseil	\$433.1	\$419.0	\$415.8
Revenus totaux	\$464.5	\$458.4	\$458.8
Dépenses d'exploitation	(\$309.7)	(\$316.0)	(\$316.1)
BAIIA ajusté	\$154.8	\$142.4	\$142.7
Bénéfice net de base	\$59.0	\$57.5	\$59.1
BPA de base (après dilution)	\$0.68	\$0.68	\$0.71
Cours / Bénéfice	8.8x	8.8x	8.4x

Données financières au 31 mai 2015

Valeur comptable par action	\$11.01
Cours / Valeur comptable	0.5x
Dividende trimestriel (déclaré)	\$0.08
Rendement du dividende	5.4%
Ratio de distribution	94.3%



Shubha Khan
 416.869.6425
 shubha.khan@nbc.ca

Adjoint:
Jaeme Gloyn, CFA
 416.869.8042
 jaeme.gloyn@nbc.ca

Cote: Rendement moyen
Risque: Supérieur à la moyenne
 Sociétés financières diversifiées: Équipondérer
 (Groupe Économie et Stratégie FBN)

La Société de Gestion AGF Limitée

PROFIL

La Société de Gestion AGF Limitée est une société canadienne de solutions de placement. Placements AGF fournit des services de gestion de placements aux investisseurs par l'intermédiaire de conseillers, d'investisseurs institutionnels et de services de gestion privée. L'unité a environ \$35 milliards d'actifs sous gestion constitués de fonds au détail, de comptes institutionnels, de portefeuilles de sous-conseillers et de comptes de clients fortunés.

FAITS SAILLANTS

Il faut noter que les rendements des fonds AGF sont faibles par rapport aux moyennes du secteur et que la société ne jouit pas du réseau de distribution de ses concurrents plus importants. Par conséquent, il y a eu plusieurs années consécutives de rachats nets.

Au bout du compte, nous croyons que l'amélioration graduelle des rendements des fonds et l'expansion de la plateforme d'AGF en Europe (UCITS) et de celle de la gestion d'actifs non traditionnels (InstarAGF) atténueront les rachats nets. Ce revirement a toutefois l'inconvénient de se matérialiser très lentement et de dépendre de la bonne exécution de plusieurs initiatives à l'échelle des produits et des processus d'investissement des fonds du volet détail et du développement des nouvelles plateformes UCITS et InstarAGF.

Au premier semestre 2015, la dynamique des ventes dans le secteur et la rotation des actifs en faveur des actions ont souffert de la chute vertigineuse des prix du pétrole et des inquiétudes qui entourent la croissance mondiale, ce qui devrait continuer d'affecter les marchés boursiers.

FACTEURS DE RISQUE

Les rendements des fonds AGF pourraient souffrir en cas d'affaiblissement des marchés boursiers mondiaux. De plus, les comptes institutionnels et stratégiques représentent 30% des actifs sous gestion d'AGF. La perte de mandats importants pourrait avoir un impact majeur sur le bénéfice. Par ailleurs, AGF dépend largement de courtiers et de conseillers indépendants pour vendre ses fonds. Si la relation privilégiée d'AGF avec l'un ou plusieurs de ses partenaires conseillers était rompue, la société pourrait subir une nouvelle baisse de ses ventes nettes et une augmentation de ses rachats nets. Nous constatons que le risque d'exécution reste élevé : AGF a procédé à un examen en profondeur des plateformes des volets détail et institutionnel et de gestion des actifs non traditionnels et se trouve en ce moment au stade de la mise en œuvre.

ÉVALUATION et RECOMMANDATION

Notre cours cible de \$6.50 est le résultat de la somme des parties après évaluation. Le ratio cible du BAIIA de la gestion des placements est de 4.0, ratio que nous appliquons aux prévisions combinées de 2016 et 2017 (il est inférieur de 3.0 à sa moyenne historique). Nous tenons compte aussi des placements à long terme d'AGF et de sa participation de 32.0% dans Smith & Williamson à sa valeur comptable.

Même si nous pensons qu'un ralentissement des rachats nets rehaussera notre valorisation, le redressement très attendu des statistiques des ventes au détail s'est matérialisé très lentement. Une rehausse de la valorisation pourrait donc prendre quelque temps.

Nous attribuons au titre 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 titres ou instruments financiers 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 titres ou instruments financiers 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.

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.nbcn.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 Légal/Politique d'intimité (lien ci-joint)

<http://www.nbcn.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.nbcn.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.



8 octobre 2015

ATD.B (TSX) **\$61.07**
COURS CIBLE: **\$63.00**
RENDEMENT POTENTIEL: **3.5%**

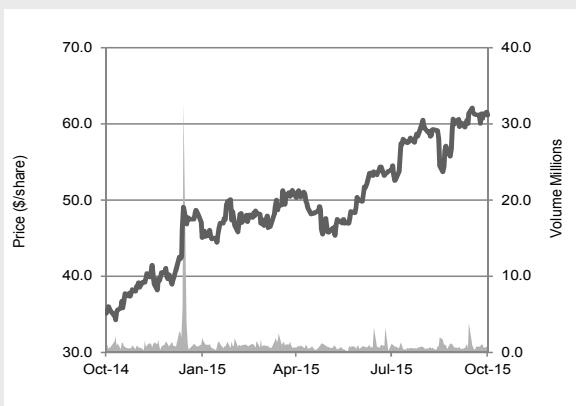
Fourchette 52 semaines	\$62.72 - \$32.10
Actions en circulation (M)	569.1
Flottant	70%
Capitalisation boursière (M\$CA)	34,755

Clôture de l'exercice: Avril

	2015A	2016E	2017E
Ventes (M)	\$34,527	\$37,707	\$41,017
BAIIA (M)	\$1,913	\$2,163	\$2,306
BPA (dilué)	\$1.80	\$2.03	\$2.21
C/B	26.3x	23.2x	21.3x

Données financières au T1 2016

Encaisse (M)	\$822
Dette totale (M)	\$2,972
Dette nette (M)	\$2,151
Dette totale/Capital	34%
VCPA	\$7.37
Dividende	\$0.22
Rendement du dividende	0.4%



Source: Thomson, NBF

Vishal Shreedhar - (416) 869-7930

vishal.shreedhar@nbc.ca

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

ryan.li@nbc.ca

Cote: Rendement supérieur**Risque: Moyen**Détailants spécialisés: Sous-pondérer
(Groupe Économie et Stratégie FBN)**Alimentation Couche-Tard****PROFIL**

Alimentation Couche-Tard est la deuxième plus grosse chaîne de dépanneurs en Amérique du Nord. Elle exploite principalement les marques Couche-Tard au Québec, Mac's dans les provinces canadiennes anglophones et Circle K/Kangaroo Express aux États-Unis. La société a également pris pied sur le marché européen grâce à l'acquisition de Statoil Fuel & Retail. La direction a précisé qu'elle a l'intention de rationaliser ses enseignes dans le monde au cours des prochaines années.

FAITS SAILLANTS**Le bilan demeure solide**

Malgré de récentes acquisitions, le bilan d'ATD reste sain, le ratio dette nette ajustée portant intérêt/BAIIAL ajusté étant inférieur à 2.5. La société a pu réduire sa dette grâce à des flux de trésorerie disponibles élevés; nous estimons qu'ATD peut financer une acquisition de plus de \$2.0 milliards sans avoir à émettre d'actions (selon la moyenne des paramètres d'acquisition).

Une croissance qui passe par des acquisitions

ATD vient de prendre de l'expansion à l'échelle mondiale en se portant acquéreur de SFR et de The Pantry. La direction a fait savoir qu'elle continuait de chercher à faire des acquisitions dans le monde. À notre avis, il existe des possibilités dans les régions où ATD évolue déjà.

Réalisation de synergies

La réalisation de synergies 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). Selon nous, les objectifs visés par la société sont atteignables dans les délais prévus. Nous croyons dans les possibilités d'accroître ces synergies, étant donné que les objectifs que la direction s'est fixé en la matière ne tiennent pas compte des synergies réalisables en termes de chiffre d'affaires.

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) et des conditions économiques difficiles dans certaines régions.

ÉVALUATION**Maintien de la cote Rendement supérieur; cours cible à CA\$63**

Notre cours cible pour ATD représente 21.5 fois notre estimation moyenne du BPA des exercices 2017 et 2018 (ajusté en fonction du 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, équipondération 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 déposé de telles participations ou positions. Ces personnes peuvent à tout moment effectuer des ventes et/ou des achats à l'égard des titres ou instruments financiers 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 titres ou instruments financiers 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.

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.nbcn.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 Légal/Politique d'intimité (lien ci-joint)

<http://www.nbcn.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.nbcn.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. Richard

Fortin is a member of the Board of Directors or is an officer of this issuer.

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 septembre 2015

ACO'X (TSX) **\$36.83**
COURS CIBLE: **\$47.00**
RENDEMENT DU DIVIDENDE **2.8%**
RENDEMENT TOTAL **30.4%**

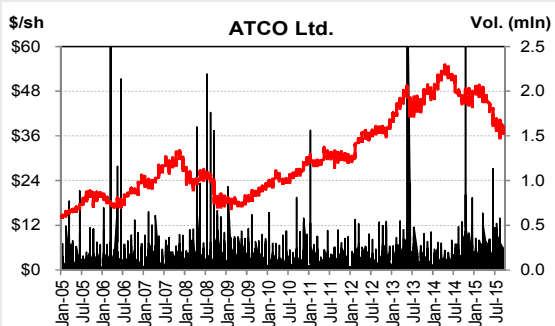
Fourchette 52 semaines	\$50.40 - \$35.14
Actions en circulation (M)	115.1
Capitalisation boursière (M\$)	\$8,522

Fin d'exercice: 31 décembre

	2014a	2015e	2016e
BAIIA (M)	\$1,855	\$1,719	\$1,982
Inv. d'entretien (M)	\$627	\$655	\$702
BAIIA libre (M)	\$1,228	\$1,064	\$1,280
VE/BAIIA libre	14.2x	15.3x	12.7x
BPA (ap. dilution)	\$3.16	\$2.68	\$3.15
C/B	15.1x	13.7x	11.7x
FPER/action (ap. dil.)	\$3.46	\$3.53	\$4.59
C/FPER	13.8x	10.4x	8.0x
Dividende par action	\$0.86	\$0.99	\$1.09
Rend. du dividende	1.8%	2.7%	3.0%
Ratio de distrib. aj.	25%	28%	24%
D/BAIIA libre	5.6x	7.3x	6.2x

31 décembre 2015e

Capitalisation boursière (M)	\$8,522
Dettes nettes (M)	\$7,721
Valeur de l'entreprise (M)	\$16,243
Dettes nettes/VE	48%



Source: Bloomberg

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

Adjoint:
Michael Nguyen
 416.869.7566
 michael.nguyen@nbc.ca

Cote: Rendement moyen Risque: Inférieur à la moyenne

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

ATCO Ltd.

PROFIL (tous les 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 88% 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 gaziers), 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%. En général, nous estimons qu'environ 75% du bénéfice ajusté 2016e d'ATCO sera réalisé par la division Services publics, environ 15% par Structures et logistique, et environ 10% par la division Énergie et par ATCO Australia. ATCO affiche une croissance du dividende intéressante, qui avoisine 10% par an ces 5 dernières années. Nous prévoyons une hausse du dividende de 10% pour 2016, ce qui porterait le dividende annualisé à \$1.09 par action (\$0.99 par action actuellement), pour un ratio de distribution toujours inférieur à 30%.

PROFIL DE CROISSANCE

ATCO poursuit actuellement des projets de croissance endogène de \$5.8 milliards qui doivent durer jusqu'en 2017, dont \$5.1 milliards concernent ses activités de services publics. À la fin de 2014, l'Alberta Electric System Operator (AESO) a sélectionné Alberta PowerLine LP (80% CU / 20% Quanta Services) pour concevoir, construire, détenir et exploiter le projet Fort McMurray West Transmission (\$1.43 milliard, 500 km et 500 kV), projet de transmission d'électricité s'étendant de l'ouest d'Edmonton à Fort McMurray (mise en service prévue en 2019). La société a acquis récemment Morris Modular Space (Sudbury, ON), pour un montant non divulgué, ce qui accroît de 10% environ sa division Structure & Logistics dans l'Est du Canada. À noter également le projet Wheatstone (ajout de \$96 millions aux unités modulaires) et le statut de soumissionnaire privilégié de la société annoncé pour l'installation et la gestion de logements destinés à 1,600 employés de BC Hydro sur son site C d'énergie renouvelable de 1,100 mégawatts, dans le nord-est de la C.-B.

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 \$47.00 repose sur un ratio de 14.0 fois notre estimation 2016 du BAIIA libre de \$1,280M, sur notre évaluation des flux de trésorerie actualisés par action de \$47.50 et sur un rendement du dividende corrigé du risque de 2.25% appliqué à notre estimation du dividende pour 2016 de \$1.09 par action. Nous attribuons à ATCO la cote Rendement moyen.

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, équipondération 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.

Analyses 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 titres ou instruments financiers 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 titres ou instruments financiers 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.

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.nbcn.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 Légal/Politique d'intimité (lien ci-joint)

<http://www.nbcn.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.nbcn.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.



6 octobre 2015

BBD.b (TSX) / BBD.a (TSX) C\$1.61 / C\$1.62
COURS CIBLE: CA\$2.00
RENDEMENT POTENTIEL: 24%

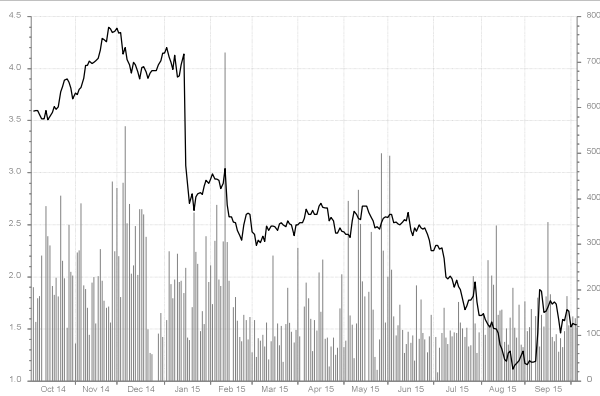
Fourchette 52 semaines (BBD.b) \$4.43 - \$1.03

(montants en US\$, sauf mention contraire)

Ex.: 31 décembre	2014A	2015E	2016E
Chiffre d'affaires (M)	\$20,111	\$18,712	\$18,667
BAIIA (M)	\$1,340	\$1,159	\$1,280
VE/BAIIA	6.6x	7.6x	6.9x
BPA dilué	\$0.35	\$0.18	\$0.09
C/B	3.5x	6.9x	14.5x

Autres données:

Actions en circulation (M)	\$2,128
Capitalisation boursière (M)	\$3,426
Dettes nettes (M)	\$6,181
Dettes nettes/Capitalisation	80.0%
Valeur d'entreprise (M)	\$8,809
Dividende par action	\$0.00
Rendement du dividende	0.0%



Source: Thomson Reuters Datastream

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

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

Cote: Rendement moyen
Risque: Supérieur à la moyenne
 Aéronautique et défense: Équipondérer
 (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, auxquels se sont ajoutés récemment les jets commerciaux de 100 à 149 places, avec la gamme CSeries. Bombardier Transport est le premier fabricant mondial de systèmes de transport de passagers sur rail.

FAITS SAILLANTS

La CSeries, l'élément clé

La réussite du programme d'essais de vol de la CSeries (qui doit se terminer à la fin de 2015) sera un important facteur pour accroître la confiance des investisseurs et gagner celle de clients éventuels dans le programme. Bombardier a toutefois besoin de décrocher de nouvelles commandes auprès de clients de renom.

Les flux de trésorerie, source de préoccupation

Bombardier a mobilisé \$1.5 milliard de ses flux de trésorerie disponibles au premier semestre 2015 et bien que la trésorerie de la société soit bien garnie en ce moment, la situation pourrait devenir préoccupante avant la fin de 2016. L'une des grandes incertitudes concerne les flux de trésorerie qui seront nécessaires pour accélérer la production de la CSeries.

Le marché des avions d'affaires accuse une certaine faiblesse

Le haut de gamme du marché de l'avion d'affaires accusant une certaine faiblesse, Bombardier a réduit la cadence de la production de la famille d'avions d'affaires Global. Le risque existe toujours que la production des avions de taille intermédiaire Challenger soit abaissée aussi, étant donné que les commandes sont concentrées auprès de trois grands exploitants de flotte seulement.

Importante restructuration en vue, mais incertaine quant à son échéance

La nouvelle direction de Bombardier est encore en train de revoir de fond en comble les activités et les programmes et il faut s'attendre à ce que cet examen débouche sur une importante restructuration et d'autres changements qui toucheront plus particulièrement les activités de la division Aéronautique. Le résultat final sera sans doute bénéfique pour Bombardier, mais l'incertitude représente une ombre au tableau pour les investisseurs.

Potentiel de croissance avec l'introduction en bourse de la division Transport

Bombardier a toujours en tête de libérer de la valeur et de lever des fonds par l'introduction en bourse d'une participation minoritaire dans sa division Transport. Nous évaluons la valeur de cette division à \$5.0 milliards, mais les transactions précédentes indiquent que ce chiffre pourrait être plus élevé.

ÉVALUATION

Nous obtenons notre cours cible de \$2.00 en appliquant un ratio VE/BAIIA de 8.0 à notre estimation du BAIIA 2016

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, équipondération 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 titres ou instruments financiers 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 titres ou instruments financiers 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.

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.nbcn.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 Légal/Politique d'intimité (lien ci-joint)

<http://www.nbcn.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.nbcn.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 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 octobre 2015

CTC.a **\$114.43**
COURS CIBLE: **\$135.00**
RENDEMENT POTENTIEL: **19.9%**

Fourchette 52 semaines	\$137.48 - \$109.05
Actions en circulation (M, ap. dilution)	77.3
Capitalisation boursière (M)	\$8,843.6

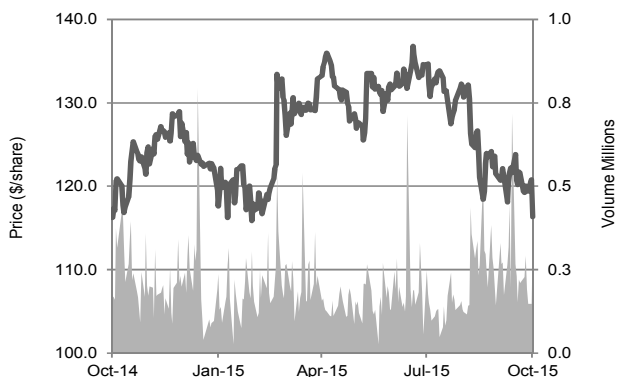
Exercice: 31 déc.	2014A	2015E	2016E
Chiffre d'affaires (M)	\$12,462.9	\$12,530.8	\$13,260.1
BAII (M)	\$1,376.4	\$1,446.0	\$1,530.7
Marge BAII (%)	11.0%	11.5%	11.5%
BPA dilué	\$7.96	\$7.83	\$8.71
C/B	14.4x	14.6x	13.1x

Tous les montants sont en dollars canadiens.

Données financières au T2 2015

Encaisse (M)	\$1,284.9
Dette nette (M)	\$2,745.3
Dette nette/Capitalisation totale	36%
Valeur comptable par action	\$63.03
Cours/Valeur comptable	1.8x
Rendement du dividende	1.9%

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 moyen Risque: Moyen

Détaillants multi-créneaux : Sous-ponderer
(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

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 les activités de détail, la direction vise un RCI de 9% d'ici à 2017, ce qui suppose une volonté d'accroître la performance de ces activités au chapitre du chiffre d'affaires et de la marge brute. Nous croyons que les ratios d'évaluation de CTC pourraient s'orienter à la hausse si la direction parvient à augmenter durablement le RCI, ce qui suppose que la société puisse rentabiliser davantage ses investissements. La progression du RCI est lente jusqu'ici, le taux actuel tournant autour de 8%.

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**Maintien de la cote Rendement moyen; cours cible à \$135**

Notre évaluation fait appel à une méthode qui repose sur la somme des parties.

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 déposé de telles participations ou positions. Ces personnes peuvent à tout moment effectuer des ventes et/ou des achats à l'égard des titres ou instruments financiers 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 titres ou instruments financiers 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.

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.nbcn.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 Légal/Politique d'intimité (lien ci-joint)

<http://www.nbcn.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.nbcn.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

Pierre Boivin est un membre du conseil d'administration ou un dirigeant de cet 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.

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



7 octobre 2015

CAM (TSX) **\$13.28**
COURS CIBLE **\$19.00**
RENDEMENT POTENTIEL **42.8%**

Données boursières

Fourchette 52 semaines	\$10.40 - \$4.45		
Actions en circulation (M)	42.1		
Capitalisation boursière (M\$)	\$422		
Dette nette incl. dette convertible (M)	\$241		
Valeur de l'entreprise (M)	\$664		

Fin d'ex.: décembre	2014a	2015e	2016e
Chiffre d'affaires (M)	\$1,233	\$1,482	\$1,615
BAIIA ajusté (M)	\$78.6	\$111.5	\$129.7
Marge BAIIA ajusté	6.4%	7.5%	8.0%
BPA	\$0.70	\$0.95	\$1.28
C/B	19.1x	13.9x	10.4x
VE/BAIIA	10.4x	7.3x	6.3x

Données financières **Au 30 juin 2015 (T2 2015)**

Encaisse (M)	\$5.3
Ratio actuel	2.1
Dividende trimestriel	\$0.04
Dette nette/BAIIA 12 mois	2.6x

Montants en CA\$, sauf mention contraire

**Leon Aghazarian, M.Sc.**leon.aghazarian@nbc.ca
(514) 879-2574**Adjoint: Frederic Tremblay, M.Sc., CFA**frederic.tremblay@nbc.ca
(514) 412-0021**Adjoint: Connor Sedgewick**connor.sedgewick@nbc.ca
(514) 390-7825**Cote: Rendement supérieur****Risque: Moyen**Industrie: Équipondateur
(Groupe Économie & Stratégie FBN)**Groupe Canam Inc.****PROFIL**

Groupe Canam Inc. est une société industrielle qui exploite 22 usines de fabrication en Amérique du Nord. Elle est spécialisée dans la conception et la fabrication de poutrelles en acier et de tabliers métalliques, de ponts et de structures semblables, ainsi que de stades et autres infrastructures sociales.

FAITS SAILLANTS**Canam est un acteur de la construction non résidentielle aux États-Unis appelé à prendre de l'expansion**

Les volumes de 2014 sur le marché non résidentiel des États-Unis étaient encore à 45% du dernier sommet de 2007. Comme 78% de ses commandes doivent être réalisées aux États-Unis, Canam est particulièrement bien placée pour profiter d'une reprise de la construction non résidentielle dans ce pays. De plus, l'accroissement de l'activité aux États-Unis atténue les pressions concurrentielles et permet de hausser les prix. Par ailleurs, le Canada intéresse moins les concurrents américains du fait d'un taux de change défavorable.

Amélioration de la marge bénéficiaire

Canam a affiché une rentabilité en hausse au T2 2015, la marge BAIIA ayant été de 7.2% contre 5.7% au T2 2014 suite à des hausses de prix instaurées en 2014 et à un accroissement des taux d'utilisation. La rentabilité des secteurs poutrelle d'acier/tablier métallique et charpente lourde a augmenté, la baisse des FVGA (7.0% au T2 2015 contre 7.9% au T2 2014) ayant en outre contribué à élargir la marge BAIIA. Nous prévoyons toujours une progression des marges de tous les secteurs.

Un carnet des commandes qui bénéficiera d'importants contrats au T3

Le carnet des commandes était stationnaire à \$1.1 milliard à la fin du T2, mais ne tenait pas compte du projet du Pont Champlain (\$225 millions) ni du contrat récemment signé pour le Pont Kennedy (entre \$25 millions et \$30 millions), ce qui augmentera la valeur des commandes de 25% environ au T3 2015.

L'échéance de débetures convertibles en octobre sera un soulagement

Les débetures convertibles de \$69 millions de Canam (prix de conversion : \$12) arrivent à échéance en octobre. Comme le bénéfice devrait continuer de monter, nous croyons que ce fardeau s'envolera bientôt et comme le cours de l'action est supérieur au prix de conversion, nos estimations pour le T4 2015 se fondent sur l'ajout de 5.75 millions d'actions.

FACTEURS DE RISQUE

Les risques suivants pourraient influencer sur notre cours cible: 1) la diminution et le sous-financement des projets de construction; 2) des fluctuations importantes et rapides du prix de l'acier; 3) des impacts non financiers sur le secteur de la construction dans les principaux marchés de Canam.

ÉVALUATION

Canam se négocie à un ratio VE/BAIIA 2016e de 6.3 et à 10.5 fois le BPA pour 2016, ce qui reste inférieur à ses moyennes sur 5 ans de 7.2 et 13, respectivement. Pour obtenir notre cours cible de \$19.00, nous avons appliqué un ratio VE/BAIIA de 7.5 à nos estimations pour 2016. CAM reste sur la liste Actions de FBN.

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 déposé de telles participations ou positions. Ces personnes peuvent à tout moment effectuer des ventes et/ou des achats à l'égard des titres ou instruments financiers 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 titres ou instruments financiers 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.

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.nbcn.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 Légal/Politique d'intimité (lien ci-joint)

<http://www.nbcn.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.nbcn.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: Canam Group Inc.

Pierre Thabet est un membre du conseil d'administration ou un dirigeant de cet émetteur. Pierre Thabet est un membre du conseil d'administration ou un dirigeant de cet 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.

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



7 octobre 2015

CAS (TSX) **\$8.77**
COURS CIBLE: **\$10.00**
RENDEMENT POTENTIEL: **15.8%**

Fourchette 52 semaines	\$5.64 - \$9.22
Actions en circulation (M)	94.5
Capitalisation boursière (M)	\$829

(Ex.: Déc.)	2014A	2015E	2016E
Chiffre d'affaires (M)	\$3,561	\$3,730	\$3,816
BAlIA ajusté (M)	\$340	\$376	\$400
VE/BAlIA	7.4x	6.7x	6.3x
BPA ajusté (ap. dilution)	\$0.21	\$0.81	\$0.83
C/B	41.8x	10.9x	10.6x

Au 30 juin 2015

Dettes totales (M)	\$1,717
Dettes nettes (M)	\$1,693
Dettes nettes/BAlIA (12 derniers mois)	4.7x
Dettes nettes/Capital	63%
Dividende	\$0.16
Rendement du dividende	1.8%

Sources: Rapports de la société, estimations FBN

**Leon Aghazarian, M.Sc.**

514.879.2574; leon.aghazarian@nbc.ca

Adjoint: Frederic Tremblay, M.Sc., CFA

514.412.0021; frederic.tremblay@nbc.ca

Adjoint: Connor Sedgewick

514.390.7825; connor.sedgewick@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 mouchoirs et les emballages, (cartons plats Europe, cartons-caisses et produits spécialisés). Fondée en 1964 par la famille Lemaire, la société a son siège au Québec et emploie actuellement au-delà de 11,000 personnes dans plus de 90 établissements.

FAITS SAILLANTS**De récentes initiatives portent leurs fruits**

Au cours des derniers trimestres, le groupe Cartons-caisse de Cascades a fortement contribué à accroître la rentabilité de l'entreprise, ce groupe assurant désormais plus de 50 % du BAlIA consolidé. Pour la suite, nous prévoyons qu'à court terme le secteur conservera toute sa vigueur du fait de la forte demande, des heureuses retombées de la baisse du dollar canadien par rapport au dollar américain et du coût peu élevé des vieux emballages de carton ondulé.

L'élan dans le groupe Cartons-caisse devrait se poursuivre

Au cours des derniers trimestres, le groupe Cartons-caisse de Cascades a fortement contribué à accroître la rentabilité de l'entreprise, ce groupe assurant désormais plus de 50 % du BAlIA consolidé. Pour la suite, nous prévoyons qu'à court terme le secteur conservera toute sa vigueur du fait de la forte demande, des heureuses retombées de la baisse du dollar canadien par rapport au dollar américain et du coût peu élevé des vieux emballages de carton ondulé.

Le groupe Papiers-tissu éprouve toujours des difficultés, mais les efforts récents devraient aider

La rentabilité de ce groupe est en perte de vitesse, la marge BAlIA s'établissant à 7% depuis le début de l'année, après avoir été de 13% en 2013. Aux dires de la direction, c'est la hausse temporaire des frais de démarrage qui est essentiellement à l'origine de cette baisse et, par conséquent, les marges devraient se rétablir, du moins en partie. Vu les pressions incessantes exercées par la concurrence, nous croyons que pour retrouver la marge visée de 13%, il pourrait falloir des majorations de prix, un encadrement des coûts et des innovations en matière de produits.

La participation dans Boralex n'est pas à vendre pour le moment; de toute façon, la dette baisse

Cascades n'a toujours pas l'intention de céder sa participation dans Boralex de sitôt. La dette pourrait néanmoins diminuer de \$100 millions par an grâce à une hausse de la rentabilité future et à une baisse des dépenses d'investissement à engager (\$150 millions).

ÉVALUATION

Notre cours cible de \$10.00 repose sur une analyse de la somme des parties qui utilise des ratios inférieurs à ceux des sociétés comparables.

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 déposé de telles participations ou positions. Ces personnes peuvent à tout moment effectuer des ventes et/ou des achats à l'égard des titres ou instruments financiers 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 titres ou instruments financiers 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.

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.nbcn.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 Légal/Politique d'intimité (lien ci-joint)

<http://www.nbcn.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.nbcn.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 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.



5 octobre 2015

GIB.A (T); GIB (N) **\$48.70; US\$37.16**
COURS CIBLE: **\$58.00**
RENDEMENT POTENTIEL: **19%**

Fourchette 52 semaines	57.69 - 36.35
Actions en circulation (M)	313.3
Flottant	\$10,685
Capitalisation boursière (M\$)	\$15,259

Clôture de l'exercice: 30 septembre

(CAD)	2014	2015E	2016E
Chiffre d'affaires (M)	\$10,500	\$10,127	\$10,239
BAIIA (M)	\$1,846	\$1,875	\$1,976
BPA ajusté	\$2.83	\$3.06	\$3.36
FPE (M)	\$1,175	\$1,186	\$1,458
FT disponibles (M)	\$842	\$918	\$1,139
FT disponibles / action	\$2.64	\$2.85	\$3.57

Liquidités et placements CT (M)	\$265
Dette totale (M)	\$2,095
Dette nette (M)	(\$1,830)
Encaisse par action	(\$5.84)
VCPA	\$18.48
Valeur d'entreprise (M)	\$17,090

Daily | GIB:A-T CGI Group Incorporated C: 48.62 Chg: -1.61



Source: Thomson ONE

Kris Thompson, MBA - (416) 869-8049
 kris.thompson@nbc.ca

Adjoint:

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

Cote: Rendement supérieur**Risque: Moyen**

Logiciels et services informatiques: Surpondérer
(Groupe Économie et Stratégie FBN)

Groupe CGI Inc.**PROFIL DE LA SOCIÉTÉ**

Le Groupe CGI Inc. a été fondé en 1976. À l'échelle mondiale, c'est la cinquième société indépendante en technologies de l'information (TI) et en gestion des processus d'affaires. Quelque 68,000 professionnels servent des milliers de clients dans le monde à partir de bureaux et centres de prestation répartis dans les Amériques, en Europe et en Asie-Pacifique, en leur proposant une gamme étendue de services haut de gamme de gestion et de conseil TI, d'intégration de systèmes, de développement et de maintenance d'applications, de gestion d'infrastructures, ainsi qu'un vaste éventail de solutions exclusives.

FAITS SAILLANTS

Société évoluant sur un énorme marché mondial. Selon une recherche menée par IDC en 2013, les dépenses en TI étaient estimées à US\$757 milliards aux États-Unis, à US\$693 milliards en Europe et à US\$65 milliards au Canada. Ces chiffres ne tiennent pas compte de la valeur des services déjà externalisés et font état d'un important marché potentiel inexploité pour les services d'impartition.

Une visibilité du chiffre d'affaires assurée par des contrats récurrents. CGI tire un peu plus de la moitié de son chiffre d'affaires de contrats d'impartition de longue durée en général, ce qui assure une forte visibilité du chiffre d'affaires. L'autre partie du chiffre d'affaires, qui provient des accords d'intégration de système et des services-conseils, est souvent liée à des contrats de longue durée et offre une visibilité acceptable. CGI se concentre sur la rentabilité de son chiffre d'affaires; bien que cette ligne de conduite ait réduit le chiffre d'affaires en 2015, le BAIIA est en hausse en dollars et les marges se sont élargies.

Une stabilité garantie par le carnet de commandes. CGI dispose d'un carnet de commandes de près de \$20 milliards, soit l'équivalent du chiffre d'affaires de deux ans environ. La société affiche généralement un ratio nouveaux contrats/facturation supérieur à 1 sur une période de 12 mois. Bien que les nouveaux contrats puissent varier d'un trimestre à l'autre, le ratio supérieur à 1 sur 12 mois dénote une forte activité opérationnelle (notamment avec la disparition des contrats peu rentables hérités d'acquisitions).

Une rentabilité de calibre mondial. CGI maintient des marges BAII parmi les plus élevées du secteur en se focalisant sur le résultat net. Les salariés sont rémunérés en fonction des profits et non de la croissance du chiffre d'affaires.

Des rentrées qui facilitent le rachat d'actions et les opérations de fusion-acquisition. CGI sait comment générer des flux de trésorerie. La société est particulièrement reconnue pour ses rachats d'actions avec ses programmes d'offre publique de rachat dans le cours normal des activités. Les acquisitions constituent l'un des principaux axes de la stratégie de croissance de la société. Nous nous attendons à ce que la société fasse d'autres fusions-acquisitions lorsque sa valorisation deviendra plus raisonnable. CGI se concentre beaucoup sur les opérations génératrices de valeur.

ÉVALUATION

L'action pourrait fléchir à brève échéance, mais elle reste un bon placement. Notre cours cible inchangé de \$58 correspond à un ratio C/B de 17 environ selon nos estimations pour 2016. Il est peu probable que ce ratio augmente tant qu'il n'y aura pas croissance endogène du chiffre d'affaires.

FACTEURS DE RISQUE

Notre cours cible de \$58 par action équivaut à environ 17 fois les bénéfices que nous estimons pour 2016. Il est peu probable que ce ratio monte davantage tant que le chiffre d'affaires d'origine endogène ne s'améliorera pas.

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 titres ou instruments financiers 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 titres ou instruments financiers 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.

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.nbcn.ca/cmst/site/index.ihml?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.nbcn.ca/cmst/site/index.ihml?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.nbcn.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 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 septembre 2015

CCA (TSX) \$65.65
COURS CIBLE: \$80.00
RENDEMENT POTENTIEL: 24.0%

Données boursières

Fourchette 52 semaines (CAD) \$77.02 - \$54.90
 Bloomberg/Reuters: CCA CN;CCA TO

(Ex. 31 août)	2014a	2015e	2016e
Ch. d'affaires (M)	\$1,947.6	\$2,043.0	\$2,158.4
BAIIA (M)	\$893.4	\$931.7	\$978.6
VE/BAIIA	6.6x	6.3x	5.9x
BPA ajusté	\$4.30	\$5.03	\$5.84
Rendement FTD	8.5%	8.5%	10.4%
FTD par action	\$5.60	\$5.60	\$6.81

Données financières

31 mai 2015

Actions en circulation (M)	49.1
Actions e. c. après dilution (M)	49.1
Flottant (M)	22.5
Valeur marchande (M)	\$3,223
Dette nette (M)	\$2,857.0
Avoir des détenteurs d'actions ordinaires (M)	\$1,678.0
Dette nette / Capital	63.0%
VCPA / Cours/VCPA	\$34.29/1.9x
RFP 2014e	17.8%
Rendement du dividende	\$1.40/2.1%



Source: Thomson Reuters

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

Adjoint:
Piotr (Peter) Stusio, CFA
 514.879.2564
 piotr.stusio@nbc.ca

Cote: Rendement supérieur**Risque: Moyen**

Cote du secteur: Sous-pondérer
 (Groupe Économie et Stratégie FBN)

Cogeco Câble Inc.**PROFIL**

Cogeco Câble 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 (qui sort renforcée de l'achat de Peer 1 le 29 janvier 2013). Suite au rachat d'Atlantic Broadband (le 30 novembre 2012), la société offre également des services de câble aux États-Unis. La société mère COGECO Inc. détient 32.2% du capital de CCA et contrôle 82.6% des droits de vote. La famille Audet détient 16.3% du capital de COGECO Inc. et contrôle 71.6% des droits de vote. Rogers Communications Inc. détient 35.5% de CGO et 21.9% de CCA.

FAITS SAILLANTS**La câblodistribution au Canada stimule les résultats**

Cogeco Câble (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 de ses concurrentes canadiennes plus grandes, la société ne fournit pas de services de téléphonie mobile et ne détient pas d'unité de production de contenu.

Résistance à l'évolution de la concurrence du secteur des télécommunications et augmentation des marges au Canada

Même si Bell continue de lancer ses services de télévision sur IP dans le cadre de son offre groupée améliorée et fait donc des incursions dans la clientèle de Cogeco, celle-ci est en bonne position pour tirer profit de son réseau à large bande de qualité supérieure. Les pressions exercées par Bell et par la substitution en cours des services sans fil se sont faites de plus en plus lourdes ces derniers trimestres et la croissance du chiffre d'affaires a ralenti, mais les marges restent impressionnantes. Elles se maintiennent au-dessus de 51% et ont légèrement progressé grâce aux efforts pour réduire les coûts et à des changements dans les offres.

Les Services aux entreprises devraient améliorer leur croissance et générer des FTD en 2016.

Avec l'intégration de Peer 1 et le règlement des problèmes de facturation, le chiffre d'affaires des Services aux entreprises devrait progresser d'un peu moins de 10% en 2015 et de plus de 10% par après. Tout semble indiquer que les marges progresseront régulièrement et dépasseront 34% pour l'exercice 2014 et que les flux de trésorerie deviendront positifs après 2015, quand il faudra augmenter les dépenses en immobilisation pour achever un nouveau centre de données.

Atlantic Broadband profite de l'intérêt pour les offres groupées et de petites 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% à ABB. Le nouveau produit TiVO, qui arrivera sur certains marchés en octobre, devrait également contribuer à faire croître le PMPA et réduire les pertes d'abonnés. En ce qui concerne les acquisitions, Cogeco a bien fait comprendre que l'achat d'Atlantic Broadband représentait ses premiers pas sur le marché américain et que d'autres petites fusions-acquisitions complémentaires étaient à attendre. Le 8 juin 2015, Cogeco a acquis MetroCast, une société du Connecticut, au coût de US\$200 millions (3.7 fois le chiffre d'affaires et 7.9 fois le BAIIA ajusté). L'opération devrait être conclue au cours du T3 2015.

FACTEURS DE RISQUE

Malgré nos espoirs pour Cogeco Câble, 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. Il faut aussi prendre en compte la banalisation accrue du segment inférieur des services aux entreprises.

ÉVALUATION**Cote Rendement supérieur et cours cible de \$80.**

Notre cours cible est fondé sur la moyenne de notre estimation des flux de trésorerie actualisés avec les résultats de 2015 et de la VAN de 2016, ce qui donne un ratio VE/BAIIA de 7.0 pour 2015E, de 6.7 pour 2016E et de 6.2 pour 2017E.

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 titres ou instruments financiers 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 titres ou instruments financiers 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.

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.nbcn.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 Légal/Politique d'intimité (lien ci-joint)

<http://www.nbcn.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.nbcn.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 Cable Inc.

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.



8 octobre 2015

Cote: Rendement supérieur Risque: Moyen

Distribution alimentaire: Sous-pondérer
(Groupe Économie et Stratégie FBN)

Empire Company Ltd.

EMP.A (TSX) **\$27.18**
COURS CIBLE: **\$32.67**
RENDEMENT POTENTIEL: **22%**

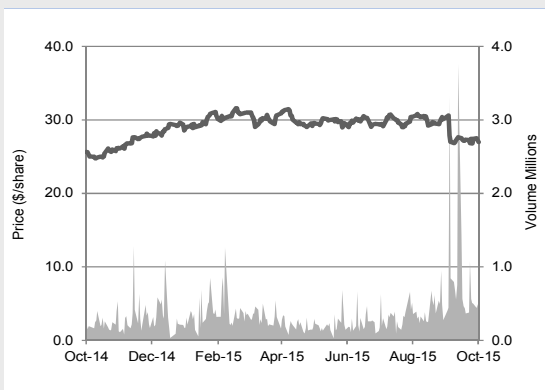
Fourchette 52 semaines	\$31.98 - \$24.47
Actions en circulation (M)	277.5
Flottant	85%
Capitalisation boursière (M\$)	7,542

Clôture de l'exercice: 31 mai

	2015A	2016E	2017E
Ventes (M)	\$23,929	\$24,031	\$24,391
BAIIA	\$1,326	\$1,285	\$1,404
BPA (ap. dilution)	\$1.86	\$1.80	\$2.14
C/B	\$15	\$15	\$12.68
VE/BAIIA	7.2x	7.4x	6.8x

Au T1 2016

Encaisse (M)	\$384
Dette totale (M)	\$2,272
Dette nette (M)	\$1,888
Dette/Capital	24%
VCPA	\$21.90
Dividende	\$0.40
Rendement du dividende	1.5%



Source: Thomson, NBF

Vishal Shreedhar

416.869.7930

vishal.shreedhar@nbc.ca

Adjoint:

Ryan Li

416.869.6767

ryan.li@nbc.ca

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

Mise en œuvre réussie des mesures TI et SAP

Suite à l'acquisition de Canada Safeway, Empire a connu des problèmes avec ses systèmes TI et l'intégration de ses processus; ces problèmes découlent notamment de la façon dont le personnel utilisait de nouveaux outils pour gérer les activités de Canada Safeway. La société a déjà attribué les ressources nécessaires (en particulier au chapitre de la formation et de la réorganisation) pour s'attaquer à ces difficultés. La capacité de corriger les lacunes initiales en TI sera de la première importance pour rassurer les investisseurs.

Analyse du bilan et de l'affectation des fonds propres

Empire continue de se désendetter grâce à de solides flux de trésorerie disponibles. Le ratio dette nette ajustée/ BAIIAL dans le secteur de la vente au détail de produits alimentaires est passé de 4.2 à moins de 3.5 depuis la clôture de l'acquisition de Canada Safeway. La direction se dit à l'aise avec le bilan; au chapitre des dépenses, la priorité ira au développement de l'entreprise (dans la rénovation des magasins essentiellement), puis au relèvement du dividende. Le rachat d'actions pour générer de la valeur est possible mais n'est pas en tête des priorités.

La marge BAIIA laisse à désirer

Bien que les gains de synergie de \$200 millions visés au cours des trois années suivant l'acquisition de Canada Safeway soient presque réalisés, la marge BAIIA d'Empire dans la vente au détail d'aliments est décevante; selon nos calculs, elle est inférieure de plus de 100 points de base au pourcentage escompté suite à l'acquisition de Safeway, à la cession d'actifs et à la rationalisation du réseau.

FACTEURS DE RISQUE

Le risque principal concerne l'intégration de Canada Safeway et la réalisation des gains de synergie prévus. De plus, la concurrence accrue dans le secteur pourrait peser sur la rentabilité.

ÉVALUATION

Maintien de la cote Rendement moyen; cours cible à \$32.67

Notre cours cible correspond à 7.5 fois notre BAIIA 2016-2017 des ventes d'épicerie au détail, 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 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 titres ou instruments financiers 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 titres ou instruments financiers 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.

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.nbcn.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 Légal/Politique d'intimité (lien ci-joint)

<http://www.nbcn.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.nbcn.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: The Jean Coutu Group Inc.

6 Financière Banque Nationale Inc. ou un membre de son groupe a entretenu avec cet émetteur une relation concernant des services autres que des services de banque d'investissement au cours des 12 derniers mois.

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



8 octobre 2015

GWO (TSX) **\$33.66**
COURS CIBLE: **\$35.00**
RENDEMENT POTENTIEL: **8%**

Données boursières

Fourchette 52 semaines	\$29.30 - \$37.70
Actions en circulation (M)	997
Capitalisation boursière	\$31,806
Dividende trimestriel	\$0.33
Rendement du dividende	4.1%
Cours / Valeur comptable	1.7x
Pondération dans S&P/TSX	0.56%

Ex.: 31 déc.	2014A	2015E	2016E	2017E
BPA (excl. conv. parts)	\$2.55	\$2.69	\$2.79	\$3.10
Croissance a/a	15%	6%	4%	11%
BPA de base	\$1.95	\$2.03	\$2.19	\$2.48
Croissance a/a	7%	4%	8%	13%
Dividende	\$1.23	\$1.30	\$1.35	\$1.41
Actions après dilution	1,000	998	997	997
Valeur comptable par action	\$16.80	\$19.89	\$21.56	\$23.24
Cours/Valeur comptable	1.90x	1.60x	1.48x	1.37x
Cours/Bénéfice de base	16.3x	15.7x	14.6x	12.9x
Bénéfice net affér. act. ord.	2,546	2,685	2,780	3,085
Bénéfice d'exploit. de base				
Canada	1,269	1,260	1,407	1,562
Etats-Unis	387	425	445	523
Europe	879	930	1,000	1,112
Société	(24)	(21)	(17)	(20)
Bénéf. de base av. imp.	2,511	2,595	2,835	3,177
Impôts	(458)	(456)	(525)	(588)
Putnam (après imp.)	-	-	-	-
Irish Life Group (après imp.)	28	16	-	-
Part. min. et divid. privil.	(126)	(131)	(128)	(117)
Bénéf. de base apr. imp.	1,955	2,024	2,182	2,472



Peter Routledge
 (416) 869-7442
 peter.routledge@nbc.ca

Adjoint:
Parham Fini
 (416) 869-6515
 parham.fini@nbc.ca

Adjoint:
Paul Poon
 (416) 507-8006
 paul.poon@nbc.ca

Cote: Rendement Inférieur Risque: Inférieur à la moyenne

Assurances: Surpondérer
 (Groupe Économie et Stratégie FBN)

Great-West Lifeco

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.

PLACEMENT – POINTS SAILLANTS

Justification de la cote Rendement inférieur. GWO doit affronter plusieurs vents contraires sur le plan opérationnel qui freineront la progression de ses bénéfices à brève échéance. La société a annoncé un important (et coûteux) programme de restructuration visant à transformer sa plateforme de services de retraite aux États-Unis, Empower Retirement, afin d'en accroître l'efficacité et l'efficacité à long terme. Par ailleurs, Putnam Investments continue d'afficher un faible bénéfice de base et des pertes nettes en comptabilité IFRS, malgré le transfert de ses services de retraite déficitaires à Great-West Financial et la suppression d'ajustements à la juste valeur de paiements fondés sur des actions des états financiers de Putnam en IFRS. En dépit d'un rendement favorable des fonds, nous ne prévoyons pas un déplacement de la demande en faveur de Putnam étant donné que les investisseurs se tournent vers des produits de gestion passive. Ces facteurs négatifs nous contraignent à maintenir la cote Rendement inférieur.

Plateforme enviable au Canada. GWO bénéficie d'une excellente présence sur le marché dans tous les secteurs de l'assurance au Canada, y compris les rentes et les fonds distincts. Cette présence a permis à sa plateforme canadienne d'afficher un rendement des fonds propres à deux chiffres au cours des quatre derniers trimestres et une croissance des bénéfices à un chiffre dans le milieu de la fourchette sur cette période.

Frais de restructuration d'Empower Retirement aux États-Unis. Lors de la téléconférence sur les résultats du T2 2015, GWO a annoncé un plan sur plusieurs années visant à intégrer et à simplifier sa plateforme de services de retraite aux États-Unis, Empower Retirement, ce qui occasionnera une charge de restructuration de \$150 millions. Bien que la société s'attende à ce que cette initiative augmente les bénéfices grâce à des économies d'échelle, à des synergies de coût et à une pénétration du marché, la direction n'a pas donné d'indication sur ce que son investissement rapportera en volume, en portée ou dans le temps.

Perspectives mitigées en Europe. L'année dernière, Irish Life Group (ILG) a battu les projections initiales de GWO en dépassant de 10% les gains de synergie visés par la direction. ILG est une plateforme de croissance prometteuse malgré les inquiétudes que la croissance économique suscite en Irlande. En revanche, le secteur des rentes de GWO au Royaume-Uni continue d'écooper depuis les modifications apportées en avril 2015 aux règles fiscales qui régissent l'accès des retraités du pays à des régimes à prestations déterminées (modifications annoncées en mars 2014). Les activités de rentes de GWO au Royaume-Uni ont affiché une baisse des souscriptions dans les deux chiffres en glissement trimestriel chaque trimestre entre le T1 2014 et le T1 2015. GWO a réagi en proposant une nouvelle gamme de produits de « prélèvement ». Nous nous attendons à ce qu'il faille du temps avant que ces nouveaux produits soient acceptés par le marché, mais la croissance trimestrielle soutenue des souscriptions au Royaume-Uni allégera le fardeau qui pèse depuis longtemps sur la valorisation de GWO.

FACTEURS DE RISQUE

Plusieurs facteurs opérationnels négatifs chez Putnam et Empower Retirement ralentiront la croissance des bénéfices à brève échéance. À longue échéance, les bénéfices de GWO pourraient être compromis par les risques de crédit auxquels la zone euro est exposée. De plus, une période prolongée de bas taux d'intérêt pourrait réduire la rentabilité à long terme de GWO.

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.

Analyses 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 déposé de telles participations ou positions. Ces personnes peuvent à tout moment effectuer des ventes et/ou des achats à l'égard des titres ou instruments financiers 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 titres ou instruments financiers 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.

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.nbcn.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 Légal/Politique d'intimité (lien ci-joint)

<http://www.nbcn.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.nbcn.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.

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 septembre 2015

IGM (TSX) **\$35.45**
COURS CIBLE: **\$42.00**
RENDEMENT POTENTIEL: **24.8%**

Fourchette 52 semaines	\$34.02 - \$52.94
Actions en circulation (M)	247.5
Capitalisation boursière (M)	\$8,773

Clôture de l'exercice: 31 décembre

(M\$)	2015E	2016E	2017E
Frais de gestion	\$2,063	\$2,158	\$2,292
Revenus totaux	\$3,046	\$3,167	\$3,352
Charges d'exploitation	(\$1,635)	(\$1,719)	(\$1,811)
BAIIA Gestion de patrimoine	\$1,411	\$1,447	\$1,541
Bénéfice net de base	\$805	\$830	\$903
BPA de base (dilué)	\$3.23	\$3.35	\$3.64
Cours / Bénéfice	11.0x	10.6x	9.7x
BAlIa par action	\$5.21	\$5.35	\$5.69
Cours / BAlIa	6.8x	6.6x	6.2x

Données financières (trimestre clos le 30 juin 2015)

Valeur comptable par action	\$18.84
Cours / Valeur comptable	1.9x
Dividende trimestriel (déclaré)	\$0.5625
Rendement du dividende	6.3%
Ratio de distribution	76.0%



Shubha Khan

416.869.6425

shubha.khan@nbc.ca

Adjoint:

Jaeme Gloyn, CFA

416.869.8042

jaeme.gloyn@nbc.ca

Cote: Rendement moyen**Risque: Moyen**Sociétés financières diversifiées: Équipondérer
(Groupe Économie et Stratégie FBN)

Société financière IGM Inc.

PROFIL

La Société financière IGM Inc. est l'une des plus grandes sociétés de gestion et de distribution de fonds communs de placement et de produits similaires au Canada, gérant plus de \$145 milliards au total. Elle exerce ses activités principalement par le Groupe Investors, la Corporation Financière Mackenzie et Investment Planning Counsel; elle fait elle-même partie du groupe de la Corporation Financière Power (TSX: PWF), qui possède 100% de son capital.

FAITS SAILLANTS

Le réseau de distribution exclusif et expérimenté de plus de 5,000 consultants ainsi que le vaste choix de fonds d'IGM devraient contribuer à compenser en partie les piètres rendements des fonds du secteur et la valorisation à prime des fonds.

Cependant, la dynamique des ventes dans le secteur et la rotation des actifs en faveur des actions ont souffert de la chute vertigineuse des prix du pétrole et des inquiétudes qui entourent la croissance mondiale, ce qui devrait continuer d'affecter les marchés boursiers.

Les économies d'échelle découlant d'un portefeuille géré totalisant plus de \$145 milliards et sa plateforme exclusive de distribution permettent à IGM d'afficher les meilleures marges BAlIa de son groupe de sociétés comparables.

FACTEURS DE RISQUE

La société a pris le temps et la peine de monter sa propre plateforme de distribution, ce qui explique selon nous son fort taux de conservation d'actifs, ses excellents honoraires de gestion moyens et ses marges bénéficiaires supérieures. Un effritement important de son réseau de conseillers serait donc préjudiciable pour son principal avantage concurrentiel. De plus, si les fonds d'IGM dégagent encore longtemps de piètres rendements, nous ne sommes pas sûrs que la solidité de sa plateforme de distribution suffira à compenser les rachats de parts de fonds.

ÉVALUATION

Notre cours cible de \$42 repose sur la somme de la valeur des parties. Nous appliquons un ratio VE/BAlIa cible de 7.0 aux prévisions combinées de 2016 et 2017 pour les activités de gestion de patrimoine d'IGM. Il est inférieur de 1.5 à sa moyenne historique. Le ratio cible d'IGM est inférieur à celui de CIX (9.0) et supérieur à celui d'AGF (4.0). Il reflète notamment une croissance de l'actif sous gestion à peu près conforme à la moyenne du secteur.

À 6.6 fois notre estimation du BAlIa de 2016, nous croyons que la valorisation actuelle reflète de manière adéquate les perspectives de croissance du bénéfice. À long terme, nous croyons qu'une évolution favorable des souscriptions dans les deux principales filiales rapprochera le titre du ratio de négociation moyen historique. Cependant, la valorisation actuelle semble tenir compte adéquatement des éventuels obstacles. Le rendement de 6.3% est en outre intéressant.

Nous attribuons au titre 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 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 déposé de telles participations ou positions. Ces personnes peuvent à tout moment effectuer des ventes et/ou des achats à l'égard des titres ou instruments financiers 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 titres ou instruments financiers 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.

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.nbcn.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 Légal/Politique d'intimité (lien ci-joint)

<http://www.nbcn.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.nbcn.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: IGM Financial Inc.

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.



8 octobre 2015

L (TSX) **\$66.79**
COURS CIBLE: **\$76.00**
RENDEMENT POTENTIEL: **15%**

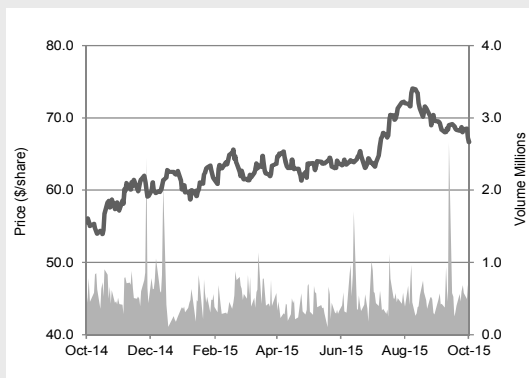
Fourchette 52 semaines	\$74.45 - \$53.26
Actions en circulation (M)	412.0
Flottant	57%
Capitalisation boursière (M\$)	\$27,517

Clôture de l'exercice: 31 décembre

	2014A	2015E	2016E
Ventes (M)	\$42,611	\$45,091	\$46,111
BAIIA	\$3,227	\$3,576	\$3,876
BPA (dilué)	\$3.14	\$3.47	\$4.20
C/B	21.3x	19.2x	15.9x

Au T2 2015

Encaisse (M)	\$1,337
Dette totale (M)	\$11,842
Dette nette (M)	\$10,505
Dette / Capital	44%
Valeur comptable par action	\$31.44
Dividende par action	\$1.00
Rendement du dividende	1.5%



Source: Thomson

Vishal Shreedhar
 416.869.7930
 vishal.shreedhar@nbc.ca

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

Cote: Rendement supérieur
Risque: Inférieur à la moyenne
 Détaillants en alimentation: Sous-pondérer
 (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 bannières 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**Intégration de Shoppers Drug Mart et efficacies à réaliser**

L'acquisition de Shoppers Drug Mart est une occasion en or qui s'offre. La société estime pouvoir réaliser des gains de synergie de \$300 millions d'ici à la fin de 2016. À notre avis, Loblaw dépassera son objectif, les progrès réalisés jusqu'ici dépassant les attentes. Loblaw devrait en outre tirer parti de synergies liées à des mesures TI, notamment avec l'implantation de SAP. Cette implantation devrait être parachevée avant la fin de 2015.

Plan de rationalisation des magasins/la conjoncture des épicerie demeure favorable

La direction fermera 52 magasins non rentables d'ici le T2 2016. Toutes choses étant égales par ailleurs, cette mesure représente un BAII annualisé de \$35-\$40 millions, ou une croissance de 1-2%, tandis que les ventes diminueront de \$300 millions, soit moins de 1%. La société comptabilisera une charge de \$120 millions (dont \$45 millions ont été réalisés au T2 2015). Nous pensons que le marché de l'épicerie demeure propice compte tenu de l'inflation favorable (stable ou en léger recul à court terme) et de la faible croissance de la surface commerciale au sein de l'industrie.

Mise à jour légèrement positive des prévisions de la direction

La direction a émis des commentaires favorables à l'égard des perspectives à court terme. Par exemple, elle a augmenté ses objectifs de gains de synergie pour 2015 à plus de \$100 millions comparativement à près de \$100 millions auparavant; FBN maintient son estimation de \$115 millions. La société a devancé son objectif de désendettement du T1 2016 à 2015, ce qui signifie que les rachats d'actions de 2-3% pourront commencer plus tôt que prévu. Nous pensons que les rachats d'actions commenceront à compter du T4 2015.

FACTEURS DE RISQUE

Selon nous, les principaux risques pour Loblaw sont les conditions du secteur et l'exécution. Le remaniement des activités est de grande envergure actuellement à Loblaw et inclut des évolutions au siège social (accent particulier sur les TI) et l'intégration de Shoppers Drug Mart.

ÉVALUATION**Maintien de la cote Rendement supérieur; cours cible à \$76**

Notre cours cible est fondé sur la méthode de la somme des parties.

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 déposé de telles participations ou positions. Ces personnes peuvent à tout moment effectuer des ventes et/ou des achats à l'égard des titres ou instruments financiers 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 titres ou instruments financiers 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.

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.nbcn.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 Légal/Politique d'intimité (lien ci-joint)

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

Cliquez sur le lien ci-dessous pour connaître les informations particulières publiées par la société. <http://www.nbcn.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 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.



29 septembre 2015

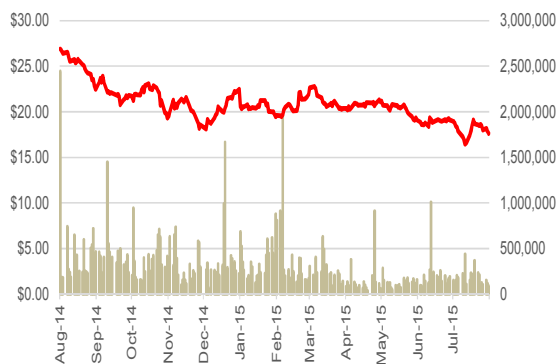
MTL (MTL-T) \$17.74
COURS CIBLE: \$20.00
DIVIDENDE: \$ 1.20
RENDEMENT POTENTIEL: 19.5%

Actions en circulation (M)	91.7
Capitalisation boursière (M)	\$1,681.9
Dette nette (M)	\$599.6
Valeur d'entreprise (M)	\$2,281.5
Fourchette 52 semaines	\$25.76 - \$16.45
Volume hebdomadaire moyen	1,442,852
Valeur comptable nette par action	\$5.19

Estimations	2014	2015E	2016E
Revenus (M)	\$ 1,427.9	\$ 1,258.3	\$ 1,476.1
BAIIA (M)	\$ 286.4	\$ 235.1	\$ 278.0
Flux de trésorerie/action	\$ 0.64	\$ 2.13	\$ 2.77
Dividende par action	\$ 1.20	\$ 1.20	\$ 1.20
Bénéfice par action	\$ 1.04	\$ 0.34	\$ 0.70

Évaluation	-	-	-
C/B	15.4x	16.8x	15.4x
VE/BAIIA	9.4x	8.6x	7.9x
VE/BAIIA cible	10.1x	9.3x	8.5x

En dollars canadiens, sauf mention contraire



Source: ThomsonONE, NBF

Greg Colman
greg.colman@nbc.ca
(416) 869-6775

Adjoints:
Andrew Jacklin
andrew.jacklin@nbc.ca
(416) 869-7571

Michael Storry-Robertson
(416) 507-8007
michael.storry-robertson@nbc.ca

Westley Macdonald-Nixon
(416) 507-9568
westley.macdonaldnixon@nbc.ca

Cote: Rendement moyen
Risque: Supérieur à la moyenne
Services à l'industrie pétrolière: Équipondérer
(Groupe Économie et Stratégie FBN)

Mullen Group Ltd.

PROFIL DE LA SOCIÉTÉ

Mullen Group Ltd. («MTL» ou «Mullen») a vu le jour en 1949 en tant qu'exploitation qui possédait un camion en Alberta et est devenue la deuxième entreprise de camionnage (selon le parc de véhicules) au Canada et le principal fournisseur de services de camionnage du secteur pétrolier et gazier du pays. Sa croissance s'est faite par voie d'acquisitions, les actionnaires ayant été récompensés par des rendements impressionnants sur cinq et dix ans égalant ou approchant les sommets des sociétés du même groupe. MTL exploite un réseau décentralisé de 25 entités actives, dont l'activité est répartie à peu près également entre le forage (transport de boues, de canalisations et d'appareils de forage), la production (transport de brut), les sables bitumineux (transport de brut lourd) et le camionnage (chargement complet, partiel, logistique). Bien armée défensivement et pilotée par une équipe de direction chevronnée, Mullen a tout ce qu'il faut selon nous pour profiter de la construction prévue d'infrastructures dans l'ouest du Canada dans les prochaines années.

FAITS SAILLANTS

Des antécédents faisant état d'une croissance qui génère de la valeur ... Au cours des 10 dernières années, MTL a acquis plus de 30 sociétés à un ratio moyen VE/BAIIA de 4.5. Les actionnaires ont de toute évidence profité de cette stratégie, le TCAC sur cinq et dix ans ayant été de 9.2% et 15.6%, respectivement, ce qui égale ou approche les sommets des grandes sociétés de services énergétiques comparables.

... suivant un modèle défensif ...

MTL dégage sans doute les marges sur le BAIIA les plus constantes parmi les sociétés que nous suivons grâce à un levier d'exploitation très faible dans sa structure de coûts. Mullen peut en outre compter sur une diversification à peu près égale des activités générant ses revenus: le forage, la production, les sables bitumineux/les infrastructures et l'économie en général.

... avec un jeu intéressant d'options à exploiter à long terme.

Nous constatons l'existence de plusieurs facteurs favorables à l'activité de Mullen à moyen et à long terme, soit (1) l'aménagement d'infrastructures de GNL; (2) la construction de pipelines en général; (3) les contraintes imposées au transport dans son ensemble, qui font monter les tarifs; et (4) la poursuite des opérations de fusion et d'acquisition.

FACTEURS DE RISQUE

Les écarts de prix dans le cas du pétrole lourd fluctuent de plus en plus depuis que les contraintes imposées à la capacité de transport ont une incidence sur l'économie du pétrole brut au Canada, et tout facteur qui influe sur la capacité/le désir des producteurs d'engager des dépenses a un effet défavorable sur le degré d'activité de MTL. Ce risque est atténué par les unités opérationnelles liées à la production (qui peuvent encore être très actives lorsque le nombre d'appareils de forage diminue sur le terrain) et à l'aménagement des infrastructures (qui viseront à alléger les contraintes imposées à la capacité de transport).

Selon des rapports récents, les camionneurs forment un groupe qui vieillit plus vite que le reste de la population active et il pourrait donc manquer de 25,000 à 33,000 chauffeurs en 2020, la pénurie la plus forte se faisant sentir en Alberta (où la demande devrait connaître la plus forte croissance). Comme le camionnage est au cœur de presque toutes les entités opérationnelles de Mullen, MTL devra chercher à atténuer les incidences négatives d'une diminution de la main-d'œuvre (hausse des coûts de la main-d'œuvre, orientation à la baisse des marges, entraves à la croissance) dans les prochaines années.

RECOMMANDATION

Nous considérons MTL comme une excellente occasion de placement, et croyons dans l'ensemble que la décision tient plus à savoir quand acheter le titre plutôt que s'il faut l'acheter. À long terme, nous jugeons vraisemblable de voir le cours de l'action se rapprocher de \$28, comme le laissent entrevoir notre analyse des flux de trésorerie actualisés et l'évolution récente de la progression de la valeur comptable corporelle de MTL qui, selon nous, est peu prise en considération par le marché, mais a tendance à récompenser l'investisseur patient.

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 titres ou instruments financiers 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 titres ou instruments financiers 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.

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.nbcn.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 Légal/Politique d'intimité (lien ci-joint)

<http://www.nbcn.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.nbcn.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 septembre 2015

POU (TSX) \$10.75
COURS CIBLE: \$24.00
RENDEMENT TOTAL: 123%

Données boursières T3 2015e

Fourchette 52 semaines (CA\$)	\$10.75 - \$66.37
Actions en circulation (M)	106.2
Flottant	51%
Dette nette (M)	\$1,723.0
Capitalisation boursière (M)	\$1,141.8
Valeur d'entreprise (M)	\$2,864.8

Production	2014	2015e	2016e
Pétrole et LGN (b/j)	6,114	19,320	26,910
Gaz naturel (Kp3/j)	110,460	173,880	189,540
bep/j (6:1)	24,524	48,300	58,500
% Gaz naturel	75%	60%	54%

Prix*	2014	2015e	2016e
WTI (US\$/b)	\$92.95	\$50.00	\$50.00
AECO (CA\$/Kp3)	\$4.24	\$2.75	\$3.10
Pétr. et LGN société (\$/b)	\$68.87	\$38.16	\$44.95
Gaz nat. société (\$/Kp3)	\$4.78	\$3.17	\$3.50
Tête du puits (\$/bep)	\$38.70	\$26.69	\$32.02

* Fourchette de prix à terme 2015-2016 (au 24/07/2015)

Estimations	2014	2015e	2016e
Flux de trésorerie (M)	\$141.0	\$179.8	\$353.9
FTPÀ dilués	\$1.39	\$1.70	\$3.37
Produit net (\$/bep)	\$14.69	\$10.17	\$16.25
Immobilisations (M)	\$833.1	\$394.5	\$400.0
Dette nette (M)	\$1,487.4	\$1,679.1	\$1,725.2

Évaluation	2014	2015e	2016e
C / FT	7.7 x	6.3 x	3.2 x
VE / FTCD	29.7 x	9.4 x	5.9 x
Dette nette / FT	10.6 x	9.3 x	4.9 x
VE / bep/j	\$254,032	\$54,694	\$45,946
C / VANPA	1.0 x		
VE / bep P+P	\$8.25		

Sources: Rapports de la société, estimations FBN



Source: Bloomberg

Brian Milne
 403.290.5625
 brian.milne@nbc.ca

Associate:
Chris Haughn
 403.290.5445
 christopher.haughn@nbc.ca

Cote: Rendement moyen
Risque: Supérieur à la moyenne
 Exploration et production de pétrole et de gaz: Équ pondéré
 (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 du Deep Basin dans le centre-ouest de l'Alberta. La société peut compter sur un conseil d'administration accompli et une équipe dirigeante chevronnée, qui comprend un vétéran du secteur, M. James (Jim) Riddell (président et chef de la direction).

THÈSE DE PLACEMENT

Vastes avoirs de qualité dans le Deep Basin : Paramount possède d'importants avoirs fonciers concentrés dans le Deep Basin, soit plus de 760 sections nettes donnant accès à plusieurs zones de certains gisements du bassin sédimentaire de l'Ouest canadien parmi les plus actuels et les plus prolifiques (gaz de Duvernay, Montney et Cretaceous).

Infrastructures en propre et contrats de service fermes : De récents agrandissements d'infrastructures (la capacité de traitement nette dépasse désormais 300 Mpi³/j) conjugués à d'importants contrats de service fermes devraient permettre à Paramount d'atteindre ses objectifs de croissance à long terme, tout en améliorant la dynamique des prix et des coûts.

Amélioration des perspectives de pérennité : Paramount pourrait connaître un désendettement marqué au cours de la période que nous couvrons (le ratio D/FT, estimé à 9.3 en 2015, passerait à 4.9 en 2016), les flux nets de trésorerie augmentant avec la forte progression des volumes, la hausse des prix obtenus et la baisse des coûts décaissés. De plus, le financement de la dette annoncé récemment améliore les perspectives de Paramount sur le plan des liquidités (une tranche de \$450 millions de la dette a été échelonnée jusqu'en 2023).

Antécédents probants et part élevée de propriété détenue par des initiés : Paramount a été fondée en 1974 et est cotée en bourse depuis 1978. Les initiés possèdent environ 50% des actions en circulation, ce qui donne toutes les raisons de croire que l'équipe dirigeante est à la fois motivée et fortement alignée sur les intérêts des actionnaires.

FAITS SAILLANTS

Les principaux avoirs de Paramount sont répartis entre quatre grandes zones : 1) l'unité opérationnelle Nord (Birch/Umbach, Liard), 2) l'unité opérationnelle Sud (Willesden Green), 3) l'unité opérationnelle de Grande Prairie (Karr/Gold Creek, Valhalla) et 4) l'unité opérationnelle de Kaybob (Kakwa, Musreau, Resthaven/Smoky).

Unité opérationnelle de Kaybob : Longeant le chenal riche en liquides sous pression du centre-ouest de l'Alberta, Kaybob, le principal actif de Paramount, est sans contredit l'un des biens les plus précieux du portefeuille de Paramount. On estime la production de cette propriété à 40 kbep/j (plus de 80% du volume total de la société au T2 2015) et les réserves prouvées et probables à plus de 300 Mbep (90% des réserves homologuées d'hydrocarbures classiques). En dépit du degré élevé de croissance affiché jusqu'à ce jour, ce gisement est loin d'être épuisé, comme en font foi les estimations nettes de gaz en place découvert dans Montney d'environ 22 Tpi³ (plus de 70 Gpi³ par section) et dans Cretaceous de plus de 10 Tpi³ (entre 40 et 160 Gpi³ par section) (avec des zones d'intérêt à forer pendant des décennies). En outre, cette propriété a donné lieu à plusieurs investissements stratégiques, notamment dans des installations de compression et de stabilisation des condensats.

Montney : Pour la suite, Montney restera l'une des principales cibles d'intérêt, dont la mise en valeur fera surtout appel à une technique de regroupement de puits (comptant généralement de 6 à 10 puits). Ces puits mobilisent passablement de capitaux (leur coût est estimé à \$10 millions, mais leur rentabilité reste robuste, étant donné les forts débits de gaz (environ 6 Mpi³/j après les 30 premiers jours de production) et les rendements élevés en condensats, qui tournent généralement autour de 150 b/Mpi³ (les LGN associés s'élèvent habituellement à 90 b/Mpi³).

ÉVALUATION

Notre cours cible repose sur une méthode qui ne tient compte que des flux de trésorerie et qui est corrélée à la valeur des actifs. Pour POU, notre cours cible se fonde sur un ratio VE/FTCD 2016e de 9.3 contre 10.3 pour les sociétés comparables (actualisé étant donné que la dette de la société est supérieure à la moyenne).

POU se négocie en ce moment à un ratio VE/FTCD 2016e de 5.9 et à \$46,000/bep/j contre 7.1 et \$36,000/bep/j pour les sociétés comparables.

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 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 titres ou instruments financiers 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 titres ou instruments financiers 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.

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.nbcn.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 Légal/Politique d'intimité (lien ci-joint)

<http://www.nbcn.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.nbcn.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. (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.



14 septembre 2015

QBR'b (TSX) **\$28.10**
COURS CIBLE: **\$41.00**
RENDEMENT POTENTIEL: **46.4%**

Données boursières

Fourchette 52 semaines (CAD) \$34.70 - \$24.57

Bloomberg/Reuters: QBR.B CN/ca;QBR.B

(Ex. 31 déc.)	2014a	2015e	2016e
Ch. d'affaires (M)	\$3,712.9	\$3,809.6	\$3,927.7
BAIIA (M)	\$1,406.6	\$1,407.6	\$1,521.7
BPA hors charg.	\$1.69	\$1.80	\$2.25
C/B	16.6x	15.6x	12.5x
VE/BAIIA*	6.4x	6.7x	6.0x
FTD (M)	\$214.0	\$183.4	\$360.6
FTD/action	\$1.74	\$1.49	\$2.94

* Selon dette nette prévue

Données financières **30 juin 2015**

Actions en circulation (M) 122.8

Valeur au marché (M) \$3,450.7

Dette nette + titres convertibles (M) \$5,138.2

Actions ordinaires (M) \$1,623.1

Dette nette/Capital 74.1%

VCPA / Cours/VCPA \$8.74/3.2x

RFP 2014e 14.0%

Dividende/Rendement \$0.14/0.5%



Source: Thomson Reuters

Adam Shine, CFA

514.879.2302

adam.shine@nbc.ca

Adjoint:**Piotr (Peter) Stusio, CFA**

514.879.2564

piotr.stusio@nbc.ca

Cote: Rendement supérieur

Risque: Supérieur à la moyenne

Services de télécommunications: Sous-pondérer
(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 81.07% par QBR et à 18.93% par La Caisse de dépôt et placement du Québec. Les Placements Péladeau Inc. contrôle 64.7% des droits de vote et 27.1% des actions de Québecor Inc.

FAITS SAILLANTS**Exploitation d'actifs câblés 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. Les pressions structurelles continuent de peser sur les résultats de la division Médias d'information, mais la restructuration entreprise atténue ces effets négatifs.

Vidéotron reste le moteur de croissance et une source de flux de trésorerie.

Bien que les produits arrivent à maturité et que la concurrence soit toujours plus féroce, les revenus des services de télévision de base sont parmi les meilleurs de tous les câblodistributeurs canadiens, le PMPA par foyer continue de croître grâce à la concentration des efforts de QBR pour vendre une offre multiproduits et à l'exploitation du contenu unique en langue française. La croissance des revenus devrait s'établir entre 0% et 5%, l'arrivée du nouvel iPhone le 28 mars devant entraîner une hausse du PMU des services sans fil et des gains d'abonnés, mais aussi une hausse des coûts d'acquisition par appareil. En ce qui concerne l'expansion de la société à l'échelle nationale dans le sans-fil, la direction continue d'étudier toutes les options, mais nous continuons de penser qu'elle conservera son spectre à l'extérieur du Québec uniquement à des fins d'investissement.

Le groupe Médias d'information face à l'évolution des tendances lourdes

Les secteurs Télédiffusion et Impression et distribution, qui représentent 22% environ du chiffre d'affaires consolidé et moins de 3% du BAIIA consolidé prévu pour 2015, souffrent du ralentissement du marché de la publicité et des nouveaux comportements des consommateurs qui obligent QBR à se lancer dans des restructurations incessantes pour contrer en partie les tendances lourdes qui pèsent sur son chiffre d'affaires. L'achat de Vision Globale a renforcé la diversification du secteur Médias d'information, mais cette acquisition a coûté cher et a eu un effet de dilution important pour les actionnaires minoritaires de TVA.

Québecor accroît peu à peu sa participation dans Québecor Média

Le 3 octobre 2012, QBR a porté sa participation dans QMI de 54.7% à 75.4%, quand la Caisse de dépôt a réduit sa participation à 24.6%. La valeur implicite de QMI était alors de \$6.1 milliards, avec un ratio de 6.8 fois le BAIIA des 12 derniers mois. Le 9 septembre 2015, la Caisse a de nouveau réduit sa participation dans QMI, cette fois à 18.93%, et la participation de QBR a grimpé à 81.07% tandis que la valeur implicite a bondi à \$7.1 milliards avec un ratio de 8.3 fois le BAIIA des 12 derniers mois, ou de 8.0 fois après prise en compte de la valeur des licences du spectre sans fil à l'extérieur du Québec.

FACTEURS DE RISQUE

Les principaux risques auxquels fait face Vidéotron comprennent l'intensification de la concurrence de la part de Bell ainsi que le déploiement de son service de télévision sur IP. Notons que l'augmentation des dépenses en immobilisations nécessaires au renforcement du réseau de câblodistribution pourrait menacer notre évaluation actuelle. Nous ne pensons pas que Québecor s'aventurera à l'extérieur du Québec, mais, si elle le fait, cela aura des répercussions sur notre thèse de placement. Le groupe Médias continue de faire face à des défis structurels, et il reste à savoir si et quand une équipe de hockey de la LNH à Québec entrera dans l'équation.

ÉVALUATION**Nous cotons le titre QBR Rendement supérieur, avec un cours cible de \$41**

Notre cours cible, qui repose sur les valeurs de nos VAN 2016e, implique un ratio VE/BAIIA de 7.8 d'après nos estimations pour 2015, de 7.1 d'après celles de 2016 et de 6.4 d'après celles de 2017. Le titre QBR fait partie de la Liste Actions de FBN.

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 déposé de telles participations ou positions. Ces personnes peuvent à tout moment effectuer des ventes et/ou des achats à l'égard des titres ou instruments financiers 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 titres ou instruments financiers 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.

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.nbcn.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 Légal/Politique d'intimité (lien ci-joint)

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

Cliquez sur le lien ci-dessous pour connaître les informations particulières publiées par la société. <http://www.nbcn.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.

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 septembre 2015

Cote: Rendement moyen**Risque: Moyen**Pondération sectorielle: Sous-pondérer
(Groupe Économie et Stratégie FBN)

Rogers Communications

RCI.B (TSX) **\$43.61**
COURS CIBLE: **\$47.00**
RENDEMENT POTENTIEL: **12.2%**

Données boursières

Fourchette 52 semaines (CAD) \$47.50 - \$40.72

Bloomberg/Reuters: CAD RCI.B CN/ca; RCI.TO

(Ex. 31 déc.)	2014a	2015e	2015e
Revenus (M)	\$1,285.0	\$13,386.6	\$13,655.5
BAIIA (M)	\$5,019.0	\$5,071.1	\$5,166.7
BPA ajusté	\$2.96	\$2.87	\$2.94
C/B	14.7x	15.2x	14.8x
VE/BAIIA*	7.4x	7.5x	7.3x
FTD/action	\$2.8	\$3.0	\$2.5
Rend. FTD	6.4%	6.8%	5.6%

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

Données financières 30 juin 2015

Actions en circulation (M) 514.7

Flottant (M) 516.7

Valeur au marché (M) \$22,535.3

Dette nette (M) \$15,971.0

Actions privilégiées (M) -

Titrisations (M) -

Participation minoritaire (M) -

Actions ordinaires (M) \$5,468

Lever par société 3.2x

VCPA/Cours/VCPA \$10.62/4.1x

Dividende annuel (2014) 158.0%

Rendement du dividende 4%



Source: Thomson Reuters

Adam Shine, CFA

514.879.2302

adam.shine@nbc.ca

Adjoint:

Piotr (Peter) Stusio, CFA

514.879.2564

piotr.stusio@nbc.ca

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

Le taux d'attrition du sans-fil s'accroît et l'augmentation des abonnements est à la traîne au moment où une approche plus rigoureuse est adoptée.

Rogers tire toujours parti d'une pénétration accrue du téléphone intelligent auprès de sa principale base, constituée d'abonnés aux services facturés. TELUS présente le taux d'attrition le plus élevé depuis quelques années, mais celui de Rogers a augmenté dernièrement, au moment où la société fait preuve de plus de rigueur en se concentrant surtout sur les clients à valeur élevée sur le long terme. Après six trimestres de baisse du PMPA du fait de la baisse des tarifs d'itinérance et de l'adoption de plans tarifaires simplifiés, le PMPA des services facturés a effectué une remontée, toutefois modeste, depuis le T4 2014. Les efficacités réalisées grâce à l'implantation du réseau LTE et à la rigueur des dépenses de fidélisation devraient permettre une légère progression du BAIIA après le premier semestre 2015.

La suprématie de la câblodistribution en Ontario remise en cause par Bell.

Rogers est le deuxième câblodistributeur en importance au Canada, mais bon premier par le nombre d'abonnés aux services de télévision de base, plus de 90% de sa clientèle se trouvant 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. Cela dit, depuis le début de 2013, la société a subi des pertes plus élevées que prévu dans les services de télévision de base à la suite des promotions agressives de Bell, qui propose la substitution par le sans-fil, et de la reconquête de clients par Bell, qui ne cesse d'éroder la base de Rogers en téléphonie. L'avantage que représentent les services à large bande de Rogers et les gains réalisés auprès des petites et moyennes entreprises ont contribué à faire croître le nombre d'abonnés aux services Internet, mais ces gains ont tendance à diminuer de trimestre en trimestre.

Media progresse avec le contrat de la LNH mais le rendement de cet investissement reste à démontrer.

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. L'atonie du secteur publicitaire et les défis structurels posés à l'entreprise ont été éclipsés l'année dernière par la signature du contrat de 12 ans de la société avec la LNH, dont le potentiel de croissance est suivi de près.

FACTEURS DE RISQUE

La croissance économique au Canada et l'expansion provinciale de Rogers pourraient ralentir, 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 l'annulation d'abonnements aux services de télévision par câble ou la vogue des services d'entrée de gamme pénalisent les résultats. Enfin, il ne faut jamais oublier l'incidence que peuvent avoir la réglementation et l'intervention des autorités.

ÉVALUATION

Nous attribuons à Rogers la cote Rendement moyen, avec un cours cible de \$47.

Notre cours cible est fondé sur une moyenne après ajustement des flux de trésorerie actualisés de 2015 et 2016 et sur la moyenne de la VAN calculée pour 2015 et 2016 et sur des ratios VE/BAIIA implicites de 7.9 pour 2015, de 7.7 pour 2016 et de 7.5 pour 2017.

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 titres ou instruments financiers 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 titres ou instruments financiers 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.

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.nbcn.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 Légal/Politique d'intimité (lien ci-joint)

<http://www.nbcn.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.nbcn.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.

6 Financière Banque Nationale Inc. ou un membre de son groupe a entretenu avec cet émetteur une relation concernant des services autres que des services de banque d'investissement au cours des 12 derniers mois.

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



8 octobre 2015

Cote: Rendement moyen Risque: Moyen

Produits alimentaires, boissons et tabac: Sous-pondérer
(Groupe Économie et Stratégie FBN)

Saputo Inc.

SAP (TSX) **\$31.27**
COURS CIBLE: **\$35.00**
RENDEMENT POTENTIEL: **14%**

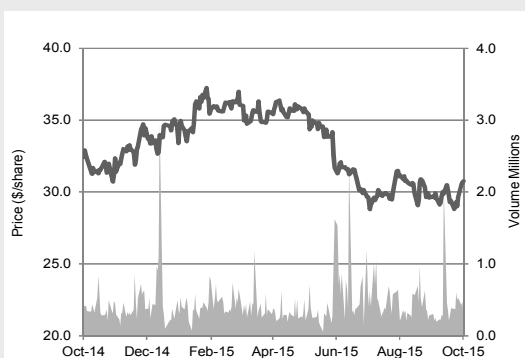
Fourchette 52 semaines	\$37.58 - \$28.43
Actions en circulation (M)	399.1
Flottant	65.4%
Capitalisation boursière (M)	\$12,480

Clôture de l'exercice: 31 mars

	F2015A	F2016E	F2017E
Ch. d'affaires (M)	\$10,657.7	\$11,166.9	\$11,725.5
BAIIA (M)	\$1,061.7	\$1,160.7	\$1,264.8
BPA ap. dilution	\$1.46	\$1.59	\$1.81
VE/BAIIA	21.5x	19.6x	17.2x
C/B	13.3x	12.2x	11.2x

Au T1 E2016

Liquidités (M)	\$177
Dettes totale (M)	\$1,870
Dettes nette (M)	\$1,693
Dettes nette/Capital	31.5%
Valeur comptable par action	\$9.22
Dividende	\$0.54
Rendement du dividende	1.7%



Source: Thomson, NBF

Vishal Shreedhar
 416.869.7930
 vishal.shreedhar@nbc.ca

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

PROFIL

Saputo produit, commercialise et distribue une vaste gamme de produits alimentaires, en particulier des produits laitiers tels que du fromage, du lait nature, des ingrédients laitiers et des petits gâteaux. Entreprise familiale à ses débuts, la société est devenue en 50 ans un transformateur laitier reconnu dans le monde.

FAITS SAILLANTS

La ratification prévue du Partenariat transpacifique par le Canada n'inquiète pas trop

Le 5 octobre 2015, un accord de principe est intervenu entre les douze pays participants. Les rapports du gouvernement révèlent que le Canada a fait quelques concessions à l'égard de son système de gestion de l'offre des produits laitiers. L'accès progressif à l'industrie laitière canadienne sans l'imposition de tarifs douaniers porte sur 3.25% de la production annuelle actuelle. Toutes les précisions n'ont pas été fournies; nous estimons cependant que la mise en œuvre du PTP aura une incidence légèrement négative qui, selon nous, pourrait être contrebalancée par des activités internationales.

Le contexte est difficile pour les produits de base, mais la direction reste optimiste

L'état très concurrentiel du marché et la faiblesse des prix des produits de base sur le marché international devraient persister jusqu'au début de l'année civile 2016; malgré cela, si on se tourne vers l'avenir, les progrès devant être réalisés grâce à des mesures d'efficacité et la possibilité de voir les prix des intrants baisser, en particulier dans le secteur international, devraient atténuer ces difficultés. Saputo s'attend en outre à ce que ses activités prennent du mieux au Canada.

Des possibilités d'acquisition toujours au programme

Saputo cherche toujours à faire des acquisitions dans le monde (Océanie, Amérique du Sud, États-Unis). À notre avis, vu la solidité de son bilan, Saputo peut viser une acquisition de plus de \$2 milliards sans avoir à émettre d'actions (selon la moyenne des paramètres d'acquisition).

FACTEURS DE RISQUE

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

ÉVALUATION

Maintien de la cote Rendement moyen; cours cible à \$35.00

Nous évaluons Saputo selon un ratio de 19.5 fois notre BPA estimatif pour l'exercice 2017.

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, équipondération 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 titres ou instruments financiers 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 titres ou instruments financiers 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.

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.nbcn.ca/cms/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.nbcn.ca/cms/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.nbcn.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.

Lino A Saputo, Jr. est un membre du conseil d'administration ou un dirigeant de cet émetteur.

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.



14 septembre 2015

Cote: Rendement moyen**Risque: Moyen**Cote du secteur: Sous-pondérer
(Groupe Économie et Stratégie FBN)

Shaw Communications Inc.

SJR.B (TSX) **\$25.59**
COURS CIBLE: **\$28.50**
RENDEMENT POTENTIEL: **16.0%**

Données boursières

Fourchette 52 semaines (CAD) \$31.93 - \$25.44

Bloomberg/Reuters: CAD SJR/B / SJR'B-T

Fin d'ex.: 31 août	2014a	2015e	2016e
Ch. d'affaires (M)	\$5,246.0	\$5,483.5	\$5,542.6
BAIIA (M)	\$2,262.0	\$2,384.0	\$2,433.4
BPA ajusté	\$1.78	\$1.85	\$1.81
C/B	14.4x	13.8x	14.1x
VE/BAIIA	7.1x	7.3x	7.0x
FTD/action	\$1.00	\$1.21	\$1.51
Rend. FTD	3.9%	4.7%	5.9%

Données financières

au 31 mai 2015

Actions en circulation (M)	472.0
Flottant (M)	419.7
Valeur de marché (M)	\$12,078.9
Dette nette selon le bilan (M)	\$5,335.0
Actions privilégiées (M)	\$293.0
Avoir des actionnaires ordinaires (M)	\$5,183.0
Levier par entreprise	2.3x
VCPA / Cours/VCPA	\$11.51/2.2x
RFP 2015e	15.5%
Dividende/Rendement	\$1.19/4.6%



Source: Thomson Reuters

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

Adjoint:
Piotr (Peter) Stusio, CFA
 514.879.2564
 piotr.stusio@nbc.ca

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 3.4 millions de clients abonnés aux services à domicile de télévision, Internet, téléphonie fixe, télécommunications et satellite. Elle exploite également le réseau de télévision classique Global TV et détient des participations dans 20 chaînes de télévision spécialisées par l'intermédiaire de Shaw Media.

FAITS SAILLANTS**Une croissance endogène plutôt faible face aux pressions de la concurrence.**

Outre l'arrivée à maturité de la câblodistribution de base, la concurrence accrue de TELUS ces dernières années, dont les services de télévision IP n'ont cessé de progresser avec les offres groupées liées au service Télé OPTIK, a eu pour effet de ralentir fortement la progression du chiffre d'affaires et du BAIIA de Shaw. Les prévisions pour 2015 parlent bien d'une croissance du BAIIA située dans le bas de la fourchette des 5% à 7%, mais l'activité endogène sous-jacente semble annoncer une stagnation du chiffre d'affaires et une progression du BAIIA de tout au plus 1%. La faiblesse des résultats prévue pour le premier semestre de 2015 devait permettre au second semestre de faire meilleure figure, mais bien que la croissance ait progressé, les données sur les abonnements ont déçu. Sans le programme des dépenses d'investissement accélérées, qui devrait se poursuivre en 2015, les FTD affichent une belle progression après ajustement, mais si l'on tient compte de tous ces investissements, les perspectives pour les FTD de la société paraissent plutôt stagner.

Les services satellite et média ont servi à édifier une entreprise canadienne basée sur la câblodistribution.

La câblodistribution, qui compte pour plus de 60% du chiffre d'affaires consolidé et près de 70% du BAIIA de Shaw, est complétée par le deuxième service de télévision directe par satellite au pays et l'une des principales plateformes médias au Canada. La société continue de composer avec l'érosion en cours des abonnements à la télévision par satellite, tandis que les services média font face à des difficultés croissantes du fait des changements qui se produisent en publicité et dans les habitudes du consommateur. Outre les solutions de contournement offertes dont il est fait grand bruit et qui pourraient faire grimper le nombre des désabonnements, la nouvelle réglementation du CRTC l'an prochain compte proposer aux Canadiens, du moins en théorie, davantage de souplesse quant à la façon de composer leur forfait télévision, ce qui est susceptible de réduire le nombre des services qu'ils achèteront.

L'acquisition de ViaWest ajoute un volet américain aux activités de la société.

La société exploitant le centre de données de Denver a été acquise au début de 2015. Son chiffre d'affaires d'environ US\$170 millions et son BAIIA de près de US\$70 millions, ainsi qu'un taux de change favorable, ont été le principal moteur de la croissance du chiffre d'affaires et des profits de Shaw cette année. En ce qui concerne les FTD, l'apport de ViaWest devrait sans doute se limiter à \$10 millions par an dans le proche avenir du fait d'investissements dans la croissance.

FACTEURS DE RISQUE

Le ralentissement possible de la croissance économique canadienne ou de l'expansion géographique de Shaw, les pressions exercées sur la câblodistribution par l'amélioration des offres groupées en télécommunication, le fait que Shaw ne propose pas de services sans fil et la substitution qui s'opère par le sans-fil, les pressions structurelles sur la télévision traditionnelle, en plus des craintes que suscitent les désabonnements au câble et la vogue des services d'entrée de gamme, ainsi que la hausse des coûts de programmation sont autant de facteurs à surveiller.

ÉVALUATION**Nous attribuons à Shaw la cote Rendement moyen, avec un cours cible de \$28.50.**

Notre cours cible est fondé sur la moyenne des flux de trésorerie actualisés après ajustement pour 2015 et de la VAN pour 2016 et les ratios VE/BAIIA implicites estimés à 7.8 pour 2015, à 7.6 pour 2016 et à 7.4 pour 2017.

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, équipondération 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.

Analyses 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 titres ou instruments financiers 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 titres ou instruments financiers 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.

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.nbcn.ca/cmst/site/index.ihml?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.nbcn.ca/cmst/site/index.ihml?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.nbcn.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 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 septembre 2015

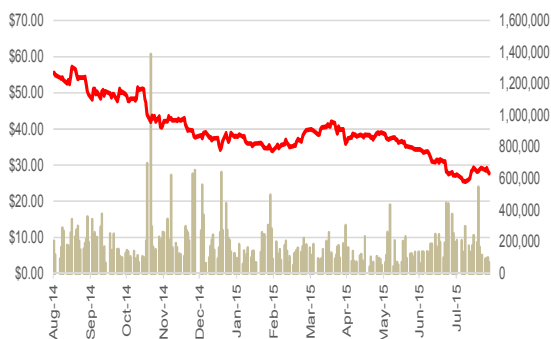
SCL (TSX) CA\$27.76
COURS CIBLE: CA\$37.00
RENDEMENT POTENTIEL: 35%

CA\$	
Haut - 52 semaines	\$57.17
Bas - 52 semaines	\$25.40
Actions en circulation (M)	65
Capitalisation boursière (M CA\$)	1,791

Clôture de l'exercice: 31 décembre

CA\$	2014a	2015e	2016e
Ch. d'affaires (M)	\$1,890.0	\$1,668.0	\$1,754.0
BAIIA aj. (M)	55.8	200.0	218.0
FPER/action	\$4.08	\$2.51	\$2.74
BPA	\$1.46	\$1.03	\$1.36
VE/BAIIA aj.		10.3	9.2

Au 30 juin 2015	CA\$
Encaisse (M)	\$165.4
Dette (M)	\$444.2
Dette nette (M)	\$278.9
Encaisse par action (après dil.)	\$2.56
VCP	\$15.76
Valeur de l'entreprise (M\$)	\$2,069.4



Source: ThomsonONE, NBF

Greg Colmangreg.colman@nbc.ca
(416) 869-6775**Adjoints:****Andrew Jacklin**andrew.jacklin@nbc.ca
(416) 869-7571**Michael Storry-Robertson**(416) 507-8007
michael.storry-robertson@nbc.ca**Westley MacDonald-Nixon**(416) 507-9568
westley.macdonaldnixon@nbc.ca**Cote: Rendement moyen****Risque: Supérieur à la moyenne**Exploration et production de pétrole et de gaz: Équipondérer
(Groupe Économie et Stratégie FBN)**ShawCor Limited****PROFIL**

- Présente dans le monde entier, ShawCor LTD. (SCL) a pour principale activité l'enduction de tuyaux et les services connexes. Actuellement, ShawCor compte huit entités fonctionnelles actives sur le marché de l'entretien des canalisations et des tuyaux ainsi que sur le marché des entreprises pétrochimiques et industrielles. Sa principale division, Bredero Shaw, est la plus importante entreprise autonome d'enduction de tuyaux du monde. L'enduction de tuyaux, qui sert à protéger contre la corrosion et d'autres processus de dégradation, est un aspect de plus en plus spécialisé des infrastructures pipelinaires étant donné les nouvelles sources de pétrole et de gaz et le besoin croissant d'assurer l'intégrité des canalisations à l'heure où les contrôles réglementaires se multiplient. ShawCor est un acteur de la scène internationale qui compte plus de 75 bureaux et installations et quelque 8,000 salariés dans le monde. La société est cotée en bourse depuis 1969.

FAITS SAILLANTS

- SCL réalise généralement entre 25% et 30% des projets d'enduction en cours dans le monde.
 - C'est aussi un chef de file dans ses autres divisions, puisqu'elle occupe le premier ou le deuxième rang dans la plupart de ses huit divisions.
 - Au fur et à mesure que la nouvelle production de pétrole s'oriente vers des sources moins classiques (exploitation en mer et en eau profonde, sables bitumineux), SCL s'adapte aux nouvelles exigences technologiques. La société compte plus de 430 brevets (obtenus ou en voie de l'être) et trois établissements de recherche et développement.
 - Nous croyons que ShawCor a la possibilité d'augmenter sensiblement son chiffre d'affaires par une croissance interne. Selon notre évaluation du marché, nous estimons les possibilités d'augmenter ses ventes à plus de \$4 milliards au cours de 4 à 5 prochaines années. Cette estimation tient compte de l'augmentation de la demande de tuyaux composite Flexpipe, de projets en mer et en eau profonde, d'utilisation de ses installations modulaires, de la demande accrue de produits tubulaires par l'industrie du pétrole et du gaz et de nouvelles méthodes d'isolation utilisées dans les sables bitumineux.
 - D'ici cinq à dix ans, la gestion de l'intégrité des canalisations de collecte aux États-Unis et au Canada pourrait en outre faire croître le chiffre d'affaires de \$3.5 milliards par an.

FACTEURS DE RISQUE

- ShawCor pourrait racheter d'autres sociétés en émettant des actions.
 - Sur le marché, les divisions commerciales de la société se maintiennent au premier ou au second rang et l'entreprise continue d'investir dans de nouvelles technologies pour conserver une longueur d'avance sur la concurrence. Toutefois, comme cette concurrence s'intensifie, SCL devra demeurer combattive.
 - Les prévisions économiques ne cesseront d'évoluer dans l'avenir prévisible. Les nôtres tablent sur une relative stabilité du prix du pétrole et une légère croissance économique. Si l'économie mondiale devait connaître un ralentissement marqué, nous serions obligés de revoir nos estimations à la baisse.

ÉVALUATION

ShawCor est une société chef de file dans le secteur avec des perspectives à long terme alléchantes. Nous pensons que les investisseurs patients seront récompensés compte tenu du cours actuel du pétrole. En outre, si SCL parvient à développer ses activités moins cycliques, la volatilité du titre devrait diminuer. Nous avons réduit dernièrement notre cours cible pour qu'il reflète le ralentissement des activités dû à la baisse des cours du pétrole. Cela dit, nous pensons que l'investisseur patient sera récompensé. Pour composer notre cours cible de \$37.00 (il était de \$50.00 auparavant), nous faisons participer à parts égales notre estimation des flux de trésorerie à long terme actualisés (coût moyen pondéré du capital de 10%) et un ratio VE/BAIIA 2016e de 9.5, ce qui donne un rendement total de 35%, dividende de 2.2% compris.

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.

Analyses 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 déposé de telles participations ou positions. Ces personnes peuvent à tout moment effectuer des ventes et/ou des achats à l'égard des titres ou instruments financiers 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 titres ou instruments financiers 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.

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.nbcn.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 Légal/Politique d'intimité (lien ci-joint)

<http://www.nbcn.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.nbcn.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: ShawCor Limited

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.



15 septembre 2015

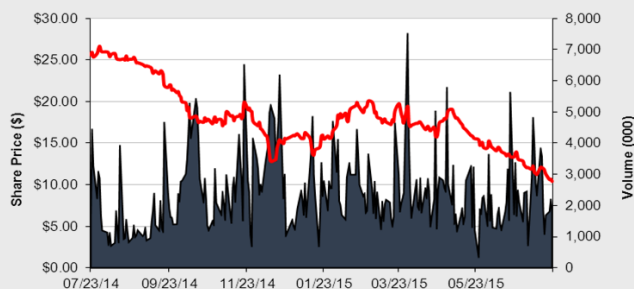
TCK'B-T	\$8.43
COURS CIBLE:	\$11.50
RENDEMENT POTENTIEL:	36%

Données du marché

Fourchette 52 semaines CA\$)	\$23.81 - \$7.08
Actions en circulation (M)	576.2
Actions après dilution (M)	593.2
Actions financées int. (M)	593.2
Capitalisation boursière (CA\$ M)	\$4.857
Fonds de roulement (CA\$ M)	\$2,418
Dette à long terme (CA\$ M)	\$8,653
Valeur de l'entreprise (CA\$ M)	\$11,092
Dividende annuel (CA\$)	\$0.30
Rendement du dividende (%)	3.5%

Sommaire	2013A	2014A	2015E
Production charbon (K t)	26,700	24,600	24,000
Production cuivre (t)	333,100	340,800	322,200
Production zinc (t)	937,100	980,000	904,400
Production plomb (t)	204,600	208,200	183,600
Production Mo (K lb)	5,800	4,700	5,200
Production argent (K oz)	21,000	21,600	22,000
Production pétrole (K b)	0	0	0

Situation financière	2013A	2014A	2015E
Chiffre d'affaires (CA\$ M)	\$8,599	\$8,056	\$7,909
BAIIA (CA\$ M)	\$2,348	\$2,435	\$2,184
Bénéfice net ajusté (CA\$ M)	\$382	\$419	\$264
FTE - avant fonds de roul. (CA\$ M)	\$2,004	\$2,124	\$1,849
BPA ajusté (US\$ M)	\$0.63	\$0.73	\$0.47
FTP (US\$)	\$3.48	\$3.69	\$3.21
VAN par action (CA\$)		\$14.05	



Source: Thomson ONE

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

Adjoint: Greg Doyle, CFA - (416) 869-6538
greg.doyle@nbc.ca

Cote: Rendement moyen
Risque: Supérieur à la moyenne
Métaux et minerais: Équ pondérer
(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. Son portefeuille énergétique comprend une participation de 20% dans le projet de sables bitumineux Fort Hills (exploité par Suncor Énergie, 40.8%) et une autre de 100% dans le projet de sables bitumineux Frontier.

FAITS SAILLANTS

Les cours du charbon ne soutiendront pas le chiffre d'affaires à court terme. L'accroissement de la production chinoise et les exportations australiennes faisant croître l'offre, des réductions additionnelles de la production seront nécessaires pour rétablir l'équilibre du marché. Face à l'état du marché du charbon métallurgique, la société avait annoncé une rotation des fermetures de ses différentes exploitations jusqu'à la fin du T3 2015. Nous nous attendons à ce que Teck limite sa production trimestrielle de charbon à coût élevé dans l'espoir de maintenir des marges d'exploitation positives.

La facilité de crédit servira à financer les créances et les obligations d'immobilisation. Teck a clos le T2 2015 avec des liquidités d'environ \$6.5 milliards à sa disposition : \$1.3 milliard en caisse et US\$4.2 milliards de crédit disponible (avec une tranche supplémentaire de US\$1.2 milliard échéant en juin 2017). La dette à long terme de la société s'élève à \$8.6 milliards, dont une tranche de \$1.2 milliard doit être remboursée entre le T3 2015 et 2017. Si les facilités de crédit de Teck sont reconduites au-delà de 2020, la société devrait disposer de liquidités suffisantes pour financer ses obligations d'immobilisation et ses obligations financières aux prix au comptant.

La notation de crédit est désormais de qualité inférieure. Moody a abaissé la cote de crédit de Teck pour la porter de Baa3 à Ba1 et a maintenu les perspectives négatives en invoquant la faiblesse prolongée du prix des matières premières et des dépenses d'investissement supérieures aux seuils généralement fixés pour les titres de première qualité, jusqu'en 2017. Bien que cette révision de la cote ne soit pas une surprise, elle aura pour effet de hausser les frais de refinancement à venir. Pour la suite, il faut s'attendre à ce que les autres grandes agences de notation emboîtent le pas et ramènent la cote de Teck au niveau d'un titre de qualité inférieure.

FACTEURS DE RISQUE

Ressources 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.

À court terme, la société tirera le gros de ses flux de trésorerie de ses mines de charbon, mais sa croissance future proviendra de projets à plus forte intensité de capitaux des secteurs du cuivre et de l'énergie (notamment QB2, Relincho et Fort Hills). Ces projets d'envergure exposeront Teck à l'inflation des coûts en capital et opérationnels et à d'éventuels retards des travaux d'aménagement; nous pensons cependant que ces projets seront retardés jusqu'à ce que les cours des métaux s'améliorent.

ÉVALUATION

Notre cours cible de \$11.50 repose à 50% sur la VAN, à 50% sur un ratio VE/FT 2015e de 7.0 et à 50% sur un ratio VE/FT 2016e de 7.0. Nous appliquons un coefficient de 0.90 à notre estimation de la VAN des projets, qui inclut les mines productrices de Teck, ses projets au stade de la mise en valeur (à divers taux d'actualisation) et un crédit de ressources *in situ* pour ses autres projets, plus des ajustements pour le fonds de roulement, la dette, la dilution de l'avoir des actionnaires et les activités centrales. Nous attribuons à l'action 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 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 titres ou instruments financiers 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 titres ou instruments financiers 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.

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.nbcn.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 Légal/Politique d'intimité (lien ci-joint)

<http://www.nbcn.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.nbcn.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 Financière Banque Nationale Inc. ou un membre de son groupe a entretenu avec cet émetteur une relation concernant des services autres que des services de banque d'investissement au cours des 12 derniers mois.

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



8 octobre 2015

PJC.A (TSX) **\$20.29**
COURS CIBLE (CA\$): **\$23.00**
RENDEMENT POTENTIEL: **16%**

Fourchette 52 semaines	\$28.95 - \$19.02
Actions en circulation (M)	186.9
Capitalisation boursière (M\$)	\$3,792

Clôture de l'exercice: février

En US\$	2015A	2016E	2017E
Ventes (M)	\$2,814	\$2,876	\$2,935
BAlIA	\$332	\$341	\$344
BPA (d)	\$1.17	\$1.19	\$1.24
C/B	17.4x	17.1x	16.3x

Données financières : Au T2 2016

Encaisse (M)	\$92
Dette totale (M)	\$0
Dette nette (M)	-\$92
Dette nette/Capital	-9%
VCPA	\$5.84
Dividende par action (annualisé)	\$0.44
Rendement du dividende	2.2%



Source: Thomson

Vishal Shreedhar
 416.869.7930
 vishal.shreedhar@nbc.ca

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

Cote: Rendement moyen**Risque: Moyen**

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

Groupe Jean Coutu

PROFIL

Le Groupe Jean Coutu exerce ses activités dans le secteur de la vente au détail de produits pharmaceutiques par l'entremise d'un réseau de franchisés sous les bannières PJC Jean Coutu, PJC Clinique, PJC Jean Coutu Santé et PJC Jean Coutu Santé Beauté. L'entreprise figure parmi les noms les plus admirés du Québec.

FAITS SAILLANTS

La réforme de l'industrie du médicament sur la sellette

L'action de PJC s'est orientée à la baisse suite aux inquiétudes que soulève le projet du gouvernement de dé plafonner les remises consenties aux pharmaciens par les fabricants de génériques. Si la réforme va de l'avant comme prévu, nous estimons que ces remises, qui sont actuellement de 15% sur les ventes de médicaments génériques, se situeraient entre 25% et 55%. Dans le pire des cas, le BPA annualisé diminuera de \$0.34, dans le meilleur, l'incidence sera nulle et dans le scénario de base, la baisse est de \$0.13. Nos estimations ne tiennent pas encore compte des modifications du remboursement auquel les pharmacies auront droit, car nous attendons d'en savoir plus. La direction a précisé qu'une annonce pourrait être faite sous peu concernant l'approbation par le Conseil du trésor du Québec d'un accord entre l'Association québécoise des pharmaciens propriétaires (AQPP) et le ministère de la Santé et des Services sociaux du Québec.

Le bilan reste solide

Nous constatons que le bilan de PJC reste solide, le ratio dette nette ajustée/BAlIAL étant de 1.0; nous estimons les fonds propres excédentaires à environ \$4 par action en tenant compte d'un ratio seuil de la dette nette ajustée au BAlIAL de 3.0. PJC a fait connaître sa réticence à racheter des actions dans le cadre de son offre publique de rachat dans le cours normal des activités tant que la réforme de l'industrie du médicament n'est pas terminée.

De nouvelles installations en vue

La direction a fait le point sur le nouveau siège social et le nouveau centre de distribution à Varennes, au Québec. L'emménagement dans le nouveau siège devrait être terminé avant la fin de l'année civile 2015 et le nouveau centre de distribution, être inauguré avant juin 2016.

FACTEURS DE RISQUE

Voici les principaux risques auxquels fait face PJC: possibilité de réformes importantes des régimes d'assurance-médicaments, sensibilité des ventes de la section commerciale au contexte économique, exécution opérationnelle, relations avec les franchisés, concurrence et perception des marques.

ÉVALUATION

Maintien de la cote Rendement moyen; cours cible reste à \$23

Notre cours cible est fondé sur un ratio de 18.0 fois le BPA des exercices 2017 et 2018.

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 titres ou instruments financiers 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 titres ou instruments financiers 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.

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.nbcn.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 Légal/Politique d'intimité (lien ci-joint)

<http://www.nbcn.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.nbcn.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: The Jean Coutu Group Inc.

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 septembre 2015

TRI (TSX)	\$52.72
TRI (NYSE)	\$39.82
COURS CIBLE:	\$58.00
RENDEMENT POTENTIEL:	13.4%

Données boursières

Fourchette 52 semaines (CAD)	\$54.47 - \$39.45
Fourchette 52 semaines (US)	\$42.64 - \$34.88
Bloomberg/Reuters: CAD	TRI CN / TRI-T
Bloomberg/Reuters: US	TRI US / TRI-US

(Ex.: 31 déc.)	2014a	2015e	2016e
Ch. d'affaires (M)	\$12,605	\$12,258	\$12,519
BAIIA* ajusté (M)	\$3,348	\$3,411	\$3,663
BPA (hors amort.)	\$1.95	\$1.97	\$2.23
C/B	20.4x	20.2x	17.9x
VE/BAIIA	11.5x	11.4x	10.6x
FT disponibles (M)	\$1,445	\$1,695	\$1,837
FT disponibles/action	\$1.78	\$2.16	\$2.40

* BAIIA hors éléments non récurrents - Montants en USD

Données financières au 30 juin 2015

Actions en circulation (M)	788.9
Flottant (M)	331.0
Capitalisation boursière (M\$ CA)	\$31,412.1
Dette nette (M)	\$7,408.0
Fonds propres en actions ordinaires (M)	\$13,596.0
Dette nette/capital	35.3%
VCPA / cours/VCPA	\$17.24/2.3x
RFP 2014E	11.6%
Dividende / Rendement	\$1.34/3.4%



Source: Thomson Reuters

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

Adjoint:
Piotr (Peter) Stusio, CFA
514.879.2564
piotr.stusio@nbc.ca

Cote: Rendement supérieur
Risque: Moyen
Médias: Équipondérer
(Groupe Économie et Stratégie FBN)

Thomson Reuters Corporation**PROFIL**

Thomson Reuters est la principale source mondiale d'information pour les entreprises et les professionnels. Basée à New York et avec des activités importantes à Londres et à Eagan (Minnesota), la société emploie plus de 57,000 personnes. Woodbridge Inc. (contrôlée par la famille Thomson) possède 457.8 millions d'actions (55% du capital).

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.

La réduction des coûts devrait profiter aux marges avant de se répercuter sur la croissance du chiffre d'affaires.

Tous les secteurs ont affiché une croissance endogène au T2 2015, ce qui ne s'était pas vu depuis le T4 2011, mais les pressions exercées sur les ventes demeurent du fait de difficultés qui se perpétuent, notamment le taux de change en 2015, en particulier pour la division Activités financières et risque.

Thomson Reuters continue de mettre tout en œuvre pour rationaliser ses activités et élargir ses marges afin de bénéficier d'un levier plus important quand la croissance endogène se révélera durable. Après avoir supprimé 2,500 postes en 2013, la société a annoncé des mesures de réduction des coûts en même temps que la publication de ses résultats du T3 2013, avec 3,000 nouveaux licenciements, qui devaient entraîner des économies d'au moins \$250 millions avant la fin de 2015. Selon les informations financières de TRI publiées dans le rapport du T4 2014, ce chiffre serait passé à \$300 millions. De nouvelles réductions des dépenses de \$400 millions sont en outre prévues jusqu'à la fin de 2017.

Hausse de la rémunération des actionnaires – dividendes et rachats d'actions.

Après avoir réduit de moitié les dépenses liées aux fusions-acquisitions après 2013, qui avaient été en moyenne de \$1.3 milliard les trois années précédentes, TRI a remis \$2.1 milliards aux actionnaires en 2014, \$1.0 milliard sous forme de rachats d'actions et \$1.1 milliard sous forme de dividendes. En prévision des différents rachats d'actions, TRI avait porté son ratio d'endettement cible de 2.0 à 2.5 à l'occasion de la déclaration des résultats du T3 2013. À la fin du T2 2015, le ratio d'endettement était de 2.2. La société a relevé son dividende au cours de chacune des 22 dernières années et le dividende actuel reflète un ratio de distribution 2015e de 62% environ.

FACTEURS DE RISQUE

Bien que la direction ait historiquement fait un excellent travail pour améliorer la position concurrentielle de TRI par le lancement de produits, il faut reconnaître que certains lancements ont été longs à venir, y compris celui du produit phare Eikon, dont les défauts initiaux ont été corrigés depuis. TRI fait face à plusieurs concurrents de taille qui excellent dans certains créneaux et occupent d'importantes parts de marché. Un durcissement de la réglementation dans le secteur financier ainsi qu'un ralentissement de l'économie mondiale orienteraient à la baisse les résultats de TRI, en particulier dans la division Activités financières et risque. Enfin, le taux de change est un facteur qui pèse lourdement en 2015, depuis l'envolée du dollar américain.

ÉVALUATION**Nous attribuons au titre la cote Rendement supérieur et un cours cible de CA\$58.**

Notre cours cible (CA\$58), basé sur notre estimation de la VAN de 2016 et sur un cours du change de 1.30, correspond à un ratio VE/BAIIA de 12.5 pour l'exercice 2016e.

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 titres ou instruments financiers 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 titres ou instruments financiers 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.

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.nbcn.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 Légal/Politique d'intimité (lien ci-joint)

<http://www.nbcn.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.nbcn.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 septembre 2015

TCL.a (TSX) \$18.06
COURS CIBLE: \$20.00
RENDEMENT POTENTIEL: 14.5%

Données boursières:

Fourchette 52 semaines (Canada) \$19.55 - \$13.18

Bloomberg/Reuters: Canada TCL/A CN / TCL'a

(Ex. 31 oct.)	2014a	2015e	2016e
Revenus (M)	\$1,990.4	\$1,997.7	\$2,008.6
BAlIA (M)	\$354.1	\$383.7	\$391.3
BPA (d.)	\$2.11	\$2.41	\$2.42
C/B	8.6x	7.5x	7.5x
VE/BAlIA	5.0x	4.4x	4.2x
FT disponibles	\$268.6	\$217.4	\$184.2
FTP disponibles	\$3.44	\$2.79	\$2.36

* Les FTD 2014R comprennent un paiement de \$31M de Gesca.
 Acquisition d'Ultra Flex prévue pour être menée à terme à la fin de 2015.

Données financières au 31 juillet 2015

Actions en circulation (M)	78.0
Flottant (M)	71.8
Valeur au marché (M)	\$1,409.2
Dette nette (M)	\$306.6
Actions privilégiées (M)	-
Actions ordinaires (M)	\$936.0
Dette nette/Capital	24.7%
VCPA/C/VCPA	\$12.00/1.5x
RCP 2015e	20.9%
Dividende/Rendement	\$0.68/3.8%



Source: Thomson Reuters

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

Adjoint:
Piotr (Peter) Stusio, CFA
 514.879.2564
 piotr.stusio@nbc.ca

Cote: Rendement supérieur
Risque: Supérieur à la moyenne
Médias: Équ pondérer
(Groupe Économie et Stratégie FBN)

Transcontinental Inc.**PROFIL**

Transcontinental est une des plus importantes sociétés d'imprimerie commerciale d'Amérique du Nord (la première au Canada), ses activités étant concentrées principalement 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 porte-à-porte d'imprimés publicitaires au Québec. L'entreprise s'est portée acquéreur de la société américaine Capri Packaging en mai 2014 dans le but d'ajouter une troisième corde à son arc, l'acquisition d'Ultra Flex Packaging, prévue pour être menée à terme en octobre 2015, devant muscler l'apport du secteur de l'emballage. Rémi Marcoux, président du conseil et chef de la direction, contrôle 16.5% du capital et 71.7% des voix.

FAITS SAILLANTS**Les emballages souples, le troisième axe de croissance**

Le 11 mars 2014, Transcontinental a annoncé avoir convenu d'acquiescer Capri Packaging, fournisseur d'emballages souples imprimés des États-Unis, pour US\$133 millions. Capri était une division de Schreiber Foods, une entreprise de produits laitiers détenue par ses employés qui réalise un chiffre d'affaires (CA) de US\$5 milliards et est établie à Green Bay (Wisconsin). Il importe de noter que Schreiber, qui représente 75% du CA de Capri, a signé un contrat de 10 ans pour garantir la position de Capri comme fournisseur stratégique d'emballages souples imprimés. Au moment de l'acquisition, Capri réalisait un chiffre d'affaires estimé à US\$72 millions et un BAlIA de US\$17 millions; l'opération aurait donc été conclue à 1.85 fois le chiffre d'affaires et à 7.8 fois le BAlIA. L'incursion dans l'emballage souple n'est pas une véritable surprise, la direction ayant fait savoir qu'elle cherchait à prendre pied dans un troisième secteur d'activité qui pourrait tirer parti du savoir-faire de Transcontinental dans l'impression en lot.

Le 1^{er} septembre 2015, Transcontinental a annoncé avoir conclu une entente pour se porter acquéreur d'Ultra Flex Packaging (UFP) contre le versement de US\$80 millions, assortie d'une clause de complément de prix non divulguée à l'atteinte de certains objectifs financiers. Installée à Brooklyn, dans l'État de New York, UFP propose des emballages souples imprimés, le contrecollage et des solutions d'emballage. La transaction devrait être réalisée en octobre 2015. UFP réalise un chiffre d'affaires de US\$72 millions et un BAlIA de US\$12 millions qui dégage une marge de 16.7%. Le prix payé correspondrait donc à 1.1 fois le chiffre d'affaires et à 6.7 fois le BAlIA (sans la clause de complément de prix).

Bien que les acquisitions dans le secteur de l'emballage ne soient pas bon marché, l'ajout d'UFP contribuera à hisser à environ 9.5% l'apport du secteur de l'emballage au chiffre d'affaires pro forma prévu pour 2015 et à 9.8% dans le cas du BAlIA. Une revalorisation du titre aura lieu et sera dûment justifiée à la suite de plusieurs autres acquisitions dans le secteur de l'emballage, ce qui en accroîtra l'apport au BAlIA pour le porter à plus de 10% après l'acquisition d'UFP.

Regroupement dans le secteur des journaux communautaires au Québec.

Au moment où étaient rendus publics les résultats du T4 2013, Transcontinental signait un accord avec Sun Media pour se porter acquéreur de ses 74 journaux communautaires au Québec et de leurs sites Web. La transaction a été réalisée le 1^{er} juin 2014. Le prix d'acquisition a été fixé à \$75 millions et prévoyait un chiffre d'affaires compris entre \$75 millions et \$80 millions. Dans le cadre de cette opération, la société s'est en outre engagée à imprimer certains magazines et du matériel de marketing direct de Quebecor Média. L'acquisition et le nouveau mandat devaient générer un BAlIA de \$20 millions, entièrement à partir de gains de synergie qui ont été réalisés avant la fin du T3 2015. Nous sommes heureux d'assister à ce regroupement, Transcontinental n'ayant plus à batailler avec Sun Media dans différentes parties de la province, ce qui s'était révélé assez coûteux pour les deux parties.

Le gros de l'édition de magazines consommateurs a été cédé à TVA contre \$55.5 millions.

Le 17 novembre 2014, Transcontinental a conclu un accord avec TVA en vue de lui céder la majeure partie de l'édition des magazines consommateurs et des sites Web connexes. La transaction a été réalisée le 13 avril 2015. Le prix obtenu correspondrait à 0.6 fois le chiffre d'affaires et à 7.4 fois le BAlIA, ce qui constituerait une monétisation intéressante de ces actifs, dont le ratio d'évaluation ne dépassait pas 3.5.

Les flux de trésorerie élevés permettent d'envisager des fusions-acquisitions et une hausse du dividende annuel.

À la fin du T3 2015, le ratio d'endettement de Transcontinental s'établissait à 0.8. Nous prévoyons un ratio d'endettement pro forma de 1.2 pour 2015 à cause d'UFP, ratio qui passerait à 0.6 en 2016 et à 0.3 en 2017 en prévision d'autres acquisitions qui devraient se concrétiser pour développer le secteur de l'emballage.

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 produisant aussi dans tout le domaine de la publicité. La société cherche à acquiescer une masse critique dans son troisième secteur d'activité (l'emballage), mais il reste à voir à quel rythme les occasions se présenteront et à quel ratio ces acquisitions pourront se faire.

ÉVALUATION**Transcontinental est coté Rendement supérieur, avec un cours cible de \$20**

Notre cours cible est fondé sur notre estimation de la VAN de 2016, avec un ratio VE/BAlIA implicite de 4.5 pour la même année. En dépit des progrès réalisés récemment, l'action se négocie toujours à escompte par rapport aux sociétés comparables.

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, équipondération 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 titres ou instruments financiers 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 titres ou instruments financiers 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.

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.nbcn.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 Légal/Politique d'intimité (lien ci-joint)

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

Cliquez sur le lien ci-dessous pour connaître les informations particulières publiées par la société. <http://www.nbcn.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.

Richard Fortin est un membre du conseil d'administration ou un dirigeant de cet émetteur.

Lino A Saputo, Jr. est un membre du conseil d'administration ou un dirigeant de cet 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.

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.

Notes

Notes

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



29713-201 (2015/10)

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.