

BMO NESBITT BURNS



# Groupe Morin Dupont

*Octobre 2010*

*Bulletin #44*

## *Valses sur la corde raide*

*Groupe Morin Dupont*  
**www.morindupont.com**

Par : Pierre Morin  
Collaborateurs : Josée Dupont, José Desjardins, Brenda Walls,  
Patrick Delaney, Neela Patel, Nancy Landry

1501 McGill Collège, bureau 3000, Montréal, Québec, H3A 3M8  
Tél : (514)282-5828 ou 1-800-363-6732



## Table des Matières:

- ❖ L'économie et Les Marchés
  - Commentaires
  - Conclusion
  
- ❖ Répartition de L'actif
  - Portefeuille équilibré
  - Portefeuille de revenu
  
- ❖ Revue et mise à jour du Portefeuille Modèle
  - Portefeuille Modèle Placements à revenus
  - Portefeuille Modèle Titres canadiens
  
- ❖ Tableaux et Graphiques
  - Performances historiques

Les gestionnaires de portefeuille se trouvent perplexes devant les diverses issues possibles à la suite de la crise financière mondiale et des interventions massives et sans précédent des gouvernements et des banques centrales. Les dangers des terribles « d » ont de quoi les rendre paranoïaques : sommes-nous menacés par une déflation ou une récession à double creux? Ou traversons-nous simplement une période prolongée de déstabilisation provoquée par le désendettement? Voilà autant de questions qui les troublent.

Dans ce bulletin, nous tenterons de montrer ce qui rend les décisions de placement aussi ardues et d'expliquer les faits qui justifient une attitude pessimiste. En revanche, nous ferons aussi valoir les mérites des arguments justifiant une attitude optimiste fondée sur les données historiques, les ratios comparables et la psychologie du placement.

Au moment de rédiger notre bulletin précédent (en mars 2010), l'Europe était frappée de plein fouet par une crise de la dette souveraine. Les marchés – qui avaient connu une solide embellie par rapport aux creux de l'année précédente (le TSX ayant grimpé de 7500 à 12400 points, par exemple) – sont devenus frileux, cédant 1200 points, ou environ 10 %, alors que des « pays » devenaient les nouvelles victimes de la débâcle financière de 2008. Les pays que l'on surnomme les « PIGS » – en l'occurrence le Portugal, l'Irlande, la Grèce et l'Espagne (et on pourrait faire valoir l'inclusion de l'Italie dans ce groupe) étaient sur le point de devenir inaptes à respecter leurs obligations, incapables de générer suffisamment de recettes fiscales pour rembourser les intérêts sur leurs dettes croissantes. Pis encore, certains ne sont plus en mesure de respecter les critères minimums pour demeurer au sein de l'Union européenne (UE). Avec la participation du Fonds monétaire international (FMI), la Banque centrale européenne a mis au point une entente avec la première victime vraisemblable (la Grèce), entente qui exigeait la mise en place de mesures financières très sévères, devenant en quelque sorte un poumon artificiel pour le pays. Malgré la rage de son peuple, la seule autre possibilité aurait été d'éjecter le pays de l'UE, le laissant subir seul les lourdes conséquences d'une devise hyper-dévaluée et d'une inflation incontrôlable. Cette entente a jeté les fondements d'une nouvelle plateforme financière, et des mesures qui sont maintenant adoptées par d'autres pays vulnérables. D'un bout à l'autre de l'Europe, les gouvernements déposent des budgets et des programmes d'austérité (hausse des impôts et réduction des dépenses d'État) pour remettre de l'ordre dans leur demeure et retrouver une certaine stabilité.

Pendant ce temps, le 10 août dernier, les gouverneurs de la Réserve fédérale américaine (Fed) ont annoncé l'AQ2, soit la deuxième série de mesures d'*assouplissement quantitatif* ou, si vous le préférez « On fait tourner la planche à billets – Prise II ». Cette divergence entre les États-Unis et l'Union européenne pourrait fort bien accélérer la dévaluation du dollar américain comme elle pousse les déficits américains encore plus haut, ce qui pourrait expliquer, du moins en partie, la ruée vers l'or actuelle. Tandis que le consommateur américain améliore graduellement son propre bilan, réduisant son endettement et accélérant son épargne (se reporter au graphique 1), son gouvernement fait tout à fait le contraire.

Graphique 1



Source : BMO Marchés des capitaux

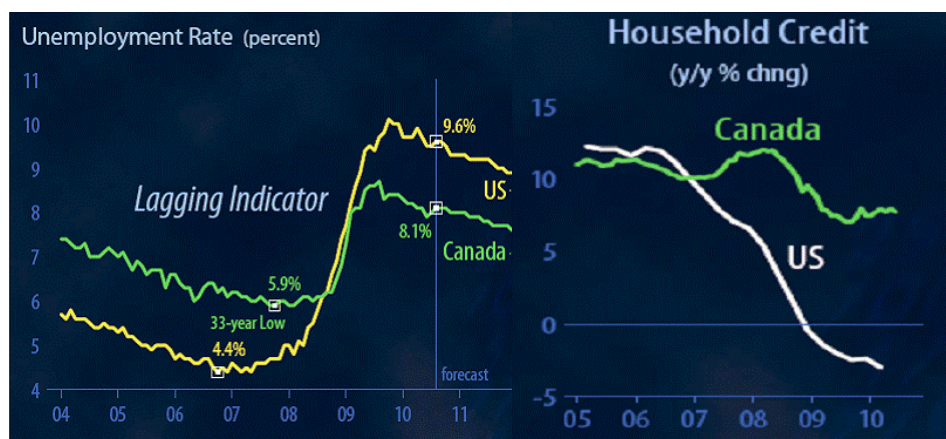
Les déficits publics croissants doivent être financés. Le Département du Trésor américain émet régulièrement des obligations, parfois afin d'obtenir du nouveau financement, parfois pour refinancer des dettes venant à échéance. Par exemple, \$5,200 milliards des \$13,400 milliards de la dette totale Américaine, soit près de 40%, sera à refinancer au cours des trois prochaines années. La décision de la Réserve fédérale d'agir comme acheteur de bons et d'obligations du Trésor porte le nom d'assouplissement quantitatif. La Fed, qui a le droit d'imprimer de l'argent, agit en quelque sorte comme prêteur de dernier recours. La Chine – le plus important acheteur d'obligations des États-Unis depuis dix ans – est récemment devenue un vendeur net... ce qui n'augure rien de bon. Le portefeuille chinois de bons et d'obligations du Trésor américain a atteint un sommet de 940 milliards de dollars en juillet 2009. À la fin de juin 2010, ces réserves s'étaient repliées à 844 milliards de dollars, un recul de 10,24 %. Alors que les États-Unis en ont le plus besoin, les Chinois deviennent des vendeurs nets (se reporter au bulletin 38 d'octobre 2007, p.7). Il est prévu que le déficit américain atteindra 1,47 milliard de dollars cette année, un peu plus que celui de l'an dernier selon les estimations de la Maison blanche publiées à la fin de juillet. Cela signifierait-il que si la Fed n'achète pas d'obligations du Trésor américain, très peu d'autres acheteurs seraient intéressés? Quel taux d'intérêt faudrait-il offrir pour attirer des acheteurs? Serait-ce que cette deuxième série de mesures d'assouplissement quantitatif représente la dernière tentative pour essayer de retenir les taux d'intérêt américains à long terme de façon à ce que le Département du Trésor américain puisse obtenir le financement qu'il doit obtenir pour se maintenir à flot?

Le recours à cet argent facile et à bon marché devient ainsi indispensable. La confiance des consommateurs doit être ravivée puisque le modèle économique américain se fonde sur le consommateur. La richesse des consommateurs est donc essentielle. Or, la surconsommation des consommateurs a duré des années (voire des décennies), grâce en partie aux sommes découlant de la déductibilité des emprunts hypothécaires. Ces consommateurs ont perdu leur emploi, ou font aujourd'hui face à une retraite anticipée, peut-être malgré eux. Ils sont accablés par un emprunt hypothécaire de taille grevant une habitation dévaluée, et doivent accepter des prestations de retraite amoindries. Une telle situation n'est pas susceptible de stimuler le consommateur américain de sitôt. Voilà peut-être ce qui explique pourquoi on offre maintenant des prêts hypothécaires de 30 ans à taux d'intérêt fixe de 4 %. De si faibles taux permettent de maintenir quelque peu les valeurs immobilières. Ils peuvent aussi aider à réduire l'offre

excédentaire d'habitations à vendre de même que les stocks croissants de propriétés reprises en saisie par les banques. Mais s'il y a de l'abus, une telle intervention pourrait avoir un effet de boomerang lorsque les taux d'intérêt sur les dépôts bancaires commenceront à grimper, ce qui risque de préparer la voie à une toute nouvelle crise financière.

Heureusement, le Canada n'a jamais permis ni la déduction des intérêts hypothécaires, ni les emprunts hypothécaires à durée déterminée de 30 ans. La plupart de nos emprunts hypothécaires doivent être renouvelés tous les cinq ans ou avant, même s'ils peuvent être amortis sur une période maximale de 35 ans. Par conséquent, les recettes hypothécaires à long terme des banques canadiennes sont moins exposées aux variations des politiques monétaires. Et les Canadiens sont encouragés à rembourser leurs emprunts hypothécaires le plus rapidement possible comme de tels emprunts ne sont pas déductibles. En raison des plus grandes restrictions imposées par notre *Loi sur les banques*, l'endettement des Canadiens (se reporter au graphique à la page x) n'est pas aussi imposant que celui de nos voisins du Sud et laisse une bonne marge pour l'octroi de crédits supplémentaires. Par ailleurs, notre situation financière plus saine améliore notre aptitude relative à consommer, ce qui aide à limiter le taux de chômage (se reporter au graphique 2).

### Graphique 2



Source : BMO Marchés des capitaux

Pour se sortir de leur marasme, ce qu'il faut sans doute aux Américains est la création d'emplois, et une façon de permettre au crédit bon marché qu'a rendu possible la Fed de percoler vers l'entreprise, ce qui ne se produit pas actuellement. Pourquoi? Il semble que les banques américaines s'approprient cet argent pour leur propre compte... Elles utilisent le crédit bon marché pour acheter des obligations d'État et tirer profit de l'écart entre les taux (ceux des obligations d'État étant plus élevés que ce qu'il en coûte d'emprunter à la Fed). Cette thésaurisation de fonds – le fait de conserver pour elles – par les banques n'aide en rien la création d'emplois qui, à mon humble avis, est la chose la plus importante qui permettrait aux consommateurs de se rétablir et de recommencer à dépenser, même si ce n'était qu'à un rythme moindre. C'est seulement alors que les investisseurs retrouveront la confiance. Le rendement des obligations à dix ans d'aujourd'hui oscille sous les 3 % tant au Canada qu'aux États-Unis – loin d'un signe de confiance en la croissance économique future. Le fait que le prix de l'or atteint des sommets historiques témoigne aussi de ce que pensent les investisseurs de l'économie américaine et du billet vert.

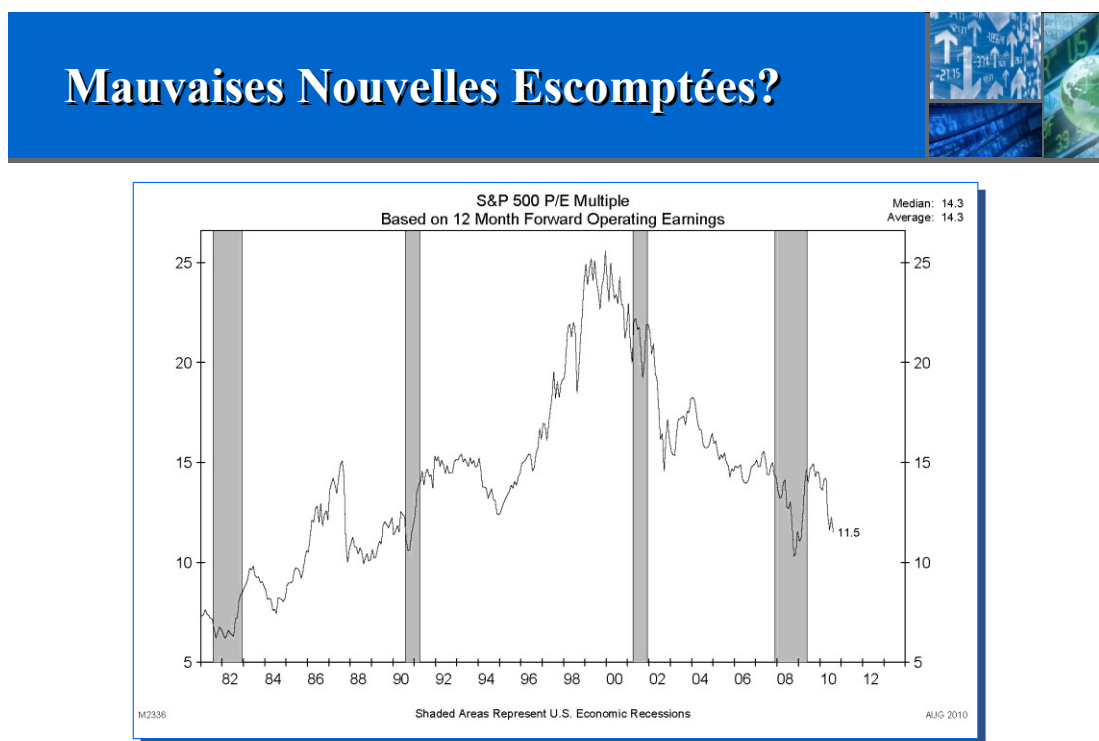
## Le paradoxe :

Très rarement au cours des 100 dernières années les taux de rendement sur les actions ont-ils été supérieurs à ceux des instruments de dette publique. De telles inversions sont rarissimes, et représentent probablement la meilleure occasion d'acheter des actifs de qualité à bon marché. Mais même si le rendement des obligations du Trésor à 10 ans ait atteint un creux historique, signe d'une quête de sécurité, dix ans, c'est bien long lorsqu'on parle de placements et de l'économie.

Bien des entreprises ont su réduire leurs coûts de main de maître durant la crise financière. Contrairement au krach boursier de 1929, ces mesures, prises rapidement, ont permis d'éviter les accumulations de stocks, source de guerres de prix, de déflation et de protectionnisme.

La présence d'esprit des entreprises et la rapidité des interventions des gouvernements et des banques centrales (notamment les programmes de dépenses et la politique monétaire de taux nul) ont entraîné une remontée importante des bénéfices de sociétés. Le bilan de l'entreprise américaine est par conséquent plus sain que jamais. Toutefois, d'un point de vue historique, le prix des actions par rapport aux bénéfices est relativement peu élevé (se reporter au graphique 3). On pourrait soutenir que les cours escomptent déjà toutes les mauvaises nouvelles.

Graphique 3



Source: Global Insight, Thomson Financial, CPMS, Bloomberg, TD Newcrest



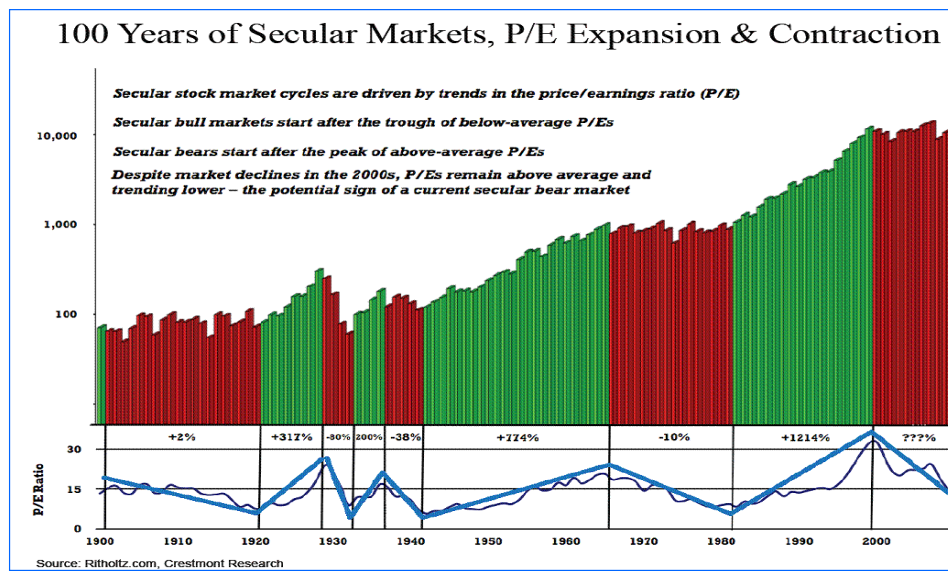
Source : BMO Marchés des capitaux

Les actions, qui se négociaient à plus de 20 fois les bénéfices à la fin des années 1990, se négocient aujourd'hui à environ la moitié de ce multiple. Nous devons remonter à la période suivant le krach de 1987 pour trouver de telles décotes. Cependant, au début des années 1980, durant la récession la plus sévère depuis la deuxième Guerre mondiale, les taux d'intérêt ont atteint un sommet de près de 20 %, et les coefficients de capitalisation des résultats ne s'élevaient qu'à sept ou huit fois. Si on suppose que les bénéfices de sociétés demeureront stables, un retour à des coefficients semblables à ceux du début des années 1980 représenterait une correction de près de 30 % sur les marchés. Ce qui avait abaissé ces coefficients à l'époque était le coût de l'argent, c'est-à-dire les taux d'intérêt. Pour tenter de freiner l'inflation, M. Paul Volker, président de la Fed à l'époque, a resserré la politique monétaire et haussé les taux d'intérêt suffisamment pour étouffer l'inflation et, du même coup, la croissance des bénéfices. Au bout du compte, plus la croissance prévue des bénéfices est faible, plus les multiples cours/bénéfices le sont aussi. Aujourd'hui, la banque centrale américaine, dirigée par M. Ben Bernanke, entend garder les taux d'intérêt à 0 % « aussi longtemps qu'il le faudra » pour rétablir l'économie. On est loin des taux de 20 % du début des années 1980, ce qui diminue ainsi le risque d'une plus grande contraction des ratios cours/bénéfices.

Le graphique qui suit vous donne un aperçu de la performance du marché durant des périodes d'expansion et de contraction des multiples cours/bénéfices. Le fait que les périodes de contraction peuvent être assez longues et que les marchés ont mis près de 20 ans à atteindre leurs sommets de 1929 confirme bien l'importance, voire la nécessité, de prévoir un revenu de dividendes (se reporter au graphique 4).

**Graphique 4**

## Contraction et Expansion des Multiples



Source: Ritholtz.com, Crestmont Research



Source : BMO Marchés des capitaux

Certains secteurs d'activité sont moins sensibles à la volatilité sur le plan des bénéfices. Les titres des entreprises de ces secteurs versent actuellement un dividende plus élevé que les obligations d'État, et se négocient à des multiples par rapport aux bénéfices peu élevés. Alors que les actions n'offrent pas les mêmes garanties que les obligations d'État, abstraction faite des émotions causées engendrées par la volatilité des marchés boursiers, il est facilement possible de toucher un dividende jouant autour de 5 % à 7 %, ce qui équivaut à des revenus d'intérêt avant impôts de l'ordre de 7 % à 9 %, pour des années à venir. En outre, dans un contexte de croissance anémique, et compte tenu des solides bilans dont jouissent les entreprises nord-américaines, les liquidités qui s'accumulent devront forcément commencer à être utilisées. Ceci explique peut-être l'intensification récente des activités de F-A (fusions et acquisitions) à l'échelle mondiale. Selon une récente étude interne, les titres d'environ 12 % des sociétés inscrites à la cote de l'indice Russell 3000 et à celle de l'indice composé S&P/TSX se négocient à des niveaux tout à fait alléchants pour les caisses de retraite et les fonds de capital-investissement.

Les sociétés peuvent aussi racheter leurs propres actions au moyen de leurs excédents de trésorerie. Dans de tels cas, le bénéfice par action peut croître à un rythme plus rapide que celui de la croissance organique. En termes relatifs, une entreprise en bonne situation financière pourrait surperformer ses concurrents tout simplement en rachetant ses propres actions, ce qui aurait pour conséquence de hausser le multiple cours/bénéfices.

C'est ainsi qu'il est possible de justifier autant le pessimisme que l'optimisme; les arguments pour l'un ou pour l'autre ont du poids. Voilà pourquoi il est si difficile pour les gestionnaires de fonds d'investir les économies d'une vie de façon dynamique ou spéculative. L'investisseur doit toutefois garder à l'esprit qu'il investit dans un marché de valeurs, et c'est ce qui fait de la sélection un élément si important de la réussite à moyen et à long terme. La volatilité sera toujours stressante, mais nous devons nous rappeler que ce sont les spéculateurs utilisant l'effet de levier, les vendeurs à découvert, les vendeurs à découvert sans contrepartie, qui soulèvent et perpétuent cette volatilité indésirable. En fin de compte, toutefois, la valeur l'emporte toujours. Nul besoin de valser sur une corde raide!

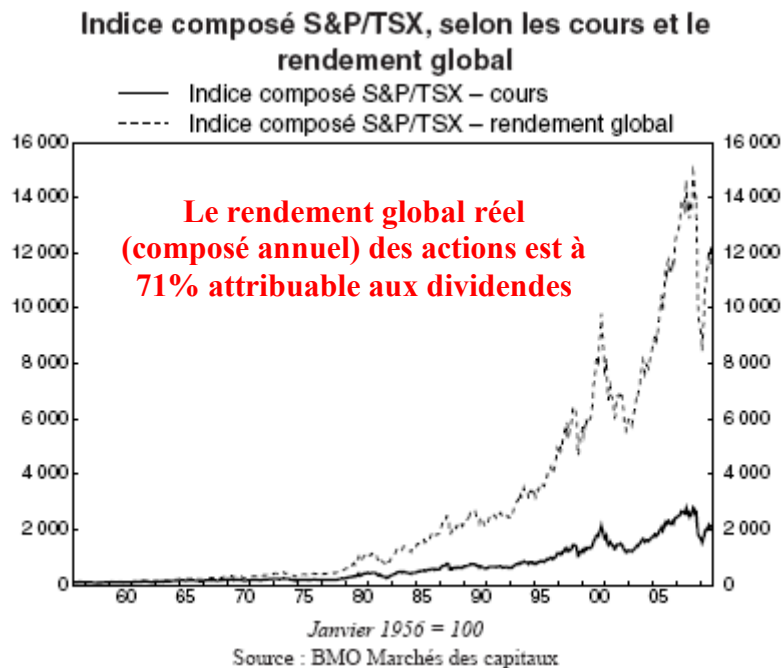
## **Conclusion :**

Investir a toujours été une question d'équilibre. Et il n'a jamais été aussi important d'évaluer votre propre degré de tolérance au risque qu'aujourd'hui. La volatilité des marchés est ici pour de bon, autant se le tenir pour dit. Assurez-vous de pouvoir composer avec la volatilité de votre portefeuille en apportant des modifications à votre répartition d'actif au besoin. Une fois que vous avez trouvé une répartition qui vous convient, respectez-la – il peut se révéler très coûteux de la modifier au beau milieu d'un ralentissement économique. En fait, comme on n'investit pas pour demain, la semaine prochaine ou même le mois prochain, un investisseur sage devrait envisager d'investir dans des actions lorsque les temps sont difficiles (c'est-à-dire lorsque le risque « semble » élevé, les actions sont bon marché) et s'en départir lorsque les choses ne pourraient mieux aller (c'est-à-dire lorsque le risque « semble » faible, les actions sont chères).

Les flux de trésorerie durables sont peut-être le critère le plus important à évaluer lorsque vous choisissez une entreprise. Ces flux de trésorerie permettent à l'entreprise de faire des acquisitions attrayantes, de racheter ses actions, d'augmenter ses dividendes, ou les trois. Saviez-vous que non moins de 71 % du rendement global du TSX au cours des 50 dernières années est attribuable aux dividendes? (se reporter au graphique 5)



## Graphique 5



Il y a quatre ans (en octobre 2006), le ministre des Finances Jim Flaherty a attaqué la politique budgétaire canadienne à l'égard des fiducies de revenu, et a décidé de forcer ces fiducies à se transformer en sociétés conventionnelles ou à assumer des conséquences fiscales particulières à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2011. Bien que leur popularité ait chuté considérablement à la suite de cette décision, bon nombre de fiducies sont demeurées des placements très intéressants – particulièrement dans le secteur des services publics – et nous les avons conservés tout ce temps. Aujourd'hui, plutôt que de verser une distribution de 10 %, imposée à titre d'intérêt, ces placements versent un revenu de dividendes jouant autour de 7 %. Pour un actionnaire, le revenu après impôts est exactement le même, compte tenu du crédit d'impôt pour dividendes. En conséquence d'une croissance économique lente et des taux d'intérêt extrêmement faibles, ces fiducies ont connu un regain phénoménal en popularité. Nous recommandons ainsi de détenir des placements dans le secteur des services publics (centrales électriques et pipelines, par exemple) dans une proportion d'environ 10 %.

Les banques canadiennes jouissent en ce moment de la situation financière la plus envieuse au monde et devraient être en mesure de profiter pleinement des nouvelles occasions qui s'offrent à elles maintenant que les nouvelles recommandations des Accords de Bâle (Basel Accord III) ont été publiées. Ces accords établissent de nouvelles normes ainsi que des exigences quand aux fonds propres minimums requis pour les systèmes bancaires de la plupart des pays du G20. La croissance des bénéfices sera sans doute ardue étant donnée l'éventuel et inévitable resserrement de la politique monétaire (hausse des taux d'intérêt), mais les banques canadiennes offrent aux actionnaires un flux de trésorerie durable qui leur permet à tout le moins de maintenir leurs niveaux actuels de dividendes. Nous recommandons une pondération du secteur financier, y compris du secteur immobilier, de l'ordre de 15 % à 17 %.

Le secteur de l'énergie peut vous offrir des flux de trésorerie relativement stables mais, qui plus est, certaines des anciennes fiducies de revenu converties en sociétés conventionnelles offrent aussi des dividendes non négligeables. Les titres du secteur de l'énergie constituent par ailleurs une bonne protection contre l'inflation ou la probabilité d'un dollar américain plus faible. Une pondération de ce secteur à hauteur de 8 % ou 10 % nous semble raisonnable.

Le secteur des biens de consommation de base représente aussi un placement défensif. Toutefois, étant donné la concurrence féroce et les vastes programmes de dépenses d'investissement, les marges sont minces, tout comme le sont les dividendes. Néanmoins, nous sommes optimistes quant au potentiel de croissance de Couche-Tard, Metro et George Weston. Une pondération de 3 % à 5 % est recommandée.

Pour ce qui est du secteur des matériaux, lequel comprend tous les métaux de base, ainsi que l'or et l'agriculture, il est à peu près impossible d'y trouver des dividendes attrayants. Les activités dans ce secteur sont également exigeantes en investissements. Nous pensons toutefois que la croissance des marchés émergents persistera. Cela ne veut pas dire que ces économies ne trébucheront pas parfois, mais d'ici 10 ou 15 ans, leurs infrastructures auront évolué considérablement. Et bien que les dividendes soient difficiles à dénicher dans ce secteur, nous pensons qu'il est utile de détenir une pondération minimum de 5 % dans le secteur aurifère en plus d'une exposition combinée de 3 % à 5 % aux secteurs des métaux de base et de l'agriculture.

Il dort en ce moment une quantité disproportionnée de liquidités et d'obligations à court terme. Et ces fonds se retrouveront éventuellement sur le marché. Il n'est pas question de si, mais bien de quand. La patience peut valoir son pesant d'or.

Il n'y a pas de secret, sauf celui de mettre au point un plan et de s'y tenir jusqu'au bout. Personne ne devrait avoir à valser sur une corde raide.

## RÉPARTITION DE L'ACTIF

### Portefeuille de revenu

Avril 2010      Oct 2010

15%	15%	LIQUIDITÉS (OÉC, OÉQ, B.duT.)
50%	50%	REVENU FIXE (OBLIGATIONS)
15%	15%	DÉBENTURES CONVERTIBLES ET AUTRES TITRES À REVENU
15%	15%	ACTIONS
5%	5%	TITRES ÉTRANGERS

### Portefeuille équilibré

Avril 2010      Oct 2010

10%	10%
30%	30%
15%	15%
35%	35%
10%	10%

## Revue et mise à jour du Portefeuille Modèle

30 septembre 2010

### Portefeuille Modèle- Placements à revenus

	Symbole	Prix	Dividende annuel	Rend. courant	Frequence Distribution	Secteur	Note <sup>1</sup>
<b>Débetures</b>							
Fd. Débetures Can.	CDF.UN-T	10.85	\$0.75	6.906	Mensuel	Diversifiés	Achat
<b>Actions canadiennes</b>							
Crescent Point Énergie	CPG-T	38.09	\$2.76	7.246	Mensuel	Énergie	Achat
Canadian Oil sands	COS.UN-T	26.44	\$2.00	7.564	Trimestriel	Énergie	Achat
ARC Énergie **	AET.UN-T	20.65	\$1.20	5.811	Mensuel	Énergie	Achat
First Cap Realty	FCR-T	15.38	\$0.80	5.188	Trimestriel	Immobilier	Achat
Riocan	REL.UN-T	22.43	\$1.38	6.15	Mensuel	Immobilier	Conserver
Westshore Terminals	WTE.UN-T	20.54	\$1.69	8.228	Trimestriel	Industrielles	Conserver
Génivar	GNV.UN-T	27.85	\$1.95	6.964	Mensuel	Industrielles	Conserver
Labrador Iron Ore.	LIF.UN-T	53.02	\$2.00	3.766	Trimestriel	Matériaux	Conserver
Innergex Power **	INE-T	9.3	\$0.58	6.237	Mensuel	Utilités pub.	Achat
Northland Power	NPL.UN-T	15.62	\$1.08	6.905	Mensuel	Utilités pub.	Conserver
Fort Chicago énergie	FCE.UN-T	11.92	\$1.00	8.379	Mensuel	Utilités pub.	Conserver
Pembina Pipeline	PIF.UN-T	20.79	\$1.56	7.504	Mensuel	Utilités pub.	Conserver
Brookfield ren. Energie	BRC.UN-T	21.26	\$1.30	6.1	Mensuel	Utilités pub.	Conserver
Bell Alliant	BA.UN-T	25.9	\$2.90	11.194	Mensuel	Telecom	Achat
<b>International</b>							
O'Leary BRIC plus FD	OBF.UN-T	11.02	\$0.60	5.43	Mensuel	Diversifiés	Achat

<sup>1</sup> Se reporter aux notes limitatives à la fin du document

\*\* voir mise à jour des actions canadiennes du portefeuille modèle pour plus de détails

## Portefeuille Modèle Titres canadiens

AEM

### **Agnico-Eagle Mines (AEM)**

Cours de clôture au 30 septembre 2010 : 73,15\$

Agnico-Eagle est un producteur aurifère canadien établi de longue date. La société exerce des activités d'exploitation, ainsi que des activités d'exploration et de mise en valeur au Canada, au Mexique, en Finlande et aux États-Unis. La mine LaRonde en Abitibi d'Agnico-Eagle est le plus important gisement aurifère au Canada pour ce qui est des réserves. La société verse des dividendes en espèces depuis maintenant 28 années.

En juillet dernier, Agnico-Eagle a déclaré un bénéfice net trimestriel record de 100,4 millions de dollars, soit 0,64 \$ l'action, au titre du deuxième trimestre de 2010. Ces résultats financiers trimestriels record peuvent être attribués à une augmentation de 116 % de la production d'or, et une à hausse de 151 % au chapitre des marges brutes par rapport au deuxième trimestre de 2009.

Les flux de trésorerie provenant de l'exploitation ont atteint 161,6 millions de dollars (compte tenu d'une augmentation du fonds de roulement de 16,7 millions de dollars) au deuxième trimestre de 2010, contre 26,4 millions de dollars à la même période un an plus tôt (résultats qui comprenaient une baisse du fonds de roulement de 27,4 millions de dollars). Cette hausse notable est principalement imputable à la production aurifère qui a été plus du double de la production durant la période comparable en 2009, et à des prix considérablement plus élevés pour l'or, le zinc, l'argent, et le cuivre.

Les résultats financiers trimestriels record sont attribuables à une production aurifère record, comme les six mines de la société ont été exploitées ensemble pour la première fois durant le trimestre. Quatre des mines sont exploitées en régime continu alors que les deux autres en sont aux derniers stades d'optimisation. D'autres hausses de production aurifère ainsi des coûts décaissés moins élevés sont prévus pour la seconde moitié de 2010 alors que la société poursuivra l'optimisation de toutes les mines et concentrera ses efforts sur la réduction des coûts unitaires aux mines de Kittila et de Meadowbank.

Pour 2010, les dépenses en immobilisations sont estimées à 500 millions de dollars, en hausse par rapport à l'estimation précédente de 478 millions de dollars. Les sommes additionnelles serviront à apporter des améliorations aux installations de Meadowbank et de Kittila et à accélérer l'acquisition de matériel d'exploitation minière. Grâce à son solde de trésorerie, ses flux de trésorerie prévus, ses facilités de crédit disponibles et sa capacité d'emprunt accru, les activités de mise en valeur et d'exploration des projets aurifères de la société au Canada, en Finlande, au Mexique et aux États-Unis demeurent pleinement capitalisées. La valeur incontestable et le potentiel de croissance d'Agnico-Eagle en font une cible de prise de contrôle parfaite. Nous continuons donc à accroître notre participation dans ce secteur et dans Agnico-Eagle. ACHETER en fléchissement <sup>1</sup>.

Suivi par BMO Marchés des capitaux. Notes 5, 6C, 8. Tous les montants sont exprimés en \$US.



### **Alimentation Couche-Tard (ATD.B)**

Cours de clôture au 30 septembre 2010 : 23,01\$

Alimentation Couche-Tard Inc. est le chef de file de l'industrie canadienne du commerce de l'accommodation. Couche-Tard est le plus important exploitant indépendant de dépanneurs avec un réseau de 5 904 dépanneurs, dont 4 128 vendent également de l'essence.

Le 10 septembre dernier, Couche-Tard annonçait qu'elle avait signée une entente visant l'acquisition de 12 magasins dans la région d'Indianapolis en Indiana.

Le 24 août 2010, pour son premier trimestre de 2011, Couche-Tard a annoncé un bénéfice net de 129,5 millions de dollars, en hausse de 38,4 millions de dollars ou 42,2 %. Ces résultats sont principalement attribuables à l'apport croissant des ventes de marchandises et de services (qui représentent entre 75 % et 80 % des marges brutes), et à la hausse du volume de carburant (qui représente 65 % du chiffre d'affaires mais seulement entre 20 % et 25 % des marges) par magasin comparable au Canada et aux États-Unis. De plus la saine gestion de ses dépenses, ainsi qu'un taux d'imposition plus bas ont également contribué à l'amélioration de ses résultats. Ces éléments de croissance du bénéfice net ont été contrebalancés, en partie, par l'augmentation des frais liés aux modes de paiements électroniques engendrée par la hausse du prix de vente moyen du carburant.

Couche-Tard a tenté de se porter acquéreur de la chaîne Casey's de l'Iowa depuis cinq mois, ayant bonifié à deux reprises pour tenter de convaincre le conseil d'administration de Casey's du bien-fondé de l'affaire. Couche-Tard a décidé de suspendre son offre d'achat le 30 septembre 2010. La direction a démontré beaucoup de discipline dans sa tentative d'acquisition à la satisfaction de plusieurs analystes. Toutefois, Couche-Tard poursuivra son expansion et agira en tant que consolidateur aux États-Unis dans son secteur d'activité qui demeure très fragmenté.

Nous envisagerions d'inclure les titres de cette entreprise dans le compartiment croissance d'un portefeuille diversifié, comme placement dans le secteur des biens de consommation de base. Le cours de l'action est en hausse de 10 % en glissement annuel, contre une progression de 3,64 % pour l'indice SP/TSX. ACHETER en fléchissement<sup>1</sup>.

Suivi par BMO Marchés des capitaux. Notes 5, 6C, 8



**\*ARC Energy Trust (AET.UN)**

Cours de clôture au 30 septembre 2010 : 20,55\$

ARC Energy Trust est l'une des plus anciennes fiducies de redevances; elle a été constituée en 1996 à l'occasion de l'achat de 21 propriétés de Mobil Oil Canada. Ses actifs présentent à l'heure actuelle l'un des indices de durée de vie des réserves prouvées et probables les plus longs qui soient (près de 12 ans) et se composent d'une combinaison équilibrée de propriétés pétrolières et gazières canadiennes conventionnelles. ARC acquiert et met en valeur des propriétés pétrolières et gazières de longue durée à rythme d'épuisement plus lent dans l'Ouest canadien et exploite la majorité de ses actifs. La production est équilibrée entre les combustibles liquides et le gaz naturel, la majorité du pétrole étant de catégorie légère et moyenne.

ARC est une fiducie bien gérée qui possède des actifs de grande qualité. Elle affiche un profil de croissance prévisible, puisque l'expansion prévue de ses installations de Dawson devrait entraîner une hausse de 50 % des taux de production au cours des cinq prochaines années. La société continue d'obtenir des résultats de forage positifs dans la formation de Montney. Selon notre analyste, ARC Energy a un programme clair et précis d'accroissement de sa production et de ses réserves, qui devrait ressortir plus clairement lorsque le marché du gaz se rétablira. Nous estimons par ailleurs qu'ARC accordera plus d'attention et de capital aux possibilités d'exploitation pétrolière, ce qui pourrait également alimenter la hausse des cours.

En août, ARC a déclaré pour le deuxième trimestre des résultats encore une fois conformes aux prévisions : ses flux de trésorerie d'exploitation se sont établis à 0,61 \$ par part, alors que le consensus misait sur 0,60 \$ pour une production de 66 208 barils d'équivalent pétrole par jour (bep/j). La direction a souligné que la fiducie avait atteint un record de production dans la région de Dawson ce trimestre. Au vu des résultats meilleurs que prévu des tests de forage, la direction envisage d'ajouter une quatrième usine de gaz dans la région en 2013.

Au cours du trimestre, ARC a conclu un accord portant sur l'achat de Storm Exploration (gaz naturel) pour un montant approximatif de 680 millions de dollars.

Grâce à une distribution en espèces sur les douze derniers mois de 1,20 \$ (0,10 \$ par mois par part), le rendement actuel se rapproche de 5,95 %, ce qui ne représente que 46 % des flux de trésorerie d'exploitation. La fiducie se convertira en société par actions le 1<sup>er</sup> janvier 2011; elle continuera de verser des dividendes et entend maintenir sa philosophie actuelle relative aux distributions.

Les 30 plus importantes propriétés d'ARC contribuent 81 % des flux de trésorerie; le reste est dégagé par ses 142 autres propriétés. Nous continuons à accumuler les actions, les percevant comme des valeurs productrices de revenus élevés présentant un risque bien géré et offrant un certain potentiel de croissance. ACHETER<sup>1</sup>.

Suivi par BMO Marchés des capitaux. Notes 1, 2, 4, 5, 6AC, 8, 15

**\*Banque de Montréal (BMO)**

Cours de clôture au 30 septembre 2010 : 59,48\$

Fondé en 1817, BMO Groupe financier sert plus de 10 millions de clients particuliers, commerciaux et institutionnels en Amérique du Nord et à l'échelle internationale. BMO Groupe financier regroupe notamment le groupe Particuliers et entreprises, BMO Banque de Montréal, le groupe Gestion privée, des services de gestion de patrimoine, et BMO Marchés des capitaux au Canada, ainsi que Harris, aux États-Unis.

Nous considérons toujours que le titre de la Banque de Montréal présente un profil risque-rendement attrayant pour un portefeuille canadien diversifié. Nous estimons que BMO est devenue l'un des établissements de crédit les moins risqués de son groupe, après une période 2007-2008 très éprouvante durant laquelle elle avait pris un net retard par rapport à ses concurrentes en matière de crédit.

La banque continue d'afficher un bénéfice impressionnant sur le segment des services bancaires aux particuliers, ainsi que des résultats supérieurs aux prévisions en matière de crédit et de capital. L'action se négocie à un niveau comparable à celui du secteur sur le plan du ratio cours-bénéfice, et affiche une légère décote au chapitre du ratio cours-valeur comptable, ce qui représente selon BMO Marchés des capitaux une juste évaluation du titre. Son coefficient du capital de catégorie 1 est très solide et a encore augmenté par rapport aux derniers trimestres pour atteindre 13,6 % (deuxième rang parmi les banques canadiennes). Le rendement des capitaux propres (RCP) est resté ferme à 14 % au troisième trimestre.

Après un certain nombre de trimestres d'excellents résultats, la société a enregistré au troisième trimestre un bénéfice par action (BPA) de 1,14 \$, soit un chiffre inférieur aux 1,21 \$ attendus. Ce retard est essentiellement attribuable au recul des résultats d'exploitation sur les marchés des capitaux, lequel a toutefois été en partie compensé par la hausse de la marge nette sur les intérêts et par la baisse des provisions pour pertes sur créances. Les services bancaires aux particuliers et aux entreprises au Canada restent solides et constituent l'une des divisions les plus intéressantes de l'entreprise.

Le trimestre a par ailleurs été marqué par une nouvelle amélioration en matière de crédit, par des ratios de capital qui restent solides et d'excellents résultats sur le segment des activités bancaires au Canada, étayés par une hausse des volumes de prêts et par une amélioration des écarts.

Le secteur bancaire offre toujours un rendement attrayant d'environ 4 %, mais une plus grande précision quant aux exigences en capital (accords de Bâle) devrait améliorer les perspectives de croissance du dividende.

Nous nous attendons à ce que les demandes de prêts à la consommation diminuent considérablement en 2011 et 2012, même si le momentum reste bon pour 2010. Cette réduction fait état des normes d'assurance hypothécaire plus rigoureuses, de l'endettement accru des consommateurs canadiens et de la possibilité d'une augmentation de coûts d'emprunt. CONSERVER ou ACHETER en fléchissement<sup>1</sup>.

*(BMO Nesbitt Burns Inc. est une filiale en propriété exclusive de la Corporation BMO Nesbitt Burns Corporation Ltée, elle-même une filiale indirect à participation majoritaire de la Banque de Montréal.)*



## **Banque Scotia (BNS)**

Cours de clôture au 30 septembre 2010 : 54,92\$

La Banque Scotia offre des services bancaires de détail, commerciaux et d'investissement par l'entremise de 2 700 succursales et bureaux de représentation. Elle est la plus internationale des banques canadiennes et compte notamment des succursales dans les Caraïbes, en Amérique centrale et en Amérique du Sud.

La stratégie fondamentale de la Banque Scotia consiste toujours à générer une croissance durable des revenus et à procéder à des acquisitions stratégiques. La banque jouit d'une position enviable sur le marché canadien et d'une plateforme de croissance internationale bien établie; elle est en outre réputée pour la croissance soutenue et régulière de son bénéfice allié à un capital de base solide. Pour exploiter pleinement les possibilités qui s'offrent à elle dans le monde (en finançant la croissance des prêts et en réalisant des acquisitions), il est probable que la Banque Scotia procédera à une émission d'actions supplémentaire.

La Banque Scotia a dégagé au troisième trimestre un BPA avant amortissement de 0,99 \$, conforme aux prévisions. La baisse de certaines provisions pour pertes sur créances et les relativement bons résultats de négociation (293 millions de dollars dans un contexte difficile) ont été en partie annulés par des écarts plus faibles que prévus et par l'évolution des marchés des changes. La direction a par ailleurs indiqué que les marges dans les services bancaires canadiens pourraient continuer à subir les effets de l'intensification de la concurrence. La Banque Scotia affiche un ratio de capital de catégorie 1 de 11,7 %, ce qui est supérieur aux 11,2 % du trimestre précédent et conforme aux prévisions. La direction est par ailleurs très optimiste quant à sa capacité à respecter le nouveau cadre réglementaire avec un minimum de retombées sur le modèle d'affaires.

Nous craignons que les nouvelles règles quant aux exigences en capital pourraient nuire à la stratégie de croissance internationale de la Banque Scotia, mais les précisions apportées ont permis d'atténuer ces préoccupations. Nous pensons que ses activités internationales lui ouvrent une voie de croissance mieux définie que celle de ses concurrents, une fois les coûts de crédit normalisés. Bien que son titre se négocie à prime, la valorisation fait état de la performance plus robuste que prévu de la banque sur le plan du crédit durant le dernier cycle et d'un bon potentiel de croissance du dividende.

Le 16 septembre dernier, la Banque Scotia a annoncé qu'elle avait conclu une entente en vue de l'acquisition de la banque de gros Dresdner Bank Brazil S.A. L'opération lui procure une plateforme d'exploitation dans les services de gros et devrait accélérer sa croissance interne sur le marché brésilien.

La stratégie de croissance unique à cette banque, qui consiste à se concentrer sur les marchés émergents, peut sembler audacieuse à prime abord, mais nous croyons que la Banque Scotia représente un choix complémentaire parmi les banques canadiennes. CONSERVER ou ACHETER en fléchissement<sup>1</sup>.

Suivi par BMO Marchés des capitaux. Notes 1, 2, 4, 5, 6AC, 8, 19





## **Société aurifère Barrick (ABX)**

Cours de clôture au 30 septembre 2010 : 47,55\$

Première société aurifère mondiale, Société aurifère Barrick produit chaque année plus de huit millions d'onces d'or. La société possède 27 mines en exploitation, ainsi que de nombreux projets d'exploration et de mise en valeur à un stade avancé sur les cinq continents. Barrick a des réserves prouvées et probables de 138,5 millions d'onces d'or, les plus importantes du secteur. Elle possède également de vastes réserves de cuivre et d'argent. Elle domine le secteur en termes de capitalisation boursière, de production annuelle et de réserves d'or. En outre, Barrick a le bilan le plus solide de toutes les entreprises du secteur, le seul noté « A », ce qui place la société dans une situation enviable pour évaluer les occasions (d'exploration ou d'acquisition) qui pourraient se présenter à elle dans un avenir prévisible.

Le bénéfice net du deuxième trimestre de l'entreprise a augmenté de 59 % à un niveau record de 783 millions de dollars (0,79 \$ par action). Le bénéfice net ajusté a progressé de 76 % pour atteindre 759 millions de dollars comparativement à un bénéfice net ajusté de 431 millions de dollars pour le trimestre correspondant de l'exercice précédent. Les flux de trésorerie tirés de l'exploitation ont grimpé de 42 % pour s'établir à 1,02 milliard de dollars au deuxième trimestre cette année, contre 718 millions de dollars un an plus tôt, et ont dépassé les 2 milliards de dollars pour le premier semestre de 2010.

La production aurifère a été supérieure aux attentes, s'élevant à 1,94 million d'onces à un coût net par once de 358 \$ ou un coût effectif par once de 457 \$, grâce à une solide performance dans les régions de l'Amérique du Nord et de l'Amérique du Sud. Les prévisions de production pour l'ensemble de l'exercice demeurent inchangées, s'établissant entre 7,6 millions d'onces et 8,0 millions d'onces, moyennant des coûts nets par once variant de 345 \$ à 375 \$ par once ou des coûts effectifs d'entre 425 \$ et 455 \$ par once.

Le conseil d'administration de Barrick a annoncé un dividende trimestriel de 0,12 \$ par action, rompant avec son habitude de verser des dividendes semi-annuels. La société entend continuer à verser des dividendes trimestriels à l'avenir. Barrick possède des liquidités de 3,9 milliards de dollars à la fin du trimestre et des flux de trésorerie d'exploitation de 2,1 milliards de dollars en 2010. Les perspectives positives quant au prix de l'or combiné avec la solide situation financière de la société ont permis à Barrick de continuer à faire des placements à rendement élevé dans son portefeuille de projets tout en haussant simultanément son dividende.

Le projet de Pueblo Viejo en République dominicaine se déroule conformément au budget d'investissement de 3 milliards de dollars et la société s'attend toujours d'entrer en production au cours du quatrième trimestre de 2011. Nous croyons que la société profite d'un portefeuille diversifié de projets de qualité qui lui permet d'accroître la production à plus faible coût tout en élargissant ses marges. Le développement opérationnel et la mise en valeur de projets sont uniformes. Le contexte macroéconomique actuel (assouplissement quantitatif, politiques budgétaires, préoccupations à propos de l'endettement) soutient le prix de l'or. En outre, les banques centrales sont en voie de devenir des acheteurs nets en raison du change mondial excessif. Nous pensons donc qu'un portefeuille doit prévoir un mécanisme défensif, et ce secteur en est un. ACHETER en fléchissement <sup>1</sup>.

Suivi par BMO Marchés des capitaux. Notes 1, 2, 4, 5, 6AC, 8



### \*BCE Inc. (BCE)

Cours de clôture au 30 septembre 2010 : 33,48\$

BCE Inc. est la plus grande société de télécommunications du Canada. Elle gère 6,6 millions de lignes d'accès et dessert 7,0 millions d'abonnés sans fil, 2,0 millions d'abonnés à Internet et 2,0 millions d'abonnés vidéo. Bell Canada fournit des services de téléphonie fixe à des clients de l'Ontario et du Québec, ainsi que dans les provinces de l'Atlantique par l'intermédiaire de sa filiale à 43,4 %, le Fonds de revenu Bell Aliant. Bell Mobilité offre des services sans fil à l'échelle nationale.

BCE offre une relative stabilité dans un contexte macroéconomique incertain, compte tenu de la solidité de son bilan, du niveau attrayant de son ratio dividende-cours et de l'abondance de ses flux de trésorerie disponibles. En outre, la direction a clairement fait savoir qu'elle s'efforçait en priorité de réduire ses coûts, d'améliorer son exploitation et de retourner de la valeur à ses actionnaires. Au vu de la solidité des initiatives stratégiques de BCE (sans fil et large bande) et de l'importance donnée au contrôle des coûts, nous pensons qu'au cours de 2010 et jusqu'en 2011, BCE devrait être en mesure d'améliorer ses résultats d'exploitation et financiers. L'embellie de la conjoncture économique devrait en outre se traduire par une nouvelle amélioration de ses résultats. Le titre offre un rendement très attrayant de 5,4 %. Le 5 août dernier, BCE a publié pour le deuxième trimestre des résultats solides caractérisés par un BPA de 0,77 \$. La société a enregistré une croissance importante du nombre de ses abonnés aux services sans fil post-payés, une hausse de son revenu moyen par abonné et des marges solides dans la téléphonie fixe.

Le 10 septembre, BCE a annoncé qu'elle avait convenu d'acquérir 100 % des actions de CTV. L'opération lui donnera la pleine propriété des meilleurs actifs média au Canada pour rehausser la croissance des services de télévision, de sans fil et en ligne de BCE. L'acquisition renforce considérablement sa situation concurrentielle et la transforme en le plus important fournisseur de contenu dans le segment du sans fil au Canada. ACHETER<sup>1</sup>

Suivi par BMO Marchés des capitaux. Notes 1, 2, 4, 5, 6ABC, 13, 15

## CTV

Television



Radio





## **Chemins de fer nationaux du Canada (CNR)**

Cours de clôture au 30 septembre 2010 : 65,80\$

Le CN exploite le plus important réseau ferroviaire au Canada, soit environ 20 300 milles de voies couvrant le Canada et le centre des États-Unis. Il s'agit du seul réseau qui traverse le continent d'est en ouest et du nord au sud, desservant des ports sur l'Atlantique, le Pacifique et dans le golfe du Mexique. Un placement dans le CN offre une exposition à la reprise cyclique en Amérique du Nord, à une croissance des produits tirés d'initiatives qui visent à élargir son marché potentiel global, et à la meilleure entreprise dans sa catégorie qui dispose de tous les outils qu'il lui faut pour répondre aux besoins d'une croissance du volume à très faible coût.

CN présente un solide bilan et d'excellentes capacités de production de flux de trésorerie. Les principaux risques auxquels la société est confrontée sont l'économie, la hausse du dollar canadien et la réglementation.

Pour le deuxième trimestre de 2010, le CN a dévoilé un BPA de 1,13 \$, en hausse de 49 % par rapport au BPA de 0,76 \$ dégagé au cours de la période correspondante un an plus tôt. L'effet indésirable de la force du huard comparativement à l'an dernier s'élève à environ 0,07 \$. Si l'on exclut l'incidence des fluctuations des taux de change, la croissance du BPA aurait atteint 58 % en glissement annuel. Les produits correspondent essentiellement aux prévisions. Le CN a généré des flux de trésorerie disponibles s'élevant à 465 millions de dollars au deuxième trimestre et à 958 millions de dollars depuis le début de l'année. Nous prévoyons que la société déclarera des marges d'exploitation en hausse de 55 % pour le troisième trimestre de 2010, reflétant la vigueur de son exploitation et la solidité de son portefeuille de produits. Nous continuons de surveiller les négociations qui se déroulent entre la société et ses 2 700 chefs de train. Nous croyons que le syndicat de ces derniers demandera aux membres de lui donner un mandat de grève d'ici peu.

La direction a haussé ses prévisions quant à la croissance des volumes pour 2010 à près de 15 %. La vigueur de la reprise explique en grande partie ces perspectives améliorées. La société prévoit dorénavant une croissance du bénéfice de 25 % pour 2010, ce qui sous-entend un BPA de 4,05 \$, en hausse par rapport à un BPA de 3,24 \$ dégagé en 2009. À notre avis, cette orientation est prudente et tient compte du climat économique actuel incertain.

La direction se concentre actuellement sur une stratégie qui vise à transformer la société en une entreprise davantage centrée sur le client. Cette stratégie devrait soutenir la croissance des volumes et les prix à l'avenir. L'équipe d'exploitation est convaincue que le CN dispose toujours d'une très bonne marge de manœuvre pour améliorer sa productivité et optimiser son efficacité.

L'orientation stratégique privilégiant les éléments producteurs de croissance des produits (fidélisation des clients, fiabilité du service, premier et dernier kilomètres) n'est pas étonnante et représente une progression naturelle pour la société. La stratégie offre la possibilité d'optimiser l'avantage dont profite la société dans la chaîne d'approvisionnement et de soutenir une croissance solide et à long terme de la plus-value pour les actionnaires. Alors que les sociétés ferroviaires sont toutes vulnérables au momentum de l'économie, nous tablons sur la croissance additionnelle à long terme des valorisations. ACHETER en vue d'une appréciation à long terme du capital<sup>1</sup>.

Suivi par BMO Marchés des capitaux. Notes 5, 6C, 8, 13



## CANADIAN PACIFIC

### Canadien Pacifique (CP)

Cours de clôture au 30 septembre 2010: 62,86\$

Le Canadien Pacifique offre des services de transport ferroviaire et intermodal au moyen d'un réseau de plus de 14 000 milles qui s'étend de Montréal à Vancouver, et dessert également les États du Midwest et du Nord-est américain.

Le 28 juillet 2010, le CP a déclaré un BPA rajusté de 0,92 \$ (en hausse de 96 % en glissement annuel). Cette heureuse surprise par rapport à nos prévisions découle principalement d'une hausse plus faible que prévu (soit 7 % contre des prévisions de 12 % en glissement annuel) des frais d'exploitation (hors carburant). Il s'agit d'une performance digne de mention du point de vue du levier opérationnel, particulièrement comme la reprise a été alimentée par une forte croissance des activités de gros (potasse et charbon), ces dernières intégrant de façon typique une plus grande proportion de coûts variables.

Le CP profite de la reprise économique. Nous estimons que la productivité de la main-d'œuvre s'est améliorée de 18 % durant le deuxième trimestre, tandis que la productivité du matériel continue de s'améliorer comme en témoigne la hausse de 4 % du poids des wagons et celle de 11 % des wagons-milles par wagon-jour, ainsi que la diminution de 3 % au chapitre des temps d'arrêt. L'augmentation globale des marges de la société pour le deuxième trimestre s'élève à 44 %.

Nous pensons que la société sera en mesure de réaliser des marges intéressantes et une bonne croissance du BPA pour le reste de 2010 alors qu'elle concrétise des projets d'amélioration de l'efficacité opérationnelle et de réduction des coûts de structure. À ce stade de la reprise économique, il en coûte très peu de plus pour augmenter le volume des transports intermodaux puisqu'il suffit d'ordinaire d'ajouter tout simplement des wagons à des trains déjà prévus.

Le 20 septembre, le CP a annoncé l'émission de billets à 4,45 % échéant en 2023 pour une valeur de 350 millions de dollars US. Ces fonds, jumelés aux fonds généraux, serviront à effectuer un versement anticipé volontaire de 650 millions de dollars CA aux régimes de retraite à prestations déterminées de la société.

Comme il s'agit de la plus petite société ferroviaire faisant parti d'un oligopole nord-américain, le CP est plus susceptible que ces concurrents de devenir la cible d'une opération de prise de contrôle, et sa valorisation actuelle fait état de la situation.

Même si le cours actuel joue toujours près du sommet de sa plage historique par rapport à ses pairs, la croissance du bénéfice demeure attrayante. Investir dans les ferroviaires représente une vote de confiance en la reprise économique. ACHETER en vue d'une appréciation à long terme du capital<sup>1</sup>.

Suivi par BMO Marchés des capitaux. Notes 1,2,4, 5, 6C, 8



**\*EnCana Corporation (ECA)**

Cours de clôture au 30 septembre 2010 : 31,09\$

EnCana demeure l'un des principaux producteurs de gaz naturel en Amérique du Nord et est sortie de la restructuration résolument concentrée sur le gaz naturel non classique. Ses activités intégrées d'exploitation des sables bitumineux ont été transféré dans une nouvelle société publique Cenovus. Nous estimons que la restructuration améliorera la visibilité du potentiel de croissance des deux entreprises, fera mieux ressortir la valeur de ses deux principales bases d'actifs. EnCana mettra l'accent sur les possibilités liées au gaz non classique, grâce notamment à certains des projets d'exploitation de ressources schisteuses les plus prolifiques de l'Amérique du Nord. Elle est bien placée pour assurer une croissance stable de sa production et de ses flux de trésorerie disponibles, compte tenu de ses actifs impressionnants et de sa présence dans pratiquement tous les projets de ressources en gaz naturel clés et émergents.

EnCana a récemment annoncé pour le deuxième trimestre des résultats largement supérieurs aux prévisions, attribuables à l'ampleur de ses volumes de production, à la baisse de ses coûts d'exploitation et à des remboursements d'impôts en espèces. La société a déclaré des flux de trésorerie d'exploitation de 1,65 \$ US. EnCana reste financièrement solide malgré l'orientation plutôt défavorable des prix du gaz naturel. Les investissements devraient également progresser de 500 millions de dollars à 5 milliards de dollars afin d'accélérer les projets de croissance à long terme et d'augmenter les capacités de production de l'entreprise avant 2011. Nous pensons que les prix du gaz naturel demeureront défavorables puisque que, selon nous, la production infracôtière américaine demeure supérieure aux attentes. À plus long terme, nous envisageons la possibilité d'une hausse de la demande pour des motifs écologiques dans le marché de la production d'énergie ou celui du transport. CONSERVER<sup>1</sup>.

Suivi par BMO Marchés des capitaux. Notes 5, 6C, 8



**Cenovus (CVE)**

Cours de clôture au 30 septembre : 29,59\$

Cenovus Energy est une société pétrolière intégrée dont le siège social se trouve à Calgary en Alberta. Ses activités comprennent des projets de récupération améliorée ainsi que la production de gaz naturel et de pétrole brut en Alberta et en Saskatchewan. Elle détient aussi une participation dans deux raffineries de qualité en Illinois et au Texas. Son projet de sable bitumineux est perçu comme un projet attrayant dans le secteur. À mesure que se poursuit la consolidation dans le secteur, la société pourrait devenir la cible d'une offre publique d'achat.

Considéré comme une société de classe moyenne, sa production médiane a atteint 253 700 bep/j. Les actions offrent une exposition à la croissance prévisible à forte marge du secteur des sables bitumineux et autres ressources inexploitées. Avec son dividende de près de 3 %, nous pensons que le titre représente un placement assez audacieux qui offre à la fois des revenus et des possibilités de croissance. ACHETER<sup>1</sup>.

Suivi par BMO Marchés des capitaux. Notes 1, 3, 4, 5, 6AC, 8



## **Fortis Inc (FTS)**

Cours de clôture au 30 septembre : 31,94\$

Fortis Inc. (FTS) est une société de portefeuille cotée en bourse et présente dans quatre secteurs d'activité principaux : les services publics d'électricité, la distribution non réglementée de gaz naturel, la production non réglementée d'électricité et les activités immobilières. Les services d'électricité regroupent Newfoundland Power, Maritime Electric, FortisOntario, Belize Electricity, Caribbean Utilities, Fortis Turks and Caicos, FortisAlberta et FortisBC.

La société est la plus importante entreprise de services publics de distribution appartenant à des investisseurs au Canada. Elle a réalisé des produits de 3,6 milliards au cours de l'exercice 2009. Son actif total s'élève à plus de 12 milliards de dollars. La société dessert environ 2 100 000 clients (gaz et électricité).

Pour le deuxième trimestre, Fortis a déclaré un BPA de 0,32 \$, conforme aux estimations de BMO Marchés des capitaux; les différentes divisions ont dégagé des résultats globalement conformes aux attentes. Bon nombre des décisions réglementaires favorables relatives au coût du capital rendues en 2009 se reflètent désormais dans les résultats de 2010 de Fortis. La performance du trimestre a été alimentée par Terasen Gas et FortisBC, en partie contrebalancée par des charges d'entreprise plus élevées.

Au 30 juin 2010, Fortis disposait de facilités de crédit consolidées totalisant environ 2,1 milliards de dollars, dont la somme d'environ 1,4 milliard était inutilisée. La plupart des facilités viennent à échéance entre 2011 et 2013.

La société a récemment annoncé sa participation à un partenariat visant à agrandir les installations du barrage de Waneta, situé près de Trail, en Colombie-Britannique. Le montant des investissements est estimé à 900 millions de dollars et le site devrait être mis en service au printemps 2015. Fortis possèdera une participation de 51 % dans le partenariat et sera responsable de l'exploitation et de la maintenance des installations après la mise en service. Les revenus générés par le site devraient dépendre des capacités de production, ce qui devrait réduire le risque hydrologique associé à la centrale. À notre avis, ce placement est intéressant pour Fortis, et nous croyons que la société est en mesure de croître grâce à un modèle d'affaires diversifié et relativement peu risqué.

Le programme d'investissements d'envergure de Fortis, qui devrait s'élever à environ 1,1 milliard de dollars en 2010 et croître pour atteindre près de 5 milliards de dollars entre 2010 et 2014, devrait soutenir et le bénéficier, et les dividendes. Fortis est toujours en quête d'acquisitions qui lui permettront de réaliser une croissance rentable, se concentrant sur des occasions stratégiques d'acquisition d'entreprises de services publics réglementés d'électricité et de gaz naturel de base aux États-Unis, au Canada et dans les Caraïbes. La société entend aussi accroître ses activités non réglementées pour appuyer sa stratégie dans le secteur réglementé. Le rendement des actions s'approche de 3,59 % et les valeurs offrent un léger potentiel de croissance. Nous pensons que le titre est avantageux, compte tenu du modèle d'affaires diversifié et relativement peu risqué de la société. ACHETER en fléchissement<sup>1</sup>.

Suivi par BMO Marchés des capitaux. Notes 1, 2, 4, 5,6AC



## **GLV Inc. (GLV.A)**

Cours de clôture au 30 septembre 2010 : 7,67\$

GLV Inc. est un fournisseur mondial de technologies et de procédés servant à diverses applications environnementales, municipales et industrielles. Elle offre également des solutions de tamisage des prises d'eau alimentant les centrales d'énergie, les raffineries et les installations de dessalement. Son groupe Pâtes et papiers se spécialise dans la conception et la mise en marché mondiale d'équipements destinés à diverses étapes de la production de la pâte et du papier.

En août, GLV dévoilé une perte nette de 0,09 \$ par action pour le premier trimestre de 2011 et des produits d'exploitation de 152,6 millions de dollars. Exclusion faite de l'apport positif de Christ Water Technology (CWT) acquis en décembre 2009, le groupe Traitement des eaux a déclaré une variation organique négative de 11,6 % en glissement annuel. Le carnet de commandes s'élevait à 452 millions de dollars. La société prévoit réaliser des produits d'exploitation de l'ordre de 700 millions de dollars à 750 millions de dollars pour l'exercice 2011, chiffre qui demeure inchangé par rapport à son orientation précédente. La direction prévoit que les conditions du marché pour les deux groupes continueront de s'améliorer.

GLV a annoncé l'obtention par CWT de contrats totalisant plus de 30 millions de dollars pour la livraison de matériel de traitement de l'eau à deux entreprises du secteur de la microélectronique. La direction a noté que le niveau d'activité dans le secteur des semi-conducteurs reprend de la vigueur et que ces commandes devraient ajouter au carnet de commandes pour l'exercice 2011. Nous demeurons encouragés par les signes avant-coureurs de réussite de l'intégration de CWT et du meilleur équilibre entre les segments industriel et municipal du marché.

Le 13 septembre 2010, GLV a confirmé le regroupement de toutes les activités de son groupe Traitement des eaux sous une même marque, soit Ovivo. Ainsi, elle réunit des entreprises qui ont acquis une renommée parmi les plus grandes dans le secteur de l'eau et qui cumulent plus de deux siècles d'histoire. Ovivo exerce ses activités à partir de 21 pays, répartis sur cinq continents.

Comme la demande pour l'eau de la part de la société et de l'économie mondiale est de plus en plus grande, il en résulte une croissance des attentes en ce qui concerne l'accès à des applications toujours plus spécialisées pour la gestion de l'eau propre, pour la mise au point de systèmes efficaces de traitement des eaux usées et de procédés, pour la valorisation énergétique des eaux usées et pour la réutilisation de l'eau. La rareté des ressources, la réglementation rigoureuse et les principes de responsabilité sociale des entreprises, combinés au fait que l'accès à l'eau est de plus en plus reconnu comme un enjeu d'affaires important, favorisent la création d'occasions de croissance des plus intéressantes. Les actions de GLV cadrent bien avec une stratégie de portefeuille diversifié en raison du potentiel de croissance à long terme et de la répartition sectorielle. ACHETER<sup>1</sup>

Suivi par BMO Marchés des capitaux. Notes 1, 2, 4, 6A



### **\*Goldcorp Inc. (G)**

Cours de clôture au 30 septembre 2010 : 44,70\$

Goldcorp affiche les plus faibles coûts et la croissance la plus rapide de tous les grands producteurs d'or. La société exerce ses activités et a des projets de mise en valeur dans des pays à faible risque politique à l'échelle des Amériques. Société canadienne dont le siège social se trouve à Vancouver, au Canada, Goldcorp compte plus de 10 000 employés à l'échelle mondiale. Goldcorp souscrit pleinement aux principes de responsabilité en matière d'exploitation minière et se trouve dans une position idéale pour procurer une croissance et un rendement soutenus et supérieurs dans son secteur d'activité.

Les résultats du deuxième trimestre dévoilés le 28 juillet 2010 montrent que la production d'or est passée à 609 500 onces contre 582 400 onces pour le trimestre correspondant un an plus tôt. Le coût effectif total s'élevait à 363 \$US l'once, déduction faite des sous-produits de l'argent et du cuivre. Sans déduire les sous-produits, le coût effectif total s'élevait à 448 \$ par once d'or. Le bénéfice net a grimpé à 828,3 million de dollars (soit 1,13 \$ par action), comparativement à une perte nette de 231,6 millions de dollars subie en 2009. La force du dollar canadien et du peso mexicain a retranché environ 13,1 millions de dollars du bénéfice des activités canadiennes, et environ de 0,8 million de dollars de celui des activités au Mexique. La production d'or de Goldcorp ne fait l'objet d'aucune couverture, ce qui lui permet de profiter pleinement de la volatilité du prix de l'or.

Au 30 juin 2010, le portefeuille de projets en exploitation de Goldcorp comprenait les mines d'or Red Lake, Porcupine et Musselwhite au Canada, la mine d'or et d'argent San Dimas et les mines d'or Los Filos et El Sauzal au Mexique, la mine d'or et d'argent Marlin au Guatemala, la mine d'or et de cuivre Alumbrera (participation de 37,5 %) en Argentine, et les mines d'or Marigold (participation de 66,7 %) et Warf aux États-Unis.

Durant le deuxième trimestre de 2010, l'amplification des inquiétudes quant à la crise des dettes souveraines en Europe et à la lenteur de la reprise de l'économie mondiale a propulsé le prix de l'or vers de nouveaux sommets, soit plus de 1 300 \$. La société a réalisé un prix moyen de 1 208 \$ par once d'or, une augmentation de 9 % par rapport au prix moyen réalisé de 1 110 \$ par once au trimestre précédent.

Après 2010, les flux de trésorerie d'exploitation dégagés par la société et le financement à sa disposition en vertu de diverses facilités de crédit devraient être suffisants pour soutenir autant la croissance qu'une expansion éventuelle. Alors que le projet de Peñasquito demeure la source principale de la croissance de la production aurifère de la société au cours des cinq années à venir, la production des mines du district de Red Lake et de Pueblo Viejo (en 2011) et de la mine Éléonore au Québec (en 2014) fera des apports non négligeables. Un placement dans une société aurifère permet de participer à la croissance intéressante du secteur des matériaux et constitue une protection contre la volatilité. ACHETER<sup>1</sup>

Suivi par BMO Marchés des capitaux. Notes 1, 2, 3, 4, 5, 6AC, 8, 16



## **Industrielle Alliance (IAG)**

Cours de clôture au 30 septembre 2010 : 31,60\$

Quatrième plus importante société d'assurance de personnes au Canada, l'Industrielle Alliance offre une gamme variée de produits d'assurance vie et maladie, d'épargne et de retraite. Son réseau compte 1 600 représentants rattachés et 12 000 courtiers à l'échelle du Canada. La société gère un actif de 56 milliards de dollars.

En juillet, la société a déclaré un BPA de 0,68 \$ au titre du deuxième trimestre de 2010, compte non tenu de l'effet du recul des marchés boursiers durant le trimestre (0,04 \$), des frais découlant du rachat d'un contrat de financement de commission (0,01 \$) et de la hausse de la charge à l'établissement des nouveaux contrats (0,03 \$).

Comme aux trimestres précédents, les ventes du secteur de la Gestion de patrimoine individuel ont été vigoureuses, en hausse de 89 % d'une année à l'autre après avoir connu une progression de 84 % le trimestre précédent, grâce à la remontée des marchés boursiers au cours de la dernière année, à la bonne performance des fonds et à la vigueur du réseau de distribution IA Clarington. La part du marché de la société continue d'augmenter. Ainsi, la société se classait au deuxième rang au chapitre des ventes nettes de fonds distincts après les deux premiers trimestres de 2010. Les ventes dans le secteur de l'Assurance individuelle étaient en hausse de 27 %, tandis que celles des secteurs de l'Assurance collective et des primes et dépôts avaient progressé, respectivement, de 5 % et 9 %. En revanche, les ventes dans le secteur des Rentes collectives ont chuté de 41 %.

Les données fondamentales sous-jacentes sont encore solides et, comme prévu, le momentum des ventes demeure robuste. Le deuxième trimestre de 2010 n'a apporté aucune surprise, et le BPA estimé de 2,90 \$ pour 2010 est toujours conforme à l'orientation donnée, qui variait entre 2,75 % et 3,25 \$. Il en est de même pour le RCP (rendement des capitaux propres) estimé pour 2011 qui, à 12,6 % cadre toujours avec la cible de 12 % à 14 %. À 10,8 fois le BPA prévu pour 2011, le titre d'Industrielle Alliance est peut-être valorisé trop parfaitement. La société peut donc difficilement se permettre de rater son tir, particulièrement pour ce qui est du BPA. Le risque le plus important pour la société est le repli des rendements des obligations à long terme (risque plus important que pour ses concurrents) et, même si elle s'est traditionnellement servie des gains de mortalité pour compenser ce risque, cela pourrait donner l'impression de bénéfices de moindre qualité. Nous estimons que si les rendements d'obligations à long terme demeurent à leurs niveaux actuels, l'incidence d'une hausse des provisions liées aux taux d'intérêt sur le BPA pourrait s'élever à 0,36 \$ à la fin de 2010 (en raison de la variation annuelle du taux de réinvestissement ultime).

Nous conservons le titre d'Industrielle Alliance dans notre portefeuille modèle pour les raisons suivantes : sa bonne structure de gestion du risque, la résilience de son portefeuille de placements, ses bonnes pratiques de gestion des capitaux, ses réseaux de distribution et sa gamme d'activités traditionnelles et non traditionnelles à divers stades de maturité.  
CONSERVER <sup>1</sup>.

Suivi par BMO Marchés des capitaux. Notes 1, 2, 4, 5, 6AC



## **Innergex (INE)**

Cours de clôture au 30 septembre 2010 : 9,45\$

Pionnière dans le secteur de l'énergie renouvelable au Canada, Innergex est un important promoteur, propriétaire et exploitant de centrales hydroélectriques au fil de l'eau et de parcs éoliens en Amérique du Nord. Innergex détient un portefeuille de projets qui se compose de participations dans 17 centrales en exploitation d'une puissance installée nette globale de 326 MW, de participations dans sept autres projets en développement d'une puissance installée nette globale de 203 MW et faisant l'objet de contrats d'achat d'électricité. La société a pour cible d'autres projets qui totalisent plus de 2 000 MW (net) sur lesquels la direction a soumis des appels d'offres qui devraient tous entrer en exploitation d'ici 2012.

Pour le deuxième trimestre de 2010, Innergex a enregistré des produits d'exploitation et un BAIIA supérieurs à ceux de la période correspondante de 2009. Cette hausse découle du nombre accru d'installations exploitées par Innergex en 2010 comparativement à 2009, à la suite du regroupement d'Innergex Énergie, Fonds de revenu (le « Fonds ») et de la société, le 29 mars 2010. L'augmentation des produits a été en partie contrebalancée par une réduction des niveaux de production des installations détenues par le Fonds avant le regroupement. De plus, la centrale Ashlu Creek a été en arrêt pendant un certain laps de temps afin de permettre l'inspection du tunnel et les travaux d'amélioration qui en ont découlé. Par ailleurs, la production d'énergie moins importante que prévue au cours du deuxième trimestre est principalement attribuable à de mauvaises conditions climatiques.

Pour le deuxième trimestre de 2010, les activités d'exploitation d'Innergex ont généré des flux de trésorerie ajustés de 13,8 millions de dollars, contre 9,2 millions de dollars en 2009. La société entend verser un dividende de 0,58 \$ par action par année, payable trimestriellement.

Le 6 juillet dernier, Innergex a soumis huit projets de production d'énergie éolienne à Hydro-Québec Distribution dans le cadre de l'appel d'offres pour la production de 250 MW d'énergie éolienne en partenariat avec les communautés. La mise en service de ces projets est prévue pour décembre 2013.

Un placement dans Innergex est intéressant pour les stratégies de revenu et de croissance puisque le rendement boursier, qui s'élève à 6,10 %, est très attrayant dans le contexte actuel de faibles taux d'intérêt. Une récente émission d'actions privilégiées ainsi que le regroupement de la société avec la fiducie ont amélioré la liquidité et la stabilité financière de l'entreprise. Enfin, les risques devraient s'atténuer tandis que les flux de trésorerie d'exploitation devraient augmenter grâce à l'issue positive des soumissions des projets de production d'énergie éolienne en partenariat avec les communautés. ACHETER en fléchissement <sup>1</sup>.

Suivi par BMO Marchés des capitaux. Notes 1, 2, 4, 5, 6AC



## **Metro Inc. (MRU.A)**

Cours de clôture au 30 septembre 2010 : 44,64\$

Metro est le troisième détaillant alimentaire en importance au Canada, fournissant 559 épiceries franchisées et exploitées par la société sous les bannières Metro, Super C et Food Basics. La société approvisionne également divers établissements, restaurants, hôtels et détaillants. Sa filiale, McMahan Distributeur pharmaceutique inc., est le franchiseur de 122 pharmacies Brunet et de 65 pharmacies Clini Plus. Un magasin Metro typique a une superficie d'environ 40 000 pieds carrés. En outre, Metro détient une participation de 11,2 % dans Alimentation Couche-Tard, représentant 23,4 % des droits de vote.

Pour le troisième trimestre de l'exercice 2010, terminé le 3 juillet dernier, Metro a dévoilé un bénéfice net de 120,0 millions de dollars, ou 1,12 \$ par action, ce qui correspond au consensus des analystes, et est en hausse par rapport au bénéfice net de 112,6 millions de dollars, ou 1,01 \$ par action, réalisé durant la même période de l'exercice précédent. Le chiffre d'affaires a augmenté de 1,4 % au troisième trimestre de 2010 pour atteindre 3 561,3 millions de dollars, correspondant généralement aux estimations du consensus. Au troisième trimestre, le chiffre d'affaires des magasins comparables a diminué de 0,6 %, ce qui est plus que prévu, mais représente néanmoins une légère amélioration par rapport au recul de 0,7 % accusé au deuxième trimestre. Le comportement d'achat des consommateurs est semblable à celui du deuxième trimestre. Les chiffres d'affaires des premier, deuxième et troisième trimestres de 2010 ont augmenté respectivement de 1,7 %, de 1,1 % et de 1,4 % par rapport à ceux de 2009. Ces croissances ont été réalisées malgré une déflation persistante dans certaines catégories de produits en 2010, alors que l'an dernier, une importante inflation des prix des aliments ainsi que la fermeture temporaire de plusieurs magasins d'un compétiteur en conflit de travail avaient favorisé le chiffre d'affaires des trimestres correspondants.

Avec ses détaillants, la société a investi 231,6 millions de dollars au cours des 40 premières semaines de l'exercice 2010 pour une augmentation nette de 406 200 pieds carrés ou 2,1 % du réseau de détail. Elle a ouvert 13 nouveaux magasins et a entrepris des agrandissements et des rénovations d'envergure dans 32 magasins. Metro continue de dégager de bons résultats, malgré une déflation persistante, et le momentum des bénéfices demeure solide. Les gains de productivité permettent à la direction de continuer à améliorer les marges. Toutefois, la possibilité d'une acquisition pourrait peser sur les données fondamentales en matière de crédit, selon la structure de l'opération.

Malgré une conjoncture difficile, nous ne percevons aucun risque de liquidité et jugeons robuste la situation financière de la société à la fin du troisième trimestre de 2010. Metro dispose d'une ligne de crédit renouvelable inutilisée de 400 millions de dollars. Le ratio d'endettement ne s'élève qu'à 29.5%. Forte d'un chiffre d'affaires annuel de 11 milliards de dollars, Metro est un chef de file dans les secteurs de l'alimentation et des pharmacies au Québec et en Ontario. Ses actions offrent aux investisseurs une exposition au secteur des produits de consommation de base ainsi que d'intéressantes possibilités de croissance. Nous pensons toujours que le secteur renouera avec l'inflation des aliments au détail d'ici la fin de l'année, ce qui devrait soutenir le chiffre d'affaires, le bénéfice et le multiple de Metro. CONSERVER ou ACHETER en fléchissement<sup>1</sup>.

Suivi par BMO Marchés des capitaux. Notes 5, 6C



## **Financière Manuvie (MFC)**

Cours de clôture au 30 septembre 2010 : 12,98\$

Manuvie est un important fournisseur mondial de produits et de services de protection financière et de gestion de patrimoine. Elle est présente dans 19 pays et territoires, principalement aux États-Unis, au Canada, à Hong Kong, au Japon et en Chine. Elle est la plus grande compagnie d'assurance vie du Canada; l'actif de son fonds général s'élève à 188 milliards de dollars et le montant total des fonds gérés atteint 437 milliards de dollars. Manuvie est également le premier assureur vie en importance en Amérique du Nord de par la capitalisation boursière.

Manuvie continue de dévoiler des résultats négatifs, inférieurs aux attentes du consensus des analystes. En août, pour le deuxième trimestre de 2010, la société a déclaré une perte nette par action de 1,36 \$ alors que les charges hors trésorerie liées au repli des marchés des actions pendant le trimestre se sont élevées à 1,7 milliard de dollars. Les charges hors trésorerie liées à des taux d'intérêt plus bas se sont élevées à 1,5 milliard de dollars pour le trimestre.

Le trimestre a été décevant alors que la volatilité du contexte macroéconomique a plombé le bénéficiaire. Depuis quelque temps, Manuvie travaille à réviser la tarification et la conception de ses produits, plus spécifiquement les rentes à capital variables et produits garantis à long terme.

Une perte nette estimée de 1,00 \$ en charges possibles pour le troisième trimestre n'a rien d'encourageant. Une transformation si profonde qui voit la société délaissier ce qui, traditionnellement, représentait des secteurs importants à croissance rapide pour s'ouvrir à d'autres (comme l'Asie) requiert du temps. Et la volatilité persistante du contexte macroéconomique n'aide en rien. À notre avis, les capitaux demeurent satisfaisants, à moins que le S&P 500 ne glisse sous les 950 points (ce qui représenterait une correction d'environ 15 %). À ce moment, nous estimons que le risque au chapitre des exigences en capital sera élevé.

En septembre, Manuvie a émis des billets d'un capital total de 1,1 milliard de dollars venant à échéance dans cinq et dans dix ans, ce qui pousse l'endettement total de la société (compte tenu des actions privilégiées et des instruments hybrides) de 27,7 % à 30 %, probablement aux limites supérieures de sa fourchette, et bien au-delà de sa cible à long terme de 25 %. Manuvie ne dispose ainsi plus d'une grande marge de manœuvre pour émettre d'autres titres de créance ou actions privilégiées. La réassurance externe ou, peut-être, un désinvestissement, constitueraient des solutions possibles que Manuvie envisagerait bien avant une émission d'actions ou une réduction du dividende.

Étant donné la situation, nous réduisons graduellement notre exposition à la société, profitant de l'occasion pour compenser, s'il y a lieu, des gains en capital réalisés dans le portefeuille. Manuvie est très sensible aux variations (tant positives que négatives) des marchés boursiers, ce qui représente un facteur à envisager avant de négocier ses actions. Pour ceux qui ne détiennent pas d'actions de Manuvie, nous privilégions le secteur bancaire à celui de l'assurance dans ce contexte de faibles taux d'intérêt. CONSERVER ou RÉDUIRE dans le cadre d'une stratégie de répartition d'actifs ou pour des questions d'ordre fiscal<sup>1</sup>.

Suivi par BMO Marchés des capitaux. Notes 1, 2, 4, 5, 6AC, 8



## **Corporation Power (POW)**

Cours de clôture au 30 septembre 2010 : 26,80\$

La Corporation Power est une société internationale diversifiée de gestion et de portefeuille qui détient une participation de 66,1 % dans la Corporation Financière Power (laquelle détient des participations directes dans Great-West Lifeco et la Société financière IGM et une participation indirecte dans Pargesa Holding), une participation de 100 % dans Gesca Ltée et une participation de 4,3 % dans CITIC Pacific Limited. Gesca est un éditeur de quotidiens de langue française au Québec, CITIC Pacific, une société de portefeuille qui se négocie sur la bourse de Hong Kong.

Des produits plus faibles que prévus réalisés par les entreprises autres que celles de la Corporation financière Power ont pesé sur les résultats récemment dévoilés au titre du deuxième trimestre de 2010, mais ceux-ci sont néanmoins conformes aux estimations du consensus. Ainsi, la Corporation Power a déclaré un BPA de 0,54 \$ au deuxième trimestre de 2010, contre un BPA de 0,47 \$ au trimestre correspondant un an plus tôt. A noter qu'inclus dans les résultats de l'an dernier, Power avait enregistré une perte non récurrente provenant de leur division d'investissement privé Européenne, les fonds Sagard.

La Corporation Power a laissé le dividende trimestriel inchangé depuis le début de la crise financière. La société de portefeuille présente une position de trésorerie nette de 474 millions de dollars. Compte tenu des dividendes versés par la Corporation financière Power, les flux de trésorerie de la société devraient demeurer relativement stables.

La Corporation financière Power et la Great-West ont dévoilé des résultats conformes aux attentes pour le deuxième trimestre de 2010, la Great-West ayant encore une fois connu une forte croissance de son chiffre d'affaires. Au Canada, les ventes d'assurance individuelle ont augmenté de 24 %. La division américaine des services financiers a elle aussi enregistré de bons résultats et est en hausse de 48 % sur 12 mois. La société n'est que très modestement exposée aux banques et à la dette publique des pays du pourtour de l'Europe et elle demeure la moins sensible aux fluctuations des marchés boursiers et des taux d'intérêt du secteur canadien de l'assurance-vie. Pour sa part, IGM, qui a réduit ses coûts, représente une source de stabilité grâce à son envergure, son excellente situation financière, ses marges élevées et ses importants flux de trésorerie disponibles.

La Corporation Power demeure un placement de base de tout portefeuille équilibré en raison de la solidité des modèles d'affaires de la Financière Power, de la décote par rapport à la valeur de l'actif net (VAN) relativement attrayante et du rendement boursier actuel de 4,26 %. Le bilan présente en outre des actifs de grande qualité et un bon volume d'affaires.

Pour les sociétés de portefeuille, notre principal outil d'évaluation est l'analyse de la valeur de l'actif net. La VAN actuelle de la Corporation Power est estimée à 31,96 \$ par action. L'action se négocie à un cours d'environ 27,25 \$ (une décote de près de 15 % par rapport à la VAN). Nous continuons donc à accumuler le titre à ses niveaux actuels. ACHETER<sup>1</sup>.

Suivi par BMO Marchés des capitaux. Notes 2, 4, 5, 6AC



## **SNC • LAVALIN**

### **SNC-LAVALIN (SNC)**

Cours de clôture au 30 septembre 2010 : 52,60\$

SNC-Lavalin est l'un des plus importants groupes d'ingénierie et de construction au monde. La société détient une participation de 16,8 % dans 407 International, société qui exploite, assure l'entretien et détient les droits d'exploitation d'une autoroute à péage desservant la région du Grand Toronto jusqu'en 2098.

SNC-Lavalin a déclaré un BPA de 0,64 \$ pour le deuxième trimestre de 2010 grâce aux solides résultats tirés de concessions autres que l'Autoroute 407. Les produits d'exploitation se sont repliés de 6,5 % à 1,3 milliard de dollars en glissement annuel. Le carnet de commandes s'élevait à 5,8 milliards de dollars, une baisse de 1 % par rapport au premier trimestre de l'exercice alors que la plupart des segments ont dégagé d'assez bons résultats et ont été rentables. Le bilan de la société demeure solide, la trésorerie et les équivalents de trésorerie totalisant 1,1 milliard de dollars au 30 juin 2010. La direction a haussé son orientation et soutient maintenant que le bénéfice net de 2010 devrait être supérieur à celui de 2009. La société n'exclut toutefois pas un gain non récurrent après impôts de 20 millions de dollars (0,13 \$ par action) qui sera comptabilisé par le groupe Énergie mondiale au troisième trimestre à la suite de la vente de sa division Systèmes de contrôle de l'énergie à General Electric.

Trade Media a rapporté que Macquarie Essential Assets cherche à vendre la totalité ou une partie de sa participation de 23 % dans AltaLink, le plus important fournisseur de services de transport d'électricité en Alberta. La participation actuelle de SNC dans cette société, qui dessert environ 85 % de la population albertaine, s'élève à 77 %. SNC pourrait vouloir accroître sa participation comme l'actif n'a pas encore atteint le stade de maturité et que d'importants projets de construction sont attendus au cours des quelques années à venir. Une telle opération nous apparaît intéressante puisqu'elle permettrait de mettre au jour l'importante valeur cachée de cet actif.

SNC-Lavalin s'est vu octroyer par le ministère des Infrastructures et du transport du Manitoba un contrat d'ingénierie, d'approvisionnement et de construction (IAC) pour la conception et la construction d'un tronçon de 4 km d'une autoroute à quatre voies à chaussées séparées à Winnipeg. Ce contrat de 142 millions de dollars s'inscrit dans le cadre du développement d'un nouveau couloir de 10 km traversant une zone industrielle de 20 000 acres au nord-ouest de Winnipeg. Le contrat pour la voie comprend la conception et la construction d'un échangeur, de trois passages supérieurs, de deux grands ponceaux-caissons, ainsi que de remblais et de chaussée en béton sur 4 km.

Compte tenu de sa valorisation raisonnable, de son bilan sain et de la résilience des perspectives quant au bénéfice, nous pensons que SNC pourrait être en mesure de dégager une croissance stable pour un avenir prévisible. SNC est par ailleurs susceptible de pouvoir profiter des programmes américains d'investissement en infrastructures notamment dans les secteurs de l'industrie, des mines, de l'environnement et de l'énergie. ACHETER en vue de la croissance<sup>1</sup>.

Suivi par BMO Marchés des capitaux. Notes 1,2,4,5, 6AC, 19



## **Suncor Énergie (SU)**

Cours de clôture au 30 septembre 2010 : 33,50\$

Suncor Énergie est la plus grande société canadienne du secteur de l'énergie, avec des activités en amont centrées sur les sables pétrolifères en Alberta et des activités de base conventionnelles en mer sur la côte est du Canada, dans la mer du Nord, en Afrique, au Moyen-Orient et en Amérique du Sud. En aval, Suncor raffine le brut par l'intermédiaire de quatre raffineries aux États-Unis et au Canada dont la capacité combinée est supérieure à 435 000 barils par jour. La société exploite aussi quelque 1 600 points de vente au détail, principalement sous la bannière Petro-Canada.

Suncor investit également dans des sources d'énergie renouvelable. Elle exploite ainsi quatre parcs éoliens qui ont une capacité de production globale de 147 mégawatts. Ces parcs servent de solution de rechange à la production d'énergie à base d'hydrocarbures et pourraient réduire les émissions de dioxyde de carbone d'environ 284 000 tonnes par année. Par ailleurs, à l'heure actuelle, son usine d'éthanol, un biocarburant propre, a une capacité de production de 200 millions de litres par année. L'éthanol mélangé à ses essences de marque Sunoco et Phillips 66 pourrait réduire l'ensemble des émissions de gaz carbonique de 300 000 tonnes par année.

En juillet 2010, Suncor a déclaré un bénéfice d'exploitation plus élevé que prévu de 0,50 \$ par action. Cette hausse est attribuable aux résultats plus élevés que prévus des secteurs Sables pétrolifères et International. La production en amont de Suncor a totalisé en moyenne 633 900 bep/j. Les solides résultats dégagés par Suncor depuis le début de l'année nous laissent croire plus aisément que la direction utilisera le produit de la cession d'actifs pour réduire son niveau d'endettement et se diriger enfin vers une cible d'endettement net sur les flux de trésorerie de deux.

Nous estimons que Suncor sera en mesure d'inscrire des taux de production robustes, semblables à ceux enregistrés en juillet et en août, d'ici la fin de l'année après l'achèvement des travaux de maintenance, et de respecter sa cible de production pour l'année. À ce jour, Suncor a conclu des ententes visant à se départir d'actifs pour un montant global d'environ 3,3 milliards de dollars dans le cadre de l'alignement stratégique de ses activités à la suite de l'acquisition de Petro-Canada en 2009. Nous pensons que l'action de Suncor présente encore une valorisation attrayante à son cours actuel, et que la société est bien placée pour générer une croissance uniforme.

En août dernier, Suncor a fait savoir qu'une de ses unités d'hydrogène à ses installations de sables pétrolifères de Fort McMurray, en Alberta, était tombée en panne et qu'une évaluation était en cours pour déterminer la cause de la panne et un calendrier de remise en service de l'unité.

Une participation dans Suncor doit être envisagée comme un placement de croissance à long terme. Par contre, comme il existe des alternatives intéressantes à revenus supérieur, notre intention pourrait être de réduire notre pondération dans Suncor pour des fins fiscales.

CONSERVER ou RÉDUIRE<sup>1</sup>.

Suivi par BMO Marchés des capitaux. Notes 5, 6C, 8



**\*TransCanada Corp. (TRP)**

Cours de clôture au 30 septembre 2010 : 38,17\$

TransCanada Corp. est propriétaire et exploitant du réseau pipelinier le plus important et le plus dispersé sur le plan géographique du Canada, avec plus de 59 000 kilomètres de pipelines reliant pratiquement tous les grands bassins d'approvisionnement gazier de l'Amérique du Nord. TransCanada est l'un des plus importants fournisseurs de services de stockage de gaz et de services connexes du continent, grâce à une capacité de stockage de gaz d'environ 360 milliards de pieds cubes. Producteur d'énergie indépendant en expansion, TransCanada possède également des installations de production d'électricité (alimentée par de l'énergie hydraulique ou nucléaire, par le gaz ou par le charbon) d'environ 10 000 mégawatts ou détient une participation dans celles-ci.

TransCanada a récemment annoncé pour le deuxième trimestre un résultat comparable de 275 millions de dollars, ou un BPA de 0,40 \$, légèrement inférieur aux prévisions de 0,43 \$. Du point de vue de l'exploitation, nous notons que les résultats dégagés par les pipelines concordaient assez bien aux prévisions, contrairement à ceux pour les installations énergétiques, où les marges de stockage moins élevées ont été compensées par une réduction des impôts.

À mesure que les projets en cours d'exécution deviendront opérationnels d'ici 2011, nous croyons que la croissance annuelle du BPA sera solide, de l'ordre de 6 % à 8 %, et que celle du dividende suivra de près. Par ailleurs, plusieurs nouveaux projets pourraient s'ajouter à court terme, soutenant davantage cette croissance et favorisant la hausse du cours. La direction a indiqué qu'elle prévoyait générer un BAIIA supplémentaire de près de 1 milliard de dollars en 2011 par rapport à 2010 grâce à ses nouveaux projets. Comme les agences de notation ont apporté des précisions quant à la valeur à accorder aux titres de créance hybrides, la société pourrait en émettre pour un montant de l'ordre de 1 milliard de dollars à 1,5 milliard de dollars au cours des deux prochaines années pour financer son carnet de commandes de 22 milliards de dollars, limitant les titres hybrides et les actions privilégiées à 10 % de son capital social.

La mise en exploitation commerciale de l'oléoduc de Keystone, qui dessert les marchés de Wood River et de Patoka, en Illinois, marque un important jalon pour la société.

TransCanada est un placement intéressant, car l'action offre aux investisseurs une combinaison gagnante de croissance et de revenu jumelée à un rendement boursier de 4,25 %. Nous pensons que l'accumulation du titre à un cours inférieur à 38 \$ est intéressante, un tel cours reflétant la forte demande en énergie, les marchés croissants et la solide situation financière de la société. ACHETER<sup>1</sup>

Suivi par BMO Marchés des capitaux. Notes 1, 2, 3, 4, 5, 6AC, 8, 15





## **Viterra Inc. (VT)**

Cours de clôture au 30 septembre 2010 : 8,98\$

Viterra est une société agroindustrielle canadienne à intégration verticale exerçant des activités diversifiées mais connexes. Établie en 1924, la société dessert les agriculteurs de l'Ouest canadien et commercialise des produits de base et alimentaires à l'échelle mondiale. Viterra est la plus importante entreprise agroalimentaire du Canada et est établie dans l'Ouest canadien, ainsi qu'aux États-Unis, au Japon, à Singapour, Genève et l'Australie.

Viterra a dévoilé un bénéfice net de 63,5 millions de dollars pour le troisième trimestre de 2010, comparativement à un bénéfice net de 120,7 millions de dollars enregistré durant la période correspondante en 2009. Pour les neuf premiers mois du présent exercice, le bénéfice s'élève à 92,6 millions de dollars, comparativement au bénéfice de 114,0 millions réalisé durant la même période un an plus tôt. Les résultats comprennent des frais de refinancement non récurrents nets de 17,7 millions et des coûts d'amortissement supplémentaires après impôts d'environ 9,1 millions de dollars enregistrés durant le troisième trimestre et associés à la révision de l'affectation du prix d'acquisition des actifs australiens au premier trimestre.

Viterra a indiqué une augmentation de 20 % à 1,6 million de tonnes des volumes australiens par rapport au trimestre précédent. Cette amélioration fait probablement état d'une hausse séquentielle de 21 % du prix plus du blé en juillet comme les agriculteurs ont profité de la hausse des prix ouvrant les vannes de distribution. Malgré une perte considérable de superficie ensemencée dans l'Ouest canadien, le chiffre d'affaires consolidé et les produits d'exploitation de Viterra ont augmenté de 273,0 millions de dollars pour atteindre 2,5 milliards de dollars au troisième trimestre, portant les produits à 6,3 milliards de dollars depuis le début de l'année, ce qui représente une hausse de 1,1 milliard de dollars par rapport aux neuf premiers mois de l'exercice 2009.

Les volumes australiens de Viterra continueront vraisemblablement de profiter de la montée des prix du blé et de la diminution des exportations de l'Europe et du Canada, ce qui aura pour effet d'augmenter la demande en blé australien.

Le bilan de Viterra au 31 juillet 2010 demeure solide, avec un ratio d'endettement global de 22,2 %. Le 4 août 2010, après la fin du trimestre, la société a réalisé un placement privé de billets non garantis de premier rang à 5,95 % pour une valeur de 400 millions de dollars US. Les billets viennent à échéance le 1<sup>er</sup> août 2020. CONSERVER ou ACHETER en fléchissement<sup>1</sup>.

Suivi par BMO Marchés des capitaux. Notes 8

## SUR LE RADAR

### TITRES CANADIENS<sup>1</sup>:

	<b>DATE</b>		<b>COURS</b>
	<b><u>ORIGINALE</u></b>	<b><u>COURS</u></b>	<b><u>ACTUEL</u></b>
Emera	Juil-05	18,50\$	29,59\$
Canam Group	Mar-05/Mar-09	5,75\$/4,96\$	7,57\$
Guardian Group	Oct-02/Mar-09	4,75\$/3,00\$	8,18\$
Uranium Part. Corp	Avr-07/Sep-09	12,00\$/6,25\$	6,51\$
Fiera/Sceptre Investment	Avr-07/Avr-10	7,90\$/5,75\$	8,15\$
Imperial Oil	Oct-07	48,00\$	38,99\$
Thomson Reuters Corp	Oct-07/Avr-08	43,00\$/34,52\$	38,68\$
Claymore S&P Gbl Water	Avr-08/Mar-09	17,94\$/11,10\$	14,68\$
Claymore Global Agri	Mar-09	15,15\$	19,98\$
Nexen Inc	Mar-09	23,00\$	20,70\$
Vale	Jan-09	<b>US</b> 14,00\$	<b>US</b> 31,27\$
Potash	Mar-09	95,00\$	147,49\$
Telus Corp	Mar-09	32,50\$	45,72\$
Enbridge Income Trust	Feb-10	12,50\$	15,86\$
Astral	Nov-02	21,24\$	38,65\$
Johnson & Johnson	Aug-10	<b>US</b> 61,00\$	<b>US</b> 61,96\$
Brookfield Asset Mgmt	Jan-01	6,76\$	29,06\$
Baytex Energy Trust	May-10	31,00\$	37,27\$
Vermilion Energy Trust	Mar-10	34,50\$	38,62\$

### SECOND RANG (Spéculatif)<sup>1</sup>:

Virginia Mines	Avr-06	4,10\$	7,55\$
Matamec	Nov-00/Avr-09	0,25\$/0,05\$	0,255\$
Ressource Azimut	Sep-04	0,30\$	0,70\$
Opsens	Oct-07/Avr-09	0,80\$/0,40\$	0,40\$
Midland Exploration	Avr-08	0,62\$	1,90\$
Ressource Cartier	Avr-08/Avr-09	0,47\$/0,20\$	0,355\$
Ressource Explor	Avr-09	0,25\$	0,60\$
Abitex	Mai-09	0,15\$	0,165\$

**FONDS COMMUNS DE PLACEMENT<sup>1</sup>:** Fonds Valeur Extrême-Orient Dynamique, Fonds Valeur mondiale Dynamique, Fonds équilibrée Power Dynamique, Fonds de croissance et de revenu BRIC-Plus O'Leary, Fonds de débenture convertible canadienne

<sup>1</sup> Se reporter aux notes limitatives à la fin du document

Sources:

Canadian Equities Guided Portfolio- September 2010  
BMO Capital Markets Research  
Before the Bell  
Basic Points  
Douglas Porter Presentation – September 2010  
Mark Russell Presentation – September 2010  
BMO Capital Markets (graphique #1,2, 3, 4 & 5)  
Viewpoint “Economic Warming or Cooling?” December 16, 2009  
The Privateer- August & September Issues  
The Gartman Letter  
Wall Street Journal  
Financial Management Service: fms.treas.gov  
TD Newcrest  
National Post  
Globe and Mail

\* Extrait de la publication intitulée Portefeuille Dirigé D’Actions Canadiennes, septembre 2010.

Informations sur les sociétés- Notes

1. BMO NB a pris un engagement de prise ferme vis-à-vis de cet émetteur au cours des 12 derniers mois.
2. BMO NB a prodigué des services bancaires d’investissement à l’égard de cet émetteur au cours des 12 derniers mois.
3. BMO Capital Markets Corp. ou une de ses sociétés affiliées a assumé les fonctions de chef de file ou de co-chef de file dans le cadre du placement des titres de cet émetteur au cours des 12 derniers mois.
4. BMO NB a fourni des conseils, moyennant versement d’honoraires, à l’égard de cet émetteur au cours des 12 derniers mois.
5. BMO Capital Markets Corp. ou une de ses sociétés affiliées a reçu une rémunération de cet émetteur relativement à des produits ou services autres que des services bancaires d’investissement au cours des 12 derniers mois.
6. L’émetteur a été un client de BMO NB, de BMO Capital Markets Corp. ou de l’une de leurs sociétés affiliées au cours des 12 derniers mois, ou l’est toujours : a) services bancaires d’investissement; b) services liés au commerce des valeurs mobilières (autres que des services bancaires d’investissement); c) services non liés au commerce des valeurs mobilières.
7. Non-applicable
8. BMO NB, BMO Capital Markets Corp. ou une de leurs sociétés affiliées possède à titre de bénéficiaire au moins 1 % d’une catégorie de titres participatifs de cet émetteur.
9. BMO NB, BMO Capital Markets Corp. ou une de leurs sociétés affiliées est contrepartiste pour ce titre.
10. Non-applicable
11. Non-applicable
12. Non-applicable
13. Un employé, dirigeant ou administrateur de BMO NB est membre du conseil d’administration, conseiller ou dirigeant de cet émetteur.
14. Non-applicable
15. Un membre du conseil d’administration de la Banque de Montréal siège également au conseil d’administration ou est un dirigeant de cet émetteur.
16. Non-applicable
17. Non-applicable
18. Non-applicable
19. Renseignements spécifiques sur les sociétés :

BMO - La réglementation sur les valeurs mobilières de certaines provinces canadiennes interdit aux courtiers agréés de recommander, seuls ou en association avec une autre personne, par voie de circulaire, brochure, ou toute autre publication similaire, distribuée suffisamment régulièrement dans le cours normal de leurs activités, l’achat, la vente ou la conservation de titres du courtier

agréé ou d'un émetteur lié au courtier agréé, ou, dans le cadre de la distribution, de titres d'un émetteur rattaché au courtier agréé, à moins que ladite publication n'expose la nature des relations et des liens de dépendance entre le courtier agréé et l'émetteur. BMO Nesbitt Burns Inc. et BMO Nesbitt Burns Ltée/Ltd. sont des filiales de la Corporation BMO Nesbitt Burns Limitée. La Banque de Montréal, par l'intermédiaire d'une filiale, détient la totalité des titres avec droit de vote et des actions participantes de la Corporation BMO Nesbitt Burns Limitée. La Banque de Montréal est donc émetteur associé et émetteur rattaché de BMO Nesbitt Burns Inc. et de BMO Nesbitt Burns Ltée/Ltd. AUX RÉSIDENTS DES ÉTATS-UNIS : La présente publication, dans la mesure où elle fait référence aux titres de la Banque de Montréal, n'a pas été approuvée et n'est pas distribuée par BMO Capital Markets Corp. ni par BMO Nesbitt Burns valeurs mobilières Ltée, filiales de BMO Nesbitt Burns Inc. et BMO Nesbitt Burns Ltée/Ltd. Elle n'est destinée à être distribuée aux États-Unis par BMO Nesbitt Burns Inc. et BMO Nesbitt Burns Ltée/Ltd qu'aux seuls «grands investisseurs institutionnels américains» (tels que définis dans le règlement 15a-6 sur la SEC du Securities Act de 1934 et de ses amendements).

BNS – BMO Nesbitt Burns Inc., Scotia Capitaux Inc. (filiale de la Banque Scotia) et d'autres tiers ont été nommés défendeurs dans le cadre d'un recours collectif proposé en Ontario relativement à un appel public à l'épargne offrant des titres de Gammon Gold. Aucune évaluation des risques découlant de cette action en justice ou des demandes supplémentaires éventuelles contre les défendeurs ou d'autres tiers découlant de cet appel public à l'épargne n'a été entreprise lors de la préparation de ce rapport, et le présent rapport n'en reflète aucune.

<sup>1</sup> Les opinions, estimations et projections contenues dans ce document ont été établies par l'auteur à la date indiquée. Elles sont sujettes à changement sans préavis et ne reflètent pas forcément celles de BMO Nesbitt Burns Inc. («BMO NBI»). Tous les efforts ont été faits pour assurer que le contenu est tiré de sources considérées comme fiables et que les données et les opinions sont complètes et précises. BMO NBI peut cependant disposer d'information n'y figurant pas. Toutefois, ni l'auteur ni BMO NBI ne peut donner aucune garantie, expresse ou implicite, à cet égard et ne peut être tenu responsable des erreurs ou omissions éventuelles, ni des pertes découlant de l'utilisation de ce document ou de son contenu. Ce document n'est pas une offre de vente ou une sollicitation d'achat de titres quels qu'ils soient, et ne devrait pas être considéré comme tel. BMO NBI, ses sociétés affiliées et/ou leurs administrateurs, dirigeants ou employés respectifs peuvent à l'occasion acheter, détenir ou vendre les titres mentionnés ici en qualité d'agent ou pour leur propre compte. BMO Nesbitt Burns Inc. et BMO Nesbitt Burns Ltée/Ltd («BMO Nesbitt Burns») peuvent, pour leur propre compte, acheter aux clients ou vendre à ceux-ci des titres d'émetteurs mentionnés ici. BMO Nesbitt Burns, ses sociétés affiliées, leurs administrateurs, dirigeants ou employés respectifs peuvent avoir une position acheteur ou vendeur à l'égard de ces titres, des titres connexes ou des options, contrats à terme ou autres instruments dérivés. BMO Nesbitt Burns ou ses sociétés affiliées peuvent par ailleurs assurer des services de conseils financiers ou de prise ferme pour des sociétés émettrices mentionnées ici et peuvent recevoir une rémunération à cet effet. Une relation de crédit importante peut exister entre la Banque de Montréal ou ses sociétés affiliées et certains des émetteurs. BMO NBI est une filiale en propriété exclusive de la Corporation BMO Nesbitt Burns Limitée, elle-même filiale indirecte de la Banque de Montréal. Tout résident des États-Unis souhaitant effectuer des opérations sur des titres dont il est question ici doit le faire par l'intermédiaire de BMO Nesbitt Burns Corp. et/ou BMO Nesbitt Burns Valeurs mobilières Ltée.

<sup>MD</sup> « BMO (le médaillon contenant le M souligné) » est une marque de commerce déposée de la Banque de Montréal, utilisée sous licence. <sup>MD</sup> « Nesbitt Burns » est une marque de commerce déposée de la Corporation BMO Nesbitt Burns Limitée, utilisée sous licence. BMO Nesbitt Burns Inc. et BMO Nesbitt Burns Ltée sont des filiales indirectes de la Banque de Montréal.

