



La meilleure offensive

Nous demeurons prudents face au marché boursier. Comme nous le mentionnions le mois dernier, l'évaluation du marché dans son ensemble est à des niveaux historiquement élevés. Depuis plusieurs mois, nous avons de la difficulté à dénicher des occasions d'investissement intéressantes.

Aux États-Unis, la Réserve Fédérale a haussé son taux directeur à cinq reprises, le faisant passer de 1 % à 2,25 % depuis juin 2004. Par le passé, lorsque les taux ont monté de la sorte, les marchés boursiers ont mal réagi. Mais que faire dans un contexte où, comme je le soulignais le mois dernier, aucune classe d'actif ne semble réellement attrayante? À mon avis, continuer

soins de santé. Bref, le contraire des biens ou services de luxe ou discrétionnaires. En effet, advenant une récession, les consommateurs continueront d'acheter du dentifrice, de la nourriture, des vêtements de base, etc., mais ils limiteront ou retarderont probablement leurs voyages, l'achat d'une nouvelle voiture, d'un téléviseur numérique, de vêtements de luxe, etc.

En investissant dans des titres plus « défensifs », on peut limiter sensiblement le risque qui découlerait d'un ralentissement économique. Prenez le temps d'examiner votre portefeuille et d'en évaluer le risque.

Nous avons soumis le portefeuille de la Lettre financière COTE 100 à ce petit exercice. En premier

TITRES DÉFENSIFS		MOYENNEMENT SENSIBLES À L'ÉCONOMIE	SENSIBLES À L'ÉCONOMIE
Alimentation Couche-Tard	Bradley Pharma	Aastra Technologies	CAE
Axcan Pharma	Constellation Brands	Industries Dorel	Home Capital Group
Gildan	Dollar Tree Stores	Enghouse Systems	Gentex
Metro	Health Management	Forzani Group	Kenneth Cole
Saputo	King Pharma	Kingsway Financial Services	Nautilus
Winpak	Lincare	Mediagrif	
	NBTY	Maximus	
	Renal Care	Timberland	
		West	

d'investir en bourse, mais en se montrant particulièrement **sélectif et prudent**.

Si la hausse des taux d'intérêt se poursuivait aux États-Unis (ce qui pourrait certainement se produire, compte tenu des déficits commercial et budgétaire sans précédent de nos voisins), cela pourrait éventuellement mener à un ralentissement de l'économie, voire à une récession. Un tel scénario semble encore plus plausible lorsque l'on sait que l'économie américaine a été en grande partie alimentée par les consommateurs qui ont profité largement des taux d'intérêt très bas pour financer leurs achats de maisons, d'autos, de vêtements, etc.

Nous avons souvent parlé de titres dits « défensifs »; dans le contexte actuel, ces titres deviennent spécialement attrayants. Mais qu'entend-on par « titre défensif »? En règle générale, ce sont des titres d'entreprises peu ou pas affectées par les ralentissements économiques. Ces titres sont associés, par exemple, à des entreprises qui procurent des biens ou des services essentiels, comme la nourriture et les

lieu, il est évident que le fait que nous n'investissions pas dans les entreprises de ressources naturelles limite déjà sensiblement le degré de risque du portefeuille puisque de telles entreprises dépendent directement du niveau de l'activité économique mondiale. Voici un petit tableau qui classe les titres du portefeuille selon notre évaluation de leur sensibilité à l'activité économique :

Bien entendu, il n'est pas suffisant de choisir des titres « défensifs »; encore faut-il s'assurer de leur qualité et de leur évaluation. Voici un titre « défensif » qui répond à nos critères de sélection. ◀

Philippe Le Blanc, CFA, MBA

Dans ce numéro

- ▶ Recommandation du mois :
Le Groupe Jean Coutu
- ▶ Notre opinion sur Domtar

► Recommandation

Le Groupe Jean Coutu « Un titre défensif à fort potentiel »

À la suite de notre recommandation d'acheter le titre de Jean Coutu dans le numéro spécial « Blue Chips » d'octobre 2004, nous avons décidé de l'ajouter au portefeuille de la Lettre financière COTE 100. Le titre de Jean Coutu fait donc un retour dans le portefeuille après six ans d'absence. À l'époque (mai 1996), nous l'avions recommandé alors qu'il s'échangeait à 10 fois les profits. En mars 1999, nous recommandions de le vendre, en partie parce qu'il avait plus que triplé, mais surtout parce qu'il s'échangeait à environ 28 fois les profits.

Selon nous, l'acquisition récente des 1 539 pharmacies Eckerd dans le Nord-est des États-Unis procure une occasion d'achat intéressante. Avec cette acquisition, Jean Coutu a triplé sa taille, tout en augmentant de seulement 14 % le nombre des actions en circulation. Comment est-ce possible? Premièrement, Jean Coutu n'a pas payé cher cette acquisition et deuxièmement, la transaction a été financée principalement par la dette. D'ailleurs, le taux d'endettement (dette totale-avoir) est passé de 0,2 avant l'acquisition à 1,87, alors que la dette par rapport au bénéfice d'exploitation (avant intérêts, amortissement et impôt) est passée de 0,7 à 5,0. Ce niveau d'endettement est de beaucoup supérieur à la moyenne des compétiteurs de Jean Coutu et les risques liés au niveau de la dette ne doivent pas être sous-évalués. Cependant, la direction a indiqué qu'elle entendait réduire le ratio dette-bénéfice d'exploitation à moins de 3,0 d'ici deux ans.

Jean Coutu a payé l'équivalent de 0,3 fois les ventes comparativement à une moyenne de 0,7 pour les transactions comparables des dix dernières années

dans l'industrie des pharmacies. En termes de rentabilité, elle a payé 6,9 fois le bénéfice d'exploitation par rapport à 10,7 pour les transactions comparables. Il reste que même si le prix payé est attrayant, il y a beaucoup de travail à faire pour améliorer le rendement plus que médiocre des pharmacies Eckerd. La direction compte aussi accroître les ventes d'Eckerd, dont la croissance est bien inférieure à la moyenne de l'industrie.

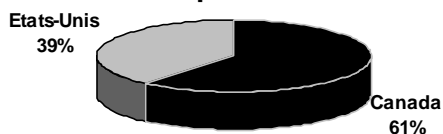
La principale raison qui nous incite à recommander le titre de Jean Coutu est notre confiance en la direction qui a démontré à maintes reprises par le passé, notamment avec l'acquisition en 1994 de 221 pharmacies Brooks aux États-Unis, sa capacité d'intégrer une nouvelle acquisition. Nous croyons qu'elle réussira à réduire le niveau d'endettement assez rapidement, mais surtout d'améliorer sensiblement la performance des pharmacies Eckerd. De fait, la direction a déjà modifié l'offre de produits d'Eckerd, mettant davantage l'accent sur des produits à plus haute valeur ajoutée comme le parfum ou les articles de maquillage plutôt que les boissons gazeuses et les croustilles. Elle a également installé un système de surveillance pour décourager le vol à l'étalage. À titre d'exemple, le niveau de vol dans les magasins Brooks est de 1,5 %, tandis qu'il est de 5,4 % dans les magasins Eckerd, un écart assez considérable. La société veut aussi mettre l'accent sur les marques privées, comme la marque *Personnelle* qui connaît un grand succès dans les Jean Coutu du Québec. La société compte également profiter de l'infrastructure existante de Brooks, notamment des systèmes d'amélioration de la productivité et de gestion des stocks.

Toutefois, une concurrence accrue pourrait venir compliquer les choses. De nouveaux joueurs, tel Wal-Mart, prennent de plus en plus de place dans le marché et Walgreen, le leader de l'industrie, commence à s'implanter dans certains États où Eckerd est présente, comme les Carolines et la Géorgie. Jean Coutu devra donc rembourser sa dette assez rapidement car elle dispose dans le moment d'une marge de manœuvre restreinte.

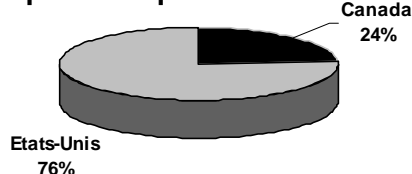
À la suite des résultats du deuxième trimestre annoncés le 25 janvier dernier, nous avons réussi à obtenir plus de détails sur le déroulement de l'intégration d'Eckerd. Tout d'abord, la société a pris du retard sur son échéancier initial concernant la migration des systèmes d'Eckerd vers ceux de Brooks et par le fait même, elle accuse un retard dans la réduction des effectifs de l'ancien siège social d'Eckerd à Largo en

Répartition géographique des ventes

avant l'acquisition d'Eckerd



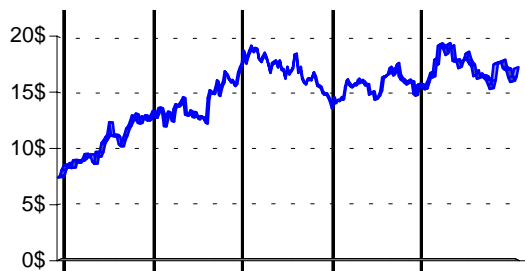
après l'acquisition d'Eckerd



Recommandation

Jean Coutu « PJC-sva » 14,15 \$ US (17,70 \$ CA)

Toutes les données sont en dollars américains



	2001	2002	2003	2004	2005e
Revenus (M\$)	1828,0	2175,8	2791,4	3043,0	10410,0
Bénéfices nets (M\$)*	66,2	87,4	110,3	130,5	122,7
Bénéfices par action (\$) *	0,31	0,39	0,48	0,58	0,47
Rendement de l'avoir (%)	12,73	14,78	15,10	15,80	10,74
Marge bénéficiaire nette (%)	3,62	4,02	3,95	4,29	1,18

Exercices se terminant le 31 mai. * excluant éléments non-récurrents

Profil

Activités : Réseaux de 2 225 pharmacies au Canada et aux États-Unis

Siège social : 530, rue Bériault, Longueuil, QC, J4G 1S8

Site Internet : www.jeancoutu.com

Président : François J. Coutu

% actions détenues par la direction : 48 %

Bilan (\$ US)

Dette totale/avoir : 1,87

Ratio du fonds de roulement : 2,11

Encaisse par action : 0,68 \$

Valeur comptable : 5,31 \$

Données boursières (\$ US)

Cours : 14,15 \$

Haut : 15,83 \$

Bas : 11,73 \$

Nombre d'actions : 261,4 M

Capitalisation boursière : 3 699 M\$

Dividende par action : 0,10 \$

Rendement du dividende : 0,7 %

Floride. Il en résulte un report de certaines synergies prévues par la fermeture du siège social en question et de la fusion des systèmes de gestion. Sur le plan opérationnel, les changements dans l'offre de produits, le nouveau pamphlet publicitaire et des réductions de prix sur plus de 2 000 articles ont obtenu les résultats escomptés. D'ailleurs, les dirigeants estiment que le mois de mars marquera le début d'un renversement de tendance pour les ventes des pharmacies Eckerd. Nous demeurons confiants, malgré le léger retard dans la réduction de l'effectif et de la fermeture du siège social, notre principale source d'inquiétude se situant au niveau des changements opérationnels.

Performance financière

Sur le plan financier, les résultats du deuxième trimestre étaient un peu inférieurs aux attentes. De plus, le bénéfice de 0,06 \$ par action (tous les résultats sont publiés en dollars américains) du deuxième trimestre est inférieur aux 0,14 \$ du trimestre correspondant de 2004. Par contre, nous jugeons qu'il est préférable d'évaluer la société en fonction des flux de trésorerie car des charges d'amortissement importantes (notamment la liste des clients détenteurs d'une prescription) liées à l'acquisition d'Eckerd viennent, selon nous, fausser les bénéfices. Sur une base de flux de trésorerie, la société a réalisé 0,30 \$ par action comparativement à 0,18 \$ en 2004. En ce qui a trait aux charges d'amortissement, la société a annoncé qu'elle amortirait les listes de clients détenteurs d'une prescription sur une période de dix ans au lieu des cinq ans convenus initialement. Le prix d'achat de la liste de clients a aussi été révisé à la baisse de 150 M\$, ce

qui aura pour effet d'amoinrir les charges d'amortissement futures.

Nous prévoyons un bénéfice par action de 0,47 \$ US pour l'exercice 2005 et de 0,84 \$ US par action en 2006, tandis que les flux de trésorerie prévus sont de 1,21 \$ US par action en 2005 et de 1,66 \$ US en 2006. Nous avons fixé notre cible à 20 fois les profits de 2006 parce que le potentiel de croissance des profits reste important après 2006 et que la société fait face présentement à des charges d'amortissement anormalement élevées.

Nous sommes confiants que Jean Coutu possède l'expertise opérationnelle pour améliorer la rentabilité d'Eckerd. Les dirigeants ont la réputation d'être prudents et nous croyons que les prévisions de synergies pourraient être réévaluées à la hausse au courant des prochains trimestres, même si le rapatriement des activités au siège social de Jean Coutu au Rhode Island a pris un peu de retard. Le titre offre un bon potentiel de gain sur un horizon de cinq ans. Bien que ce potentiel soit important, les risques le sont également. Il reste encore beaucoup à faire pour intégrer Eckerd et le niveau d'endettement laisse peu de marge de manœuvre advenant un imprévu. Nous recommandons l'achat de Jean Coutu avec un cours cible de 17 \$ US (21 \$ CA).

Le portefeuille de la Lettre financière COTE 100 a acheté une position de départ de 200 actions de Jean Coutu au cours des derniers jours. Nous pourrions compléter sur faiblesse du titre au cours des prochaines semaines.

Plusieurs portefeuilles sous la gestion de COTE 100 détiennent des actions de ce titre.

Revue des titres en portefeuille

Résultats financiers

SOCIÉTÉ	Période	Revenus (M\$)		Profits (M\$)		Bénéfices par action		Marge nette 2004	Marge nette 2003
		Revenus (M\$)	Variation des revenus	Profits (M\$)	Variation des profits	Bénéfices par action	Variation des BPA		
Alim. Couche-Tard	OC-2T	2 393,1	151,3%	51,00	91,7%	0,49 \$	63,3%	2,13%	2,79%
Gildan (\$ US)	DE-1T	109,0	39,7%	8,39	53,3%	0,28\$	52,8%	7,69%	7,02%
Metro	DE-1T	1 446,1	3,9%	38,60	13,5%	0,40 \$	15,3%	2,67%	2,35%
Constellation Brands	NO-3T	1 085,7	10,0%	99,16	8,7%	0,85 \$	6,3%	9,13%	9,24%
Gentex	DE-4T	126,2	1,9%	28,63	-1,5%	0,37 \$	0,0%	22,68%	23,47%
	DE-AN	505,7	7,8%	112,66	5,5%	1,44 \$	4,7%	22,28%	86,16%
Health Management	DE-1T	822,2	8,7%	78,75	10,4%	0,32 \$	9,9%	9,58%	9,43%
NBTY	DE-1T	420,3	9,1%	29,89	26,4%	0,43 \$	26,1%	7,11%	6,14%
* Marge bénéficiaire après impôt									

Les titres canadiens

► CAE (CAE 4,96 \$)

Nouvelles : Un consortium, dont CAE détient une part de 25 %, a obtenu un contrat de 488 M euros du gouvernement allemand pour des services de formation sur hélicoptères NH90. La part de ce contrat qui revient à CAE représente 122 M euros, répartis sur une période de 14,5 ans à compter de la mi-2008. Entre-temps, CAE réalisera des revenus de près de 30 M euros par la fourniture de systèmes de formation.

Opinion : Le nouveau président présentera probablement un nouveau plan d'affaires à la sortie des prochains résultats d'ici quelques jours. Nous anticipons l'annonce d'un plan de restructuration dont le double objectif sera d'améliorer la rentabilité (en particulier des activités de fabrication de simulateurs) et de nettoyer le bilan, ce qui entraînera certainement des charges. À court terme, nous ne prévoyons pas d'amélioration dans les résultats en raison de la force du dollar canadien et de la pression exercée sur les prix des simulateurs. Pour le moment, nous **conservons** nos actions, mais pourrions les vendre si une amélioration des résultats ne se concrétisait pas dans les prochains trimestres.

► Forzani Group (FGL 12,22 \$)

Nouvelles : La consolidation du marché ontarien, aux prises avec une guerre de prix depuis plusieurs mois, semble s'être amorcée avec l'acquisition par Forzani Group de National Sports, une chaîne ontarienne de 19 magasins de sport. Cette acquisition accroîtra les revenus annuels de Forzani de 80 M\$ et fera passer sa part du marché ontarien de 12 % à 16 %. Les termes de l'acquisition n'ont pas été divulgués.

Opinion : À notre avis, plusieurs concurrents ontariens souffrent de la guerre de prix qui sévit dans cette province. Forzani, leader national et en excellente santé financière, devrait éventuellement émerger gagnante. La récente acquisition pourrait selon nous mener à d'autres en Ontario et éventuellement mettre terme à la guerre de prix. Néanmoins, pour le moment et probablement pour quelques trimestres encore, les conditions demeureront difficiles pour Forzani. Nous maintenons notre cible de 14 \$. Sur faiblesse, à moins de 11,75 \$, le titre serait à nouveau un achat. Il est possible que le titre faiblisse à la publication des résultats de l'exercice 2005 qui a pris fin en janvier. Nous demeurons cependant confiants quant aux perspectives à long terme. **Conservier**.

► Gildan (GIL.A, GIL 36,59 \$ US; 45,35 \$ CA)

Résultats : En toute dernière heure, Gildan a publié d'excellents résultats pour son premier trimestre, une période généralement plus tranquille, surpassant notre prévision de profits par action de 0,22 \$ US par 0,06 \$. L'entreprise continue de gagner d'importantes parts de marché avec chacun de ses trois produits (T-shirts, chandails sport et chandails molletonnés). Par ailleurs, la direction a décidé de fermer ses deux usines canadiennes de filature et de transférer leur production à une coentreprise avec la société Frontier Spinning Mills qui exploitera une usine de filature en Caroline du Nord. Une charge après impôt de 7,8 M\$ sera encourue au prochain trimestre pour la fermeture de ces deux usines; la direction prévoit des économies annuelles de 4,0 M\$. La situation financière de Gildan demeure très solide.

Opinion : Nous avons majoré notre prévision de 2,60 \$ à 2,65 \$ pour l'exercice en cours (même si la direction prévoit toujours 2,60 \$). Nous croyons que l'entreprise

► Revue des titres en portefeuille

commencera à profiter de ses investissements dans son sa nouvelle usine de République Dominicaine à compter de l'exercice 2006. À plus long terme, la stratégie de la direction de pénétrer le marché du commerce du détail recèle un fort potentiel. Notre cible est ajustée à 50 \$ CA, soit 15 fois les profits prévus. **Conserver.**

► Home Capital Group (HCG 33,00 \$)

Nouvelles : L'entreprise a majoré son dividende du tiers en janvier, le faisant passer de 0,03 \$ à 0,04 \$ par action, par trimestre. Le dividende annuel est ainsi porté à 0,16 \$ par action.

Opinion : Le titre est à **conserver** mais une prise de profit partielle nous semble justifiée compte tenu de l'évaluation relativement élevée.

► Metro (MRU-sva 25,23 \$)

Résultats : Metro a enregistré d'excellents résultats à son premier trimestre de 2005, surpassant nos attentes. La croissance des ventes par magasin comparable s'est chiffrée à + 3 % au trimestre, après avoir atteint + 2,7 % au trimestre précédent. Encore une fois, la majeure partie de cette croissance provient d'une augmentation des prix de la viande et, dans une moindre mesure, des fruits et légumes. La direction prévoit que le niveau des prix restera plus élevé que l'an passé pour le reste de l'exercice 2005. La marge d'exploitation a atteint 5,0 % au trimestre, comparativement à 4,8 % un an plus tôt. La part des profits de Couche-Tard qui revient à Métro a été de 5,2 M\$ au trimestre, par rapport à 2,7 M\$ l'an passé. L'augmentation des profits de Couche-Tard représente près de la moitié de la croissance des profits de Metro au trimestre. Il reste que, même sans tenir compte de la contribution de Couche-Tard, la marge d'exploitation de Metro s'est légèrement améliorée, ce qui est très encourageant. Par ailleurs, le conseil d'administration a approuvé une majoration de 17,6 % du dividende annuel, lequel passe de 0,34 \$ par action à 0,40 \$. Dorénavant, l'entreprise versera en dividendes près de 25 % de ses profits au lieu de 20 %. Par ailleurs, un nouveau programme de rachat d'actions a été instauré en vertu duquel Metro pourra racheter jusqu'à 5 M de ses actions de classe B, soit un peu plus de 5 % des actions en circulation. Par ailleurs, la situation financière demeure solide et permet à la direction d'envisager une ou des acquisitions majeures. Nous prévoyons toujours des profits par action de 1,95 \$ pour l'exercice en cours.

Opinion : Nous n'entrevoions pas une forte croissance des revenus chez Metro au cours des prochaines années. La concurrence sévère qui prévaut au Québec devrait également limiter les hausses de prix. Par contre, nous continuons de croire que Metro est très bien

administrée et que la direction continuera d'améliorer les marges. En outre, les rachats d'actions continuels que nous prévoyons devraient permettre de hausser légèrement la croissance des profits par action. À moyen terme, nous croyons que la direction effectuera une acquisition, dans le domaine de l'alimentation ou de la pharmacie, favorisant ainsi l'accélération du rythme de croissance de l'entreprise. Au cours actuel, le titre nous semble bien évalué et est à conserver. Nous maintenons notre cible de 23 \$. Nous avons vendu 200 actions au cours des derniers jours afin d'augmenter les liquidités du portefeuille.

► Winpak (WPK 80,69 \$ US; 100 \$ CA)

Nouvelles : Le 31 décembre dernier, Winpak a acquis la division « map fresh » de la société Clear Lam Packaging. Cette acquisition, dont les termes n'ont pas été divulgués, améliore non seulement les capacités technologiques de Winpak, mais lui permet aussi d'ajouter à sa gamme de produits d'emballages à atmosphère modifiée dans les segments des viandes préparées et des repas préparés. L'acquisition lui procure également une importante base de nouveaux clients.

Opinion : Malgré les conditions difficiles découlant du prix élevé des matières premières et de la faiblesse du dollar américain par rapport au dollar canadien, Winpak devrait selon nous continuer de croître à long terme, entre autres grâce à sa saine situation financière qui lui permet de réaliser des acquisitions. Le titre est à **conserver.**

Les titres américains

► Bradley Pharmaceuticals (BDY 14,39 \$)

Nouvelles : En raison du lancement d'un produit générique qui concurrence *AnaMantle* et de l'arrivée plus rapide que prévue de produits concurrents dans le marché de *KERALAC*, la direction de Bradley a révisé à la baisse ses prévisions de revenus, de 190 M\$ à 173 M\$, et de profits par action, de 1,90 \$ à 1,63 \$, pour 2005. Cette nouvelle a fait chuter le titre.

Opinion : Bien que décevante, cette nouvelle illustre le risque auquel font face toutes les sociétés pharmaceutiques : la concurrence des produits génériques. À notre avis, Bradley est encore plus susceptible d'être touchée par les produits génériques en raison de son modèle d'affaires qui mise davantage sur le marketing de produits déjà existants que sur le développement de médicaments réellement innovateurs. Nous pensons également que la stratégie de Bradley a du mérite puisqu'elle élimine en grande partie les risques reliés au développement de nouveaux médicaments.

► Revue des titres en portefeuille *suite*

Même si la révision à la baisse des prévisions est décevante, des profits de 1,63 \$ par action seraient tout de même plus élevés de 31% que notre prévision de 1,24 \$ en 2004. Au cours actuel, le titre se vend à moins de 10 fois les profits. Nous croyons que la baisse du titre est une **occasion d'achat**.

► Constellation Brands (STZ 51,92 \$)

Résultats : Les résultats du troisième trimestre se sont avérés conformes à nos attentes. La division « vin » a connu un excellent trimestre alors que la performance de la division « bière et spiritueux » affichait un léger recul par rapport à l'an passé. Il faut cependant préciser que les ventes de bières Corona avaient été gonflées au troisième trimestre de l'exercice précédent en anticipation d'une hausse de prix. La faiblesse de la devise américaine a favorisé une augmentation des ventes de 4 % par rapport à l'an dernier, sans avoir vraiment d'incidence sur les profits. Par ailleurs, malgré la bonne tenue des profits au trimestre, nous sommes un peu déçus des fonds autogénérés qui, selon nos calculs, n'indiquent aucune croissance sur un an. En outre, depuis le début de l'exercice, les fonds autogénérés libres sont pratiquement nuls, ce qui est quelque peu inquiétant car nous comptons sur eux pour réduire l'endettement relativement élevé. À la décharge de l'entreprise, il convient de souligner que le troisième trimestre nécessite généralement des investissements importants en fonds de roulement (stocks et débiteurs), en anticipation de l'Action de grâce et de la période des Fêtes. La direction prévoit une réduction importante du fonds de roulement dès le prochain trimestre. L'acquisition de Robert Mondavi a été complétée en décembre. Nous estimons que le ratio dette totale-avoir devrait atteindre près de 1,3 à la suite de cette acquisition qui ajoutera près de 1,3 milliard \$ à la dette. Par ailleurs, les perspectives de croissance sont excellentes pour les prochains trimestres. En effet, la direction prévoit des profits par action entre 3,05 \$ et 3,20 \$ pour l'exercice 2006 qui débutera en mars prochain, à comparer aux profits de 2,65 \$ que nous prévoyons actuellement pour l'exercice 2005 qui se terminera en février.

Opinion : Nous ajustons notre cible à la hausse à 46 \$ sur la base de notre nouvelle prévision de 3,05 \$ de profits pour 2006. Par contre, notre cible pourrait être revue à la hausse si les profits approchaient les 3,20 \$. Nous demeurons confiants quant aux perspectives de croissance de Constellation. Toutefois, vu le niveau d'endettement assez élevé, nous surveillerons de près les fonds autogénérés libres au cours des prochains trimestres. **Conserver et prise de profit partielle.**

► Gentex (GNTX 33,83 \$)

Résultats : Compte tenu du contexte difficile de l'industrie automobile, nous jugeons les résultats de Gentex satisfaisants à son quatrième trimestre. Malgré une baisse de - 3 % de la production automobile au quatrième trimestre, les livraisons de miroirs Gentex ont crû de 7 % grâce à une hausse de 17 % des livraisons à l'international (- 2 % en Amérique du Nord). En outre, tel que prévu par la direction, la marge brute a rebondi par rapport au trimestre précédent, reflétant les améliorations apportées aux procédés de fabrication au cours du trimestre précédent. Gentex continue de dégager des liquidités excédentaires. Elle termine 2004 avec une encaisse totalisant plus de 620 M\$ (8 \$ par action). Nous croyons que des rachats d'actions sont à prévoir; une augmentation du dividende (0,68 \$ par action présentement) est également possible. Pour 2005, la direction prévoit un premier semestre difficile en raison d'une baisse prévue de la production automobile en Amérique du Nord. En particulier, Gentex est affectée par les pertes de parts de marché de GM (son plus important client en 2004, représentant 31 % de ses revenus) dans le segment des véhicules utilitaires. Par contre, la direction prévoit une reprise sensible au deuxième semestre à la faveur des contrats décrochés au cours des derniers trimestres, ainsi que d'une reprise prévue de la production en Amérique du Nord. La direction anticipe que les livraisons de miroirs augmenteront de 10 % en 2005. Par ailleurs, la direction se dit très satisfaite des progrès réalisés dans la commercialisation du SmartBeam. Nous continuons de croire que ce produit revêt un potentiel fort attrayant à long terme.

Opinion : Nous prévoyons des profits par action de 1,55 \$, soit 8 % de plus qu'en 2004. Il s'agit d'une diminution par rapport à notre estimation préliminaire de 1,63 \$. Nous ajustons notre cible à 36 \$. Le titre est à **conserver et serait un achat à 30,50 \$ ou moins.**

► Health Management Ass. (HMA 22,08 \$)

Résultats : Même si les investisseurs n'ont pas semblé impressionnés par les récents résultats (le titre a perdu près de 7 % de sa valeur dans les jours qui ont suivi leur publication), nous sommes néanmoins satisfaits de la performance de l'entreprise. La direction soutient que les ouragans qui ont frappé la Floride et touché plusieurs de ses hôpitaux en septembre et en octobre derniers continuent d'affecter l'économie régionale et les taux d'utilisation de ses hôpitaux. À preuve, les admissions par hôpital comparable ont diminué de - 2,6 % au trimestre. Par contre, grâce à des hausses de prix, les revenus par hôpital comparable ont tout de même

► Revue des titres en portefeuille *suite*

augmenté de + 3,5 %. En outre, l'entreprise a su améliorer légèrement sa marge d'exploitation (avant intérêts, amortissement et impôt), de 15,4 % au premier trimestre de l'an dernier à 15,6 % cette année. Mais le point le plus significatif selon nous est que les fonds autogénérés d'exploitation ont crû de 66 % par rapport au même trimestre l'an dernier et que les fonds autogénérés libres ont atteint près de 112 M\$. La situation financière demeure donc solide avec un ratio dette-avoir de 0,45. Par ailleurs, la direction souligne que les occasions d'acquisitions sont nombreuses et que d'autres transactions pourraient avoir lieu au cours des prochains mois. Depuis le début de l'exercice (septembre), Health Management a mis la main sur quatre hôpitaux. Elle a donc déjà atteint le but qu'elle s'était fixée d'acquérir entre 4 et 6 hôpitaux durant l'exercice en cours. Par ailleurs, la direction a réussi à changer certains termes de ses deux débetures convertibles, lui permettant ainsi de contrecarrer la nouvelle règle comptable rattachée à de telles débetures. Il n'y aura donc pas de dilution additionnelle.

Opinion : À notre avis, les ouragans auront un effet néfaste prolongé sur les résultats de plusieurs hôpitaux, probablement jusqu'à l'automne prochain. Nous croyons toujours que l'entreprise devrait être en mesure de réaliser ses objectifs pour l'exercice 2005 (des profits par action entre 1,48 \$ et 1,52 \$). Sa forte situation financière et ses fonds autogénérés libres substantiels l'autorisent à envisager d'autres acquisitions importantes. Notre cible est maintenue à 27 \$. **Achat à moins de 22,50 \$.**

► Kenneth Cole Productions (KCP 26,69 \$)

Nouvelles : La direction a révisé à la baisse ses prévisions pour le quatrième trimestre qui a pris fin le 31 décembre dernier. Elle s'attend maintenant à des profits par action entre 0,43 \$ et 0,45 \$ pour ce trimestre, ce qui porterait les profits de l'exercice entre 1,72 \$ et 1,74 \$ (nous avions prévu 1,89 \$), 9 % de plus qu'en 2003. La baisse des attentes est imputée à une faiblesse des ventes directes (ses propres magasins de même que son site Internet) en décembre, ainsi qu'à des frais plus élevés découlant de la loi Sarbanes-Oxley (réglementation) et à une charge non récurrente équivalent à 0,01 \$ par action. Pour 2005, la direction estime être en mesure de réaliser ses objectifs de croissance des ventes et des profits de 10 % à 15 %. Nous révisons notre prévision à 1,95 \$ pour 2005.

Opinion : Compte tenu de la réduction de prévision pour 2005, nous abaissons notre cible à 34,50 \$. Il faut selon nous garder en tête que l'entreprise a une situation financière des plus solides avec près de 5 \$ d'encaisse par action. Le rachat récent de 500 000 actions à 27,87 \$ réduira le nombre d'actions en circulation d'environ 2,5 %. En outre, le dividende annuel de 0,56 \$ par action procure un rendement de plus de 2 %. Le titre est donc un **achat au cours actuel et à moins de 29 \$.**

► King Pharmaceuticals (KG 10,51 \$)

Nouvelles : Les dirigeants de Mylan Laboratories ont annoncé qu'il était peu probable que Mylan complète l'acquisition de King d'ici le 28 février 2005, date de

► Transactions d'initiés

Nous présenterons désormais la rubrique Transactions d'initiés sous forme de texte. Cela nous permettra de vous procurer plus d'informations pertinentes sur les transactions que nous jugeons significatives. Pour accéder à la liste complète des transactions d'initiés, nous vous invitons à visiter la section Coin de l'investisseur de notre site (cote100.com). Veuillez nous aviser si vous désirez recevoir les avis de mises-à-jour de ces transactions à chaque semaine par courriel.

Voici donc les transactions qui ont le plus attiré notre attention au cours des dernières semaines. D'une part, nous avons noté que **Metro** a racheté 260 300 de ses propres actions en janvier entre 22,80 \$ et 24,20 \$ et ce même si son titre s'est fortement apprécié. Nous avons également noté des ventes de plusieurs dirigeants et administrateurs de **Transat** au cours des derniers mois, dont quelques-unes en janvier. Ce titre avait atteint un creux de près de 4 \$ en 2003 et valait plus de 27 \$

au moment d'écrire ces lignes. **La Banque CIBC** a racheté 5,85 M de ses propres actions à 70 \$. Ces actions proviennent de l'investisseur milliardaire chinois, Li Ka Shing, qui a d'ailleurs vendu les 17 M d'actions de la banque qui étaient détenues par son holding financier. Par ailleurs, nous avons noté que plusieurs dirigeants de Hartco (dont Jeffrey Hart, vp exécutif, qui a vendu 19 100 actions entre 3,35 \$ et 3,60 \$ le 18 janvier) ont vendu des actions au cours des dernières semaines à la faveur d'une hausse du titre depuis le début de 2005. M. Jacques Tanguay, vp et directeur général d'Ameublements Tanguay, une division de Groupe BMTC, a vendu 57 072 actions de cette dernière à 12,70 \$ au début de janvier; André Jolicoeur, vp finances d'Ameublements Tanguay, en a vendu 17 000 actions à 12,50 \$. Enfin, Allan Lewis, un dirigeant de Research In Motion, a vendu la totalité de ses actions (300 000) le 12 janvier dernier à 90,88 \$.

► Revue des titres en portefeuille *suite*

conclusion prévue, ou que l'acquisition soit complétée selon les termes convenus initialement (0,9 action de Mylan par action de King).

Opinion : Il est impossible de savoir si Mylan désire réellement compléter l'acquisition de King et si oui, à quel prix. Notre évaluation tient compte de deux possibilités : 1- l'acquisition n'aura pas lieu, auquel cas nous croyons toujours que le titre de King ne devrait pas chuter bien en bas de 10 \$; ou 2- l'acquisition aura lieu à un prix révisé que nous estimons à 0,75 action de Mylan par action de King (17 % de moins que le prix initial), auquel cas l'offre équivaldrait à 12,50 \$ par action de King. Si nous appliquons une probabilité de 50 % à chacun de ces deux scénarios, nous arrivons à une valeur de 11,25 \$. À moins d'autres développements, nous serions plutôt **vendeurs à ce prix**.

► NBTY (NTY 27,38 \$)

Résultats : Les plus récents résultats de NBTY se sont avérés supérieurs à nos attentes. La société a réalisé un bénéfice de 0,43 \$ par action comparativement à notre prévision de 0,36 \$. Ces résultats s'expliquent par une croissance des ventes de 21 % en Europe par rapport au premier trimestre de 2004 et de 28 % des ventes directes (Internet et catalogue) pour la même période. Dans les divisions de vente au détail et de distribution, les conditions difficiles qui prévalent dans l'industrie ont nui aux ventes; en conséquence, elles sont demeurées stables par rapport à 2004. En plus de la situation concurrentielle difficile, la société a aussi subi les contrecoups d'une étude qui mettait en évidence les risques de la vitamine E. Les ventes de ces produits ont ainsi chuté de 11,9 % par rapport au trimestre précédent.

La société contrôle bien ses coûts : ses frais de vente, de même que ses frais généraux et administratifs, ont atteint 32,9 % des ventes du trimestre par rapport à 33,9 % au même trimestre en 2004. Par contre, le niveau des retours de marchandises reste élevé, se situant à 12 M\$ pour le trimestre par rapport à 14 M\$ un an plus tôt. Pour toute l'année 2004, ces derniers ont atteint 44 M\$ comparativement à 8 M\$ en 2003. Les dirigeants pensent que le niveau des retours observé en 2004 et au début de 2005 est anormal et qu'il devrait diminuer, mais ils ne peuvent prédire à quel moment.

La société bénéficie d'une bonne flexibilité financière et serait en mesure de réaliser des acquisitions si l'occasion se présentait. Nous conservons notre prévision de profits par action de 1,85 \$.

Opinion : Nous maintenons notre cible de 31,50 \$ car la situation concurrentielle demeure difficile aux États-Unis. **Le titre est un achat à 26 \$ ou moins.**

► Courrier du lecteur

Q : *J'aimerais savoir ce que vous pensez de l'action de Domtar.*
S.J., par courriel

R : À notre avis, Domtar (Tor., 12,10 \$) est une belle société qui œuvre dans un secteur très difficile. Les conditions ne pourraient être plus défavorables dans le secteur des pâtes et papiers : hausses du dollar canadien, de l'énergie et des coûts de transport. En outre, les prix du papier n'ont pas suivi la trajectoire haussière observée pour la plupart des matières premières depuis deux ans. Il faut toutefois garder en mémoire qu'il s'agit d'un titre cyclique. Il est donc préférable d'acheter lorsque les conditions sont défavorables et de vendre lorsque tout semble positif. De plus, À moyen terme, la valeur comptable de 9,40 \$ et le dividende de 0,24 \$ par action (rendement de 2 %) devraient procurer un support au titre. Par contre, il faudra probablement attendre une reprise du secteur des papiers fins pour que le titre de Domtar remonte à 16 \$ ou 17 \$. Nous avons entièrement confiance en l'équipe de direction de Domtar et pensons qu'elle fera tout son possible pour créer de la richesse à long terme pour les actionnaires. Le titre est un **achat**.

Événements

La gestion privée encore plus accessible



Nous avons récemment lancé le **Service Partenaire COTE 100**, un produit de gestion privée « intermédiaire » pour portefeuilles de 50 000 \$ à 250 000 \$. Profitez de notre offre spéciale de lancement (valable jusqu'au 4 mars 2005)! Communiquez avec *Clubfin* pour obtenir de plus amples informations sur ce produit et pour faire une évaluation gratuite de votre portefeuille :
1 866 594-2346

COTE 100 Inc.
561, rue Beaumont Est, St-Bruno, QC, J3V 2R2
450-461-2826, sans frais : 1 800 454 2683

Les renseignements et opinions contenus dans la Lettre financière COTE 100 proviennent de sources que nous croyons dignes de foi, mais n'engagent pas notre responsabilité. Ce rapport ne constitue en aucune circonstance une offre ou une sollicitation d'acheter ou de vendre aucune des valeurs ci-mentionnées. COTE 100 inc., ses officiers et administrateurs, peuvent de temps à autre acquérir des titres de ces sociétés. Les résultats passés ne sont pas garants des résultats futurs.

Dépôt légal numéro D377760.
No d'inscription à la CVMQ : 92 E 0622