

Costco, un miracle du capitalisme moderne

Carl Simard

Expert invité

Les sociétés qui parviennent à faire payer leurs clients à l'avance jouissent d'un avantage important. Dans le passé, nous avons fait l'éloge de Berkshire Hathaway et de Constellation Software pour cette raison. La première le fait par l'intermédiaire de ses divisions d'assurance, qui touchent les primes bien avant de verser les indemnités, tandis que la seconde reçoit des frais récurrents tous les ans, en début d'année. Les entreprises de commerce du détail réalisent rarement un tel exploit. Il existe tout de même une exception notable, celle de Costco Wholesale (Nasdaq, COST, 139,40 \$US).

Grâce aux frais d'abonnement annuel qu'elle exige de ses clients, Costco réussit à générer la majorité de ses bénéfices d'exploitation en début de période. Cette situation détonne avec celle qui a cours chez les commerçants traditionnels, qui ne réalisent des bénéfices qu'après avoir longuement entreposé la marchandise. Grâce à cette structure de capital gratuite, Costco détient une cagnotte supplémentaire de 1,25 milliard de dollars américains à son bilan, un montant auquel ses concurrents ne peuvent que rêver. Même le géant Wal-Mart n'a jamais réussi à copier parfaitement le modèle Costco avec sa division «Sam's Club».

Ce n'est pas le seul avantage concurrentiel de Costco. Les fidèles savent que la marchandise tourne à un rythme effréné dans ces magasins-

entrepôts. Le détaillant liquide ses stocks en 27 jours en moyenne, et peut attendre jusqu'à deux ou trois mois pour payer ses fournisseurs. Essentiellement, toute la marchandise offerte chez Costco est financée par ses fournisseurs. Pour ces raisons, Costco est un des rares, sinon le seul détaillant, qui opère avec un fonds de roulement négatif. C'est autant de liquidités qu'elle peut utiliser pour récompenser ses actionnaires.

Si Costco fait rouler ses inventaires aussi rapidement, c'est que son modèle d'entreprise est conçu sur mesure pour réaliser des ventes gargantuesques par client. Les ventes annuelles moyennes d'un magasin Costco sont de 166 millions de dollars américains. C'est quatre fois plus qu'un magasin Walmart typique. C'est aussi près de deux fois plus que Sam's Club. Le dicton veut qu'«on achète toujours davantage chez Costco que partout ailleurs». Car soyons honnête, à part chez Costco, qui achèterait sa mayonnaise en format d'un gallon?

Grâce à un tel volume de ventes, Costco arrive à générer un excellent rendement de l'avoire des actionnaires. Nous estimons qu'il dépasse 40% lorsque nous excluons l'encaisse superflue. C'est un fait rare dans l'industrie du commerce de détail, d'autant plus que Costco rémunère ses employés beaucoup mieux que l'ensemble de ses concurrents, et qu'elle repasse la majeure partie des économies réalisées à ses clients en raison des marges plus faibles. Autant les clients que les employés et les actionnaires sont heu-

+ 71%

Le bénéfice par action de Costco progressera de 71% de 2011 à 2016, selon les données de Bloomberg. Celui-ci s'établissait à 3,30 \$US par action en 2011, tandis qu'il devrait atteindre 5,66 \$US l'an prochain selon les prévisions du détaillant.

reux, et personne ne gagne aux dépens de l'autre! Sans compter que l'entreprise possède la majeure partie de ses magasins et de ses terrains. Un fait qui devrait normalement nuire au rendement du capital, mais il n'en est rien.

Une croissance toujours aussi intéressante

Plusieurs observateurs mentionnent souvent que l'histoire de Costco est connue, et qu'il n'y a plus d'argent à y faire en tant qu'investisseur. Pourtant, le pdg Craig Jelinek affirme qu'il pourrait probablement doubler le nombre de ses magasins aux États-Unis à long terme. À ce jour, presque 90% des ventes de Costco sont réalisées au Canada et aux États-Unis. Le modèle Costco est encore peu exploité dans le monde, et il serait difficile pour un concurrent de s'établir là où le populaire détaillant se trouve déjà.

«Mais l'entreprise ne croît pas si rapidement, alors rien ne justifie qu'on paie plus de 20 fois les bénéfices», nous dit-on. À cela, nous répondons que ce n'est pas tant le niveau de croissance que l'entreprise peut générer, mais le nombre d'années pendant lesquelles elle peut maintenir cette croissance dans les deux chiffres. Ce nombre d'années excède probablement une décennie. Il est vrai qu'aujourd'hui, le titre est loin d'être une aubaine, puisque selon notre estimation de sa valeur intrinsèque, la marge de sécurité actuelle est insuffisante pour justifier un rendement annuel de 10% à 12% à long terme. À un prix plus raisonnable, la deuxième société favorite de Charlie Munger après Berkshire Hathaway deviendrait attrayante, vu le faible risque de son modèle d'exploitation. **■**

EXPERT INVITÉ



Carl Simard

est président de Gestion de portefeuille stratégique Medici, une firme de Saint-Bruno.