

Entre les lignes

L'entreprise « parfaite », selon le partenaire de Buffett

L'entreprise « parfaite » existe-t-elle? Pour Charlie Munger, un des plus grands sages vivants du monde des affaires et de l'investissement, Costco Wholesale (COST, 491,80 \$ US) se hisse au podium de la perfection.

« C'est une entreprise parfaite », a lancé le partenaire de Warren Buffett âgé de 99 ans, lors de la récente assemblée annuelle de sa société, Daily Journal (DJCO, 277,78 \$ US).

« Elle a un avenir merveilleux, elle a une culture merveilleuse et elle est dirigée par des gens merveilleux », mentionne sans détour Charlie Munger, ajoutant que jamais il ne vendra une action de l'exploitant de 850 magasins-entrepôts.

Il faut dire que le légendaire investisseur n'est pas tout à fait objectif, lui qui agit comme administrateur du détaillant depuis plus de 25 ans. Le milliardaire détiendrait directement 167 000 actions de la chaîne, une participation dont la valeur s'élève à 93 millions de dollars américains (M\$ US).

Une performance financière hors du commun

À l'instar de Charlie Munger, nous sommes de grands admirateurs de la chaîne américaine. Nous la suivons depuis de nombreuses années et vouons une grande estime à son modèle d'affaires exemplaire, caractérisé par un faible coût du capital et des avantages concurrentiels considérables.

Il serait trop long de décrire tous les atouts qui

font de Costco une entreprise d'exception. Cependant, parmi ses principaux avantages, soulignons qu'elle engrange plus de la moitié de son bénéfice d'exploitation un an à l'avance sur la plupart de ses concurrents, grâce à l'abonnement annuel que les clients acceptent de déboursier pour entrer dans ses magasins. La formule d'abonnement érige des barrières à la sortie pour sa clientèle. En effet, une fois abonné, le client a tout intérêt à y magasiner souvent pour amortir son coût d'adhésion.

La croissance annuelle du nombre d'abonnés, qui oscille entre 5% et 7%, s'est révélée assez stable dans le temps. Le taux de renouvellement des abonnements surpasse depuis longtemps le seuil des 90% en Amérique du Nord — il était de 93% en 2022!

À un moment où l'inflation élevée étouffe les consommateurs, Costco continue d'offrir une solide proposition de valeur: elle tire avantage de son immense pouvoir d'achat pour remettre le maximum d'économies à ses clients. Son modèle est axé sur la rotation des stocks et sur la croissance du volume de ventes, plutôt que sur l'accroissement des marges bénéficiaires.

En effet, les marges bénéficiaires brutes sont plafonnées à 15%, contrairement à 25%, voire 50% chez certains détaillants spécialisés. Tout excédent réalisable au chapitre de la marge bénéficiaire est repassé aux clients sous forme de prix plus bas.

Ce modèle d'affaires, jumelé à une exécution brillante, se traduit par

une performance financière à long terme hors du commun.

Depuis 1997, année où Charlie Munger est devenu membre du conseil d'administration de Costco, l'entreprise a fait croître son chiffre d'affaires à un rythme annuel composé avoisinant les 10%. Le bénéfice par action est passé de 0,73 \$ US par action à 13,14 \$ US l'action à la fin de l'exercice 2022, soit une croissance annuelle composée de 12,3%. L'action a connu un parcours tout aussi brillant, ayant progressé de 15% par an au cours de cette période. Un investissement de 10 000 \$ US dans le titre en août 1997 vaudrait aujourd'hui 346 000 \$ US, exclusion faite des dividendes versés.

Même Amazon n'en est pas venue à bout

Cette performance financière et boursière est d'autant plus exceptionnelle qu'elle a été réalisée malgré les assauts incessants de rivales redoutables, dont Amazon (AMZN, 101,87 \$ US) et Walmart (WMT, 145,43 \$ US).

Lorsque Amazon a annoncé l'acquisition de la chaîne de supermarchés bio Whole Foods Market, en juin 2017, le titre de Costco a chuté, les investisseurs craignant que l'incursion du géant du commerce en ligne dans le secteur de l'alimentation ne vienne ébranler son château fort concurrentiel. Nous avons alors saisi une rare occasion d'acheter l'action à un prix raisonnable.

Près de six ans plus tard, force est de constater que les craintes initiales du marché n'étaient pas fondées. Entre 2017 et


2022, le chiffre d'affaires de Costco a progressé de 12% par an, et son bénéfice par action, de 16%. Le nombre de membres totaux est passé de 90 300 à 118 900, soit une croissance annuelle de 5,7%.

L'exercice 2022 de Costco a été marqué par une forte croissance de 14% des ventes de magasins comparables. Cet indicateur clé du commerce de détail mesure la progression des ventes des établissements ouverts depuis un an. L'inflation a contribué à gonfler la croissance. Même si le rythme a depuis ralenti, la cote d'amour des clients de Costco semble loin de s'effriter.

Le grand défaut de Costco

Or, comme le souligne si bien Charlie Munger, une entreprise aussi exceptionnelle vient avec une grosse imperfection: son titre est tout sauf une aubaine en Bourse.

C'est d'ailleurs pour des raisons d'évaluation que nous avons cédé notre participation dans Costco il y a quelques années. Non sans regret, car nous demeurons convaincus que l'entreprise recèle un beau potentiel de croissance à long terme. La chaîne étend notamment sa présence à l'international, avec l'ouverture prochaine de magasins en Suède et en Nouvelle-Zélande.

Le titre se négocie présentement à 34 fois le bénéfice par action réalisé au cours des 12 derniers mois, abstraction faite de l'encaisse au bilan. Même si Costco mérite de se négocier à prime, son évaluation reflète largement le caractère exceptionnel de cette entreprise. 

Divulgation: Les clients et employés de Medici détiennent une participation dans Amazon.

EXPERT
INVITÉ



Pierre-Olivier Langevin est gestionnaire de portefeuille et associé de Medici.

LE
TAUREAU
C.
L'OURS

Dollarama : le premier de classe toujours bien positionné



Optimiste

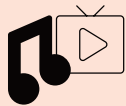
→ L'inflation attire non seulement les clients en quête de rabais, mais Dollarama est un rare détaillant bénéficiant de multiples avenues de croissance, incluant l'ouverture de nouveaux magasins, la hausse élevée des ventes par magasin comparable et l'expansion de sa filiale Dollarcity, en Amérique latine, signale Peter Sklar, de BMO Marchés des capitaux.

→ Les dépenses que doit consacrer le commerçant aux salaires augmentent, mais les perspectives fournies pour 2024 ne changent en rien sa performance et justifient la plus-value du titre par rapport à ses semblables, fait valoir Irene Nattel, de RBC Marchés des capitaux, qui maintient son cours cible sur un an de 95 \$.

→ Dollarama gagne des parts du portefeuille des dépenses des consommateurs, souligne Martin Landry, de Stifel GMP, qui juge que le titre offre un profil de croissance solide à moindre risque, dans la volatilité actuelle.

→ Dollarama conserve l'avantage sur les prix de ses rivaux, même dans la nouvelle catégorie d'articles aux prix de 4,25 \$-5 \$, indique le plus récent sondage de Desjardins Marchés des capitaux.

Dominique Beauchamp



En action

Sale temps pour les actionnaires



Pessimiste

→ Le détaillant est toujours un premier de classe, mais son évaluation actuelle reflète déjà bien son positionnement et sa croissance, indique Mark Petrie, de Marchés des capitaux CIBC, qui est neutre envers le titre.

→ Bien que Dollarama dégage des profits et des flux de trésorerie sans égal, son titre est déjà bien évalué en fonction des perspectives à court et à moyen terme, croit Derek Dley, de Canaccord Genuity, qui propose de conserver le titre et établit une cible à 82 \$.

→ Malgré la flexibilité que lui procure la gestion de l'assortiment de ses produits et des prix, les marges du marchand ne sont pas à l'abri de l'impact de la préférence des clients pour les articles de consommation essentiels et à petit prix, deux catégories moins rentables, estime Karen Short, de Credit Suisse, qui reste neutre envers le titre et fixe une cible sur un an de 85 \$.

→ Même l'optimiste Irene Nattel, de RBC, prévient que le détaillant rachètera moins d'actions jusqu'à ce que le coût de financement diminue puisque Dollarama emprunte pour financer le quart de ses rachats annuels.



Denis Lalonde



Le secteur bancaire a été secoué durement en mars, avec les faillites de banques régionales américaines et de Credit Suisse. Cette dernière, rachetée au tiers de sa valeur boursière par sa compatriote UBS, était sur la liste des 30 banques mondiales « trop grosses pour faire faillite ». Les banques centrales mondiales sont intervenues rapidement pour freiner l'hémorragie et s'assurer que les clients des institutions financières affectées ne perdent pas leur argent.

Il est difficile d'être contre la vertu. Pour éviter une deuxième crise financière en 15 ans, les autorités n'avaient pas vraiment d'autre option que de venir en aide au secteur bancaire en allongeant les dollars nécessaires pour couvrir les retraits effectués dans des moments de panique.

Dans le cas de la Silicon Valley Bank (SVB), premier domino à tomber, l'entreprise avait des dépôts de 175,4 milliards de dollars américains (G\$ US) au 31 décembre dernier, selon la Société fédérale d'assurance-dépôts des États-Unis (FDIC). Heureusement, la société



Dans le cas de Credit Suisse, le plongeon du titre a d'abord été provoqué par le refus de son actionnaire principal, la Banque nationale saoudienne, d'injecter de nouvelles liquidités dans l'entreprise. **B**: 123RF

fédérale a annoncé que ces dépôts allaient être assurés dans leur totalité, même ceux qui dépassaient le seuil maximal habituel de 250 000 \$ aux États-Unis, ce qui vaut pour les clients des autres banques qui ont subi le même sort par la suite.

C'est une bonne chose en soi que de redonner confiance dans un système financier qui aurait autrement pu plonger l'économie américaine dans le chaos. Mais il reste que les actionnaires sont les grands oubliés dans toute cette histoire.

Dans le cas de la SVB, l'entreprise avait une capitalisation boursière d'environ 15 G\$ US à la fermeture des marchés, le jeudi 9 mars. Deux jours plus tard, tout cela était parti en fumée, lorsque la FDIC a pris le contrôle de ses activités.

Une première poursuite judiciaire contre la banque et ses dirigeants a été déposée le 13 mars par l'actionnaire Chandra Vanipenta, qui aurait perdu 12 000 \$ US dans la déconfiture de l'entreprise californienne. Selon *Forbes*, la poursuite tente

d'obtenir l'autorisation de déposer une action collective contre SVB. Traduction libre: les actionnaires se lancent dans un conflit juridique qui va s'étirer sur plusieurs années pour obtenir au mieux quelques cents par dollar de créance après que les avocats auront empoché leurs honoraires, le tout pour le moment sans aide de l'État.

Une chute provoquée par le premier actionnaire

Dans le cas de Credit Suisse, l'ironie est que le plongeon du titre qui a mené à la vente forcée de l'entreprise à UBS a d'abord été provoqué par le refus de son actionnaire principal, la Banque nationale saoudienne, d'injecter de nouvelles liquidités dans l'entreprise pour ne pas détenir plus de 10 % des actions, ce qui aurait ajouté à ses obligations de divulgation pour toute transaction subséquente.

Quelques jours plus tard, le dimanche 19 mars, après s'être fait tordre un bras (ou peut-être les deux) par les autorités suisses, UBS acceptait

d'acheter Credit Suisse pour un montant trois fois inférieur à la valeur boursière de cette dernière deux jours plus tôt! Résultat, le titre s'est effondré de 55% durant la séance du 20 mars et vivote à peu près au même niveau depuis.

Le parquet fédéral suisse a bien annoncé son intention d'enquêter sur les circonstances ayant mené à la transaction, mais pour les actionnaires, le mal est fait. On a déjà vu des actionnaires institutionnels mieux mesurer les conséquences de leurs actes... et le PDG de la banque saoudienne en a payé le prix en devant quitter son poste.

Mince consolation

La seule consolation pour les investisseurs canadiens détenant des titres financiers, c'est que le secteur a été moins secoué ici qu'aux États-Unis. Selon des chiffres de S&P Dow Jones, le sous-indice des financières de l'indice canadien S&P/TSX a reculé de près de 6% en mars, comparativement à une baisse de 9,6% pour son équivalent au S&P 500.

En un mois, de tels reculs ne sont pas banals pour un secteur réputé « défensif ». Les investisseurs à la recherche de titres à dividende et qui pensent les conserver sur de très longues périodes ont pu profiter de cette faiblesse passagère pour augmenter leurs participations.

Or, pour le moment, il semble que les vendeurs à découvert soient sortis grands gagnants de ces reculs, du moins à court terme.

Les vendeurs à découvert, dont le modèle est d'emprunter des actions pour les vendre en misant sur le fait qu'ils pourront les racheter plus tard à moindre coût, s'en sont donné à cœur joie durant le mois de mars.

D'après des données de la société S3 Partners, les vendeurs à découvert ont réalisé, dans le monde entier, des bénéfices de 14,3 G\$ US sur papier en mars, uniquement dans le secteur bancaire.

Malgré ces gains mirobolants, je ne serais pas à l'aise de miser sur la baisse d'un titre avec mes propres économies. À ce sujet, Philippe Leblanc, président du conseil d'administration et gestionnaire en chef à Cote 100, chroniqueur à *Les Affaires* et auteur, décrit bien la situation au chapitre 21 de son livre *Avantage Bourse*, expliquant que le gain maximal que l'on peut obtenir d'une vente à découvert est de 100% (si le titre tombe à zéro), alors que le potentiel de perte si le titre contre lequel on mise part à la hausse est infini.

Je préfère garder les probabilités de mon côté... surtout qu'en cas de pépin, la protection de l'avoir des actionnaires est le dernier des soucis des autorités. **la**