

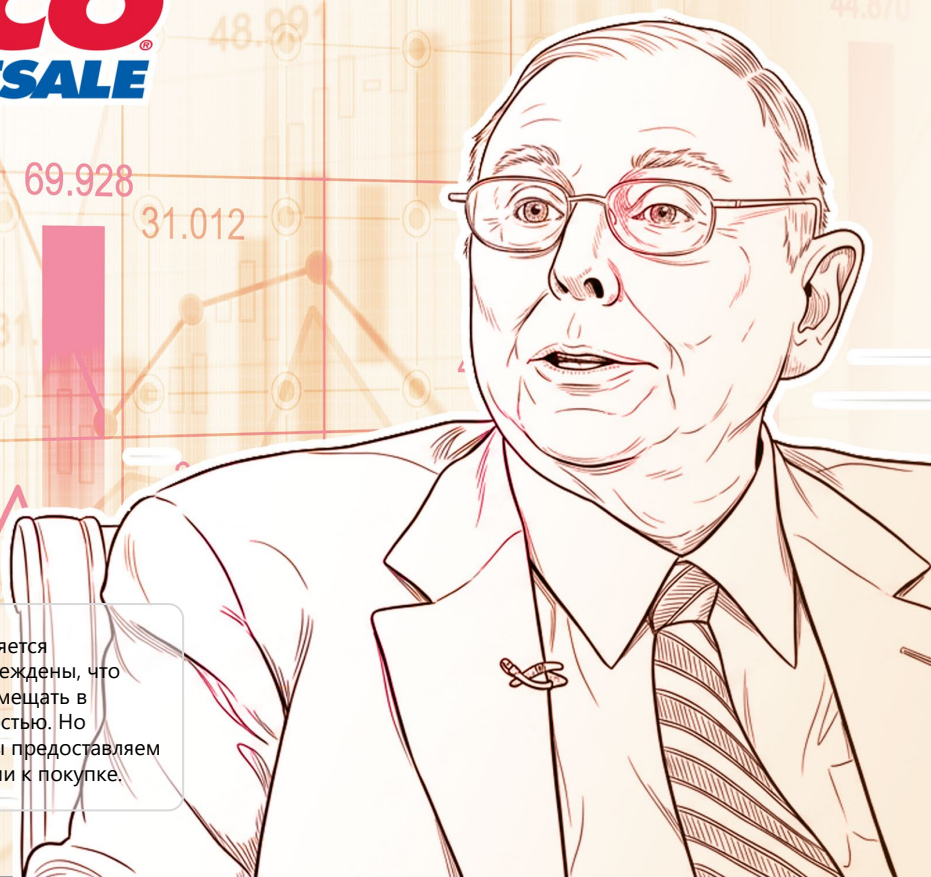


TENÍZ CAPITAL
INVESTMENT BANKING

Цена идеального бизнеса

**Costco, Чарли Мангер и мультипликатор,
который никогда не снижается**

COSTCO
WHOLESALE



Данный аналитический материал не является инвестиционной рекомендацией. Мы убеждены, что основную часть инвестиций следует размещать в инструментах с фиксированной доходностью. Но учитывая интерес клиентов к акциям, мы предоставляем аналитические обзоры без рекомендации к покупке.



Цена идеального бизнеса

Costco, Чарли Мангер и мультипликатор, который никогда не снижается

Уоррен Баффетт любил рассказывать на собраниях Berkshire один анекдот. Двое угонщиков захватывают самолёт, в котором летят он и Чарли Мангер, и под конец соглашаются исполнить по последнему желанию каждого. Чарли просит позволить ему в последний раз произнести речь о достоинствах Costco. Желание Уоррена: «Сначала пристрелите меня».

За каждой удачной шуткой с трибуны Berkshire стояла серьёзная мысль, и эта — не исключение. Чарли Мангер — человек, научивший целое поколение таких, как мы, тому, что куда лучше купить прекрасную компанию по справедливой цене, чем посредственную компанию по прекрасной цене, — считал Costco Wholesale чем-то близким к платоновской идее прекрасной компании. Он вошёл в совет директоров Costco в январе 1997 года и оставался в нём до самой смерти в ноябре 2023-го, в девяносто девять лет. Десятилетиями он лично держал эти акции, а на собрании Daily Journal в 2021 году сказал с характерной окончательностью: «Я законченный наркоман и никогда не продам ни одной акции».

Чтобы понять почему, нужно вернуться во времена, когда Costco ещё не существовало, — ведь эта история, как и все лучшие истории бизнеса, начинается с нравственной идеи.

I. Сол Прайс и инверсия розничной торговли

В 1954 году юрист из Сан-Диего по имени Сол Прайс открыл дисконтный магазин FedMart. В 1976-м, вытесненный из собственного детища, он начал всё заново в переоборудованном авиационном ангаре на бульваре Морена — здании, которое когда-то арендовал Говард Хьюз, — и назвал новое предприятие Price Club. Члены клуба платили годовой взнос за привилегию делать покупки в голом складе, где товар лежал прямо на паллетах.

Гениальной находкой был именно взнос, хотя тогда этого почти никто не разглядел. Традиционная розница по своей конструкции антагонистична: торговец зарабатывает, выжимая максимальную наценку, которую готов стерпеть покупатель. Сол Прайс перевернул эти отношения. Когда прибыль приносит членский взнос, а не наценка, стимулы торговца меняются на противоположные: теперь он выигрывает, выступая *агентом* покупателя и прочёсывая весь мир в поисках минимально возможной цены, — потому что именно это заставляет члена клуба продлевать членство. Чарли всю жизнь проповедовал, что стимулы — самая недооценённая сила в человеческих делах. Price Club был системой стимулов, замаскированной под здание.

Идея оказалась настолько хороша, что её украли все. Сэм Уолтон жизнерадостно признавался в автобиографии, что позаимствовал у Сола Прайса больше, чем у кого-либо ещё в рознице: в 1983 году он открыл Sam's Club, даже не потрудившись как следует замаскировать название. Но самым значимым учеником стал подросток по имени Джим Синегал, который начал в FedMart в 1954 году с разгрузки матрасов и следующие четверть века впитывал евангелие Сола Прайса с близкого расстояния.

II. Сиэтл, 1983

В сентябре 1983 года Синегал и сиэтлский юрист-предприниматель Джеффри Бротман открыли первый склад Costco на Четвёртой авеню Саут в Сиэтле. Компания достигла \$3 млрд продаж менее чем за шесть лет — на тот момент быстрее, чем любая компания в американской истории. В 1993 году ученик объединился с учителем: Costco и Price Club слились в PriceCostco, позднее переименованную в Costco Wholesale. Ангарный эксперимент Сола Прайса и исполнительская машина Синегала стали одной компанией.



То, что Синегал выстроил на фундаменте Прайса, — это набор добровольных ограничений, настолько жёстких, что конкуренты принимали их либо за маркетинг, либо за безумие. Ни один товар, согласно внутреннему закону компании, не может иметь наценку выше примерно 14% к себестоимости — около 15% для частной марки Kirkland Signature, запущенной в 1995 году. Универмаги делают наценку 50% и больше; даже супермаркеты берут 25%. Типичный гипермаркет держит свыше 100 000 товарных позиций; Costco — порядка 4 000, и каждая проходит безжалостный отбор. Запасы оборачиваются так быстро, что значительная часть товара продаётся раньше, чем Costco расплатилась с поставщиками, — то есть поставщики, по сути, финансируют этот оборот. Комбо «хот-дог плюс газировка» стоит \$1,50 с 1985 года. Когда один из последующих гендиректоров заикнулся о повышении цены, ответ Синегала — колоритный и непечатный — дал понять, что эта цена переживёт их обоих.

А ещё — зарплаты. Синегал платил работникам складов заметно выше нормы для розницы, оплачивал им медицинскую страховку и продвигал своих, десятилетиями терпя за это упрёки Уолл-стрит. Текучесть кадров в Costco — лишь доля от среднеотраслевой, а производительность в расчёте на сотрудника посрамляет любого конкурента. Нынешний генеральный директор Рон Вакрис начинал карьеру водителем погрузчика. Позиция Синегала, которую Чарли годами одобрительно цитировал, была такова: аналитики хотят, чтобы он управлял компанией ради следующего квартала, а он намерен управлять ею ради следующих пятидесяти лет.

III. Что увидел Чарли

Привязанность Мангера к Costco не была сентиментальной. Это было узнавание собственной философии — полностью работающей, в промышленном масштабе.

Во-первых, он увидел культуру как ров. Он описывал Costco как бизнес, ставший лучшим в мире в своём деле благодаря крайней меритократии в сочетании с добровольно принятым этическим долгом: каждое ценовое преимущество, которое компания выжимает из масштаба, передаётся покупателю настолько быстро, насколько оно получено, — и результатом становится такая яростная лояльность клиентов, какую не купить ни за какой рекламный бюджет. Большинство менеджментов так говорят; Costco вписала это в потолок наценки, где это невозможно тихо предать.

Во-вторых, он увидел отложенное вознаграждение — личную добродетель, которую Чарли ценил едва ли не выше всех прочих, — практикуемое целой корпорацией. Costco отказывается от лёгкой маржи сегодня, чтобы углублять доверие, и собирает урожай этого доверия в виде коэффициента продления членства около 90% по миру и выше 92% в США и Канаде — год за годом, десятилетие за десятилетием.

В-третьих — и для аналитика это главное: ров Costco *расширяется* по мере роста компании. Ник Слип из Nomad Investment Partnership, чьи письма прославили Costco среди целого поколения инвесторов, назвал эту модель «разделяемой экономией на масштабе» (scaled economies shared). Обычный ритейлер, разжирев, держит над рынком ценовой зонтик и сам приглашает новых конкурентов. Costco поступает наоборот: каждая толика масштаба конвертируется в более низкие цены, которые притягивают новых членов, которые дают новый масштаб. Этот маховик внимательно изучал сосед по Сиэтлу по имени Джефф Безос, встречавшийся с Синегалом в 2001 году; Amazon Prime — это идея членства Сола Прайса в другом мундире.

Berkshire Hathaway владела акциями два десятилетия и продала пакет в 2020 году. Чарли — подчёркнуто — нет, и с тех пор бумаги почти утроились. Он никогда не говорил об этом зло, но урок был чисто мангеровский: великой ошибкой с таким бизнесом никогда не была слишком дорогая покупка — ею всегда была сама продажа.

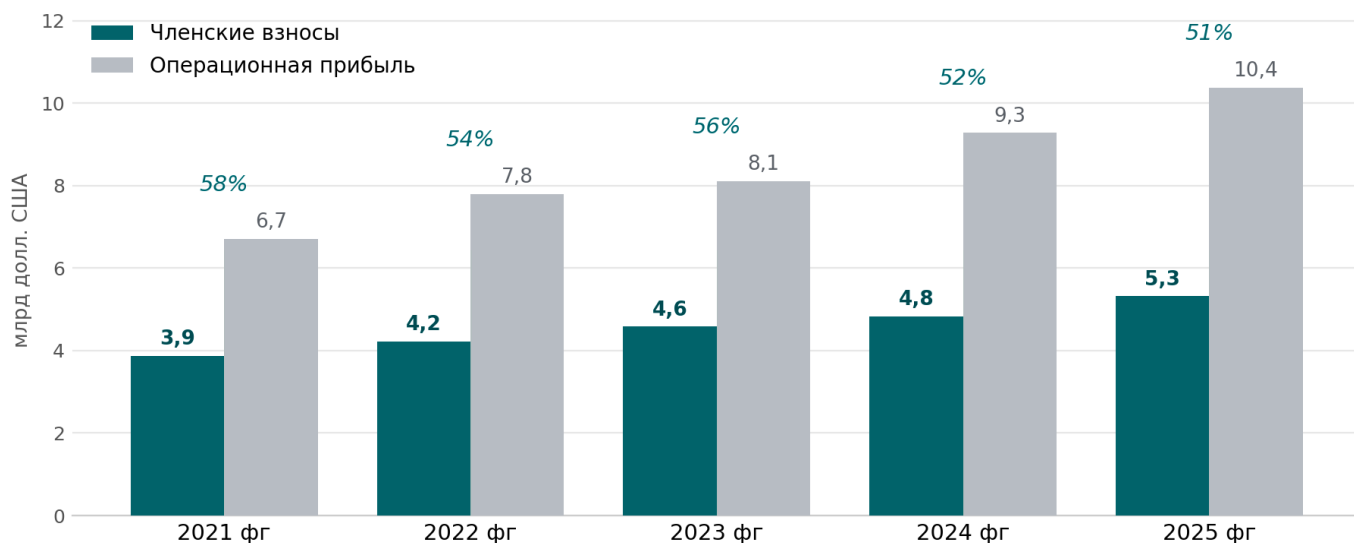
IV. Мультипликатор: почему рынок платит сполна

И вот мы подошли к вопросу, на который каждому стоимостному инвестору рано или поздно приходится отвечать, — а Costco ставит его жёстче, чем любая другая акция Америки. На момент написания бумаги торгуются около \$972 при рыночной стоимости порядка \$431 млрд – примерно 49 прибылей за последние двенадцать месяцев и около 44 прогнозных прибылей будущего года. Это почти вдвое выше рыночного мультипликатора и ощутимая премия даже к Walmart — для компании с чистой рентабельностью около 3%. Грэм упал бы в обморок. Почему рынок это платит?

Потому что рынок постепенно научился читать отчёт о прибылях Costco так, как читал его Чарли. Начнём с членского взноса: примерно \$5,3 млрд в 2025 финансовом году при \$10,4 млрд операционной прибыли (рис. 1). Взносы почти не несут издержек; функционально это аннуитет с коэффициентом продления около 90% — первоклассный бессрочный купон, спрятанный внутри ритейлера. А остальные \$270 млрд товара, проданного на волосок выше себестоимости, правильнее понимать не как двигатель прибыли, а как *цену этого аннуитета* — самую убедительную программу удержания клиентов из когда-либо придуманных. К тому же у купона есть индексация: Costco повышает взнос примерно раз в пять-семь лет (последний раз – в сентябре 2024 года, до \$65 и \$130), и почти каждый доллар повышения падает прямиком в доналоговую прибыль.

Аннуитет внутри ритейлера

Доход Costco от членских взносов и операционная прибыль, 2021–2025 финансовые года



Проценты над столбцами — доля членских взносов в операционной прибыли.

Источник: отчёты 10-K Costco Wholesale; stockanalysis.com (июнь 2026 г.).

Рисунок 1. Доход от членских взносов против операционной прибыли Costco, 2021–2025 фг. Взносы — по сути бессрочный аннуитет с коэффициентом продления около 90% — год за годом обеспечивают более половины операционной прибыли компании. Источник: отчёты 10-K Costco Wholesale; stockanalysis.com.

Добавьте предсказуемость. Скорректированные сопоставимые продажи росли сквозь рецессии, инфляции, пандемии и тарифные войны: в последнем квартале, о котором компания отчиталась в мае 2026 года, сопоставимые продажи выросли на 9,8%, чистая прибыль — на 15%, а доход от членских взносов — двузначными темпами. В трудные времена Costco наращивает долю рынка, потому что именно в трудные времена домохозяйство больше всего ценит своего доверенного агента. Бета акции ниже рыночной. Для машины дисконтированных денежных потоков столь надёжный поток заслуживает низкой ставки дисконтирования и очень долгого «затухания» роста, а низкая ставка, приложенная к длинному растущему потоку, даёт — механически, неотвратимо — высокий мультипликатор.

Затем — реинвестирование. Costco зарабатывает отдачу на вложенный капитал порядка 25–40% (в зависимости от методики расчёта) и всё ещё имеет куда вкладывать: сегодня более 930 складов и десятилетия пространства для роста за рубежом. Когда в 2019 году открылся первый клуб в Шанхае, толпы были такими, что магазин пришлось закрыть раньше времени из соображений безопасности. Весь этот рост финансируется из крепости: около \$20 млрд денежных средств против \$8 млрд долга, а оборотный капитал финансируют поставщики. Количество акций не сдвинулось с места за пять лет.

Наконец — и ученику следует сказать это прямо — существует премия за доверие. Рынок сорок лет наблюдал, как эта компания отвергает любую возможность обмануть покупателей и сотрудников ради квартальной прибыли, и пришёл к выводу, что будущее здесь менее неопределённо, чем почти где бы то ни было. Определённость — самый дефицитный товар на рынках. Мультипликатор Costco — это цена определённости.

V. Предостережение ученика

И всё же. Старая дисциплина не растворяется лишь оттого, что бизнес прекрасен. При 49 прибылях доходность по прибыли — около 2%; доходность по свободному денежному потоку — примерно такая же. Покупатель сегодня платит вперёд за десятилетие безупречного исполнения, а арифметика высоких мультипликаторов беспощадна: поток может расти великолепно, пока его цена всего лишь переводит дух. Сам Чарли, когда в последние годы его спрашивали о Costco, бодро признавал единственный изъян: в компании восхищает всё, кроме цены её акций.

Поэтому совет, который я даю в традиции, в которой воспитан, таков. Баффетт учил нас требовать прекрасную компанию по *справедливой* цене; Costco почти никогда не предлагает справедливую — она предлагает полную, по той отличной причине, что теперь все знают то, что Чарли знал в 1997 году. Запас прочности в этой инвестиции живёт в самом бизнесе, а не в цене покупки, — и это защита настоящая, но меньшая. Для владельца игра состоит в том, чтобы сидеть смирно: самые дорогие ошибки в истории этой акции — сплошь продажи. Для покупателя игра — в терпении: редкие моменты уценки (2009-й, конец 2022-го, отдельные просадки с тех пор) — это когда великий торговец велел бы вам нагружать тележку. Уж кто-кто, а Costco одобрила бы ожидание выгодной цены.

Немало стоит и то, что человек, учивший нас, что большинство бизнесов деградируют, большинство рвов заливается, а большинство менеджментов поддается искушению, провёл последнюю четверть века, отказываясь продать акции одного-единственного ритейлера. Costco была публичным доказательством Чарли Мангера: капитализм, ведомый сдержанностью и порядочностью, не просто добродетелен — он приносит сложный процент.

Приложение: финансовый срез за пять лет (млн долл. США, если не указано иное)

Финансовый год заканчивается в конце августа — начале сентября.

Показатель	2021 фг	2022 фг	2023 фг*	2024 фг	2025 фг
Выручка	195 929	226 954	242 290	254 453	275 235
Рост выручки, г/г	+17%	+16%	+7%	+5%	+8%
Валовая маржа	12,9%	12,2%	12,3%	12,6%	12,8%
Операционная прибыль	6 708	7 793	8 114	9 285	10 383
Чистая прибыль	5 007	5 844	6 292	7 367	8 099
Базовая прибыль на акцию, \$	11,30	13,17	14,18	16,59	18,24
Операционный денежный поток	8 958	7 392	11 068	11 339	13 335
Свободный денежный поток	5 370	3 501	6 745	6 629	7 837
Выплаченные дивиденды	5 748	1 498	1 251	9 041	2 183
Дивиденд на акцию за год, \$ (регулярный)	2,98	3,38	3,84	4,36	4,92

* В 2023 финансовом году было 53 недели, что немного приукрашивает сравнение.



Выручка

Форма кривой — история в трёх актах: пандемийно-инфляционный всплеск 2021–2022 фг (рост в районе 16–17%), нормализация в 2023–2024 фг по мере охлаждения цен на бензин и инфляции — и новое ускорение начиная с 2025 фг: за двенадцать месяцев по май 2026 года выручка составила примерно \$294 млрд (+9%), а сопоставимые продажи последнего квартала выросли на 9,8%.

Чистая прибыль

Прибыль росла быстрее продаж — около 13% в год за период — по мере того как валовая маржа восстанавливалась после сжатия 2022 фг, вызванного фрахтом и инфляцией (12,2%), обратно к 12,8%, а высокомаржинальный доход от членских взносов стабильно увеличивался. Чистая рентабельность остаётся ниже 3% — намеренно: потолок наценки это гарантирует.

Операционный денежный поток

Обратите внимание на расхождение 2022 фг: чистая прибыль выросла на 17%, а операционный денежный поток *упал* на 17% — результат наращивания запасов примерно на \$4 млрд, когда компания закупалась впрок на фоне инфляции и сбоя в цепочках поставок. В 2023 фг картина развернулась: высвобождение запасов подняло денежный поток почти на 50%. К 2025 фг операционный поток в \$13,3 млрд уверенно превышает чистую прибыль — нормальное состояние для ритейлера с отрицательным оборотным капиталом, чьи полки финансируют поставщики.

Дивиденды

Рваная строка «выплаченные дивиденды» — фирменный почерк Costco в возврате капитала: крупные специальные дивиденды поверх умеренно растущей регулярной выплаты — \$10 на акцию в 2021 фг и \$15 на акцию (около \$6,7 млрд) в 2024 фг. Свою лепту внёс и календарь: одна из квартальных выплат 2023 года выпала уже на 2024 фг, так что в строке 2023 фг — лишь три регулярных платежа, а в 2024 фг — пять плюс специальный. Регулярный дивиденд рос примерно на 13% в год, а обратные выкупы (порядка \$0,8–1,3 млрд ежегодно) едва перекрывают выпуск акций по мотивационным программам, так что количество акций пять лет практически заморожено на уровне ~444 млн.

Прочие примечательные моменты

Баланс на конец последнего отчётного периода: около \$20 млрд денежных средств против \$8 млрд долга — Costco растёт целиком за свой счёт. Повышение членского взноса в сентябре 2024 года (до \$65 Gold Star / \$130 Executive) всё ещё проявляется в результатах: на него, по словам менеджмента, пришлась примерно четверть прироста дохода от взносов (+10,7%) в квартале, о котором компания отчиталась в мае 2026-го. Менеджмент также заявил, что ожидает возврата тарифных платежей в ближайшие месяцы и намерен вернуть эти средства членам клуба, — эпизод небольшой, но идеальный образец того поведения, о котором написано это эссе.



TENİZ CAPITAL

INVESTMENT BANKING

Информация, содержащаяся в настоящем отчете, носит исключительно информационный характер и не является предложением на совершение операций. Отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем.

АО «Teniz Capital Investment Banking» не несет ответственности за использование клиентами приведенной информации, а также за сделки и операции с финансовыми инструментами, упоминающимися в ней.

Финансовые инструменты, номинированные в иностранной валюте, могут быть подвержены влиянию динамики курса валют.

Рекомендуем оценивать целесообразность и риск тех или иных инвестиций и стратегий и учитывать волатильности рыночной конъюнктуры.

АО «Teniz Capital Investment Banking»

Республика Казахстан,
г. Алматы, пр. Назарбаева, 240 г,
БЦ Teniz Towers

Республика Казахстан,
г. Астана, ул. Сыганак, д.60/4,
БЦ Abu Dhabi Plaza

Республика Казахстан,
г. Актау, 12-й микрорайон, 79/1,
БЦ Меридиан

e-mail: clients@tenizcap.kz | tenizcap.kz
+7 771 722 79 51 (WhatsApp)
+7 778 208 88 80
+7 727 355 37 22

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНКИНГ
ib@tenizcap.kz

ОТДЕЛ ПО РАБОТЕ С КЛИЕНТАМИ
sales@tenizcap.kz

ҚНРДА 18.05.2023 ж. берген №3.2.249/19 лицензия
Лицензия АРРФР №3.2.249/19 от 18.05.2023 г.

ҚНРДА 16.06.2023 ж. берген №4.3.19 лицензия
Лицензия АРРФР №4.3.19 от 16.06.2023 г.

Investment