



Whitney Tilson | Février 2026



L'escroc qui a bâti un empire du service client

Sommaire

- *En août 2022, j'ai fait quelque chose que je n'avais jamais fait auparavant et que je n'ai pas refait depuis : j'ai signalé quelqu'un à la Securities and Exchange Commission...*
- Comment cette entreprise surpasse Amazon
- Jusqu'à 17 ans de revenus automatiques
- Autres voies de croissance pour cette entreprise
- Mise à jour du portefeuille

L'escroc qui a bâti un empire du service client

En août 2022, j'ai fait quelque chose que je n'avais jamais fait auparavant et que je n'ai pas refait depuis : j'ai signalé quelqu'un à la Securities and Exchange Commission.

Aujourd'hui, je recommande l'entreprise que ce salaud a cofondée.

Dix ans avant de devenir milliardaire et d'orchestrer une probable escroquerie boursière de type « *pump and dump* », Ryan Cohen était un jeune homme d'une vingtaine d'années, débrouillard et ayant abandonné ses études, mais doté d'une fibre entrepreneuriale. *(Je reviendrai plus tard sur l'histoire de mon accusation de fraude.)*

Cohen a débuté comme affilié. Il gagnait sa vie en dirigeant le trafic web vers des sites marchands. Il ne vendait pas de produits ; il était rémunéré pour envoyer des clients vers les vendeurs.

En 2011, Cohen a rencontré un programmeur nommé Michael Day sur un forum de discussion Java, et le courant est immédiatement passé entre eux. Day rêvait de créer une start-up pour collecter des fonds pour les refuges animaliers sans euthanasie. Cohen, quant à lui, rêvait de devenir milliardaire.

Ils ont réuni 150'000 dollars et décidé de lancer une entreprise de joaillerie en ligne. Ils ont créé le site web, acheté les diamants et l'or, et même installé un coffre-fort au sol de leurs bureaux pour protéger leur stock. Le lancement était prévu une semaine plus tard.

C'est alors que, dans une animalerie avec son caniche nain, Tylee, que Cohen a eu une révélation...

Il s'était rendu dans un magasin pour acheter de la nourriture pour chien. Et il suivait les conseils d'un employé qui, probablement, n'en savait guère plus que lui sur le sujet.

Il réalisa que la nourriture pour chiens serait *idéale* à vendre en ligne. Il n'en fallut pas plus pour convaincre Day de changer complètement de plan.

Cohen et Day ont liquidé leur stock de bijoux et lancé « Mr. Chewy », avec l'idée de vendre des croquettes pour chiens dans le monde entier. Cohen a entrepris une tournée dans la Silicon Valley pour tenter de lever des fonds auprès de capital-risqueurs. Ils l'ont éconduit sans ménagement.

À l'époque, j'étais gérant de fonds spéculatifs à Wall Street. Cohen ne m'a jamais sollicité pour un financement d'amorçage avant même que l'entreprise ne génère des revenus... Mais s'il m'avait présenté « Mr. Chewy », je peux vous assurer que j'aurais ri comme tout le monde.

Le problème, c'est que nous avons tous la même histoire en tête : quelqu'un avait déjà tenté l'expérience. Et personne ne voulait financer le prochain Pets.com.

Pour ceux qui l'ignorent, Pets.com était l'une des premières entreprises de commerce électronique, reprenant l'idée de Cohen. Elle est devenue l'emblème de la bulle internet des années 1990.

Pets.com a déboursé la somme astronomique de 1,2 million de dollars pour une publicité diffusée lors du Super Bowl, soit environ le double de son chiffre d'affaires *annuel*. Les investisseurs avaient injecté 300 millions de dollars dans l'entreprise... qui a fait faillite seulement 268 jours après son introduction en bourse en février 2000.

Le spectre de Pets.com hantait chacune des réunions de présentation de Cohen. Des dizaines de portes se sont fermées devant lui.

Faute de financement initial, Cohen et Day ont dû progresser plus lentement. Au lieu de coûteuses publicités télévisées, leur marketing s'est concentré sur des publicités à réponse directe – ou pour dire plus simplement, « *cliquez ici pour acheter de la nourriture pour chiens* ».

Chaque client bénéficiait alors d'un traitement VIP, grâce à un service client aux moyens considérables. Des ressources importantes ont été investies dans le centre d'appels, les agents du chat en direct et les équipes de réponse par e-mail.

L'approche a porté ses fruits. Fin 2013, un investisseur qui avait initialement refusé d'investir dans l'entreprise a reconsidéré sa position. Il avait constaté que les ventes de Mr. Chewy étaient bien supérieures à celles qu'il avait vues six mois auparavant. Il a immédiatement fait un chèque de 15 millions de dollars à Cohen et Day. Nous reviendrons sur la manière dont ils ont dépensé cet argent dans un instant...

Je suis cette entreprise, désormais connue sous le nom de **Chewy** (NYSE : **CHWY**), depuis des années... principalement parce que j'en suis client. Ma femme Susan et moi utilisons le site web de Chewy pour gâter nos chiennes adorées, Rosie et Phoebe, âgées respectivement de 16 et 5 ans.

Malgré mes réserves concernant Cohen, je dois reconnaître qu'il a un point fort : l'importance qu'il accordait, avec Day, au service client est inscrite dans l'ADN de l'entreprise et le reste encore aujourd'hui. Et rassurez-vous, Cohen lui-même (ainsi que Day) a quitté Chewy depuis 2018.

Le service client est une des principales raisons pour lesquelles Susan et moi utilisons Chewy. Nous n'envisagerions pas de confier à quelqu'un d'autre la nourriture de Rosie et Phoebe ni les friandises dentaires. L'entreprise s'est toujours bien occupée de nous, c'est pratique et les prix sont excellents. Nous ne changerions pour rien au monde, et nous ne sommes pas les seuls.

Dans le numéro de ce mois-ci, nous reviendrons sur la façon dont Cohen et Day ont bâti une entreprise qui non seulement a évité le sort de Pets.com... mais qui résiste même à l'omniprésente « *magasin de tout* » américain.

Chewy est enfin devenue rentable il y a quelques années. L'entreprise profite de la conjoncture favorable du secteur des produits pour animaux de compagnie. Cependant, en raison du ralentissement de sa croissance lié à la maturité de l'entreprise, le cours de son action a chuté. Cela représente une excellente opportunité d'investissement.

Comme nous allons vous le montrer, nos calculs prévoient, de manière prudente, une hausse de 85 % du cours de l'action Chewy, l'entreprise continuant d'améliorer ses marges.

Comment Chewy surpasse Amazon

Lorsque Cohen et Day ont présenté leur projet Mr. Chewy en 2011, ils n'avaient pas seulement besoin de prouver qu'ils n'étaient pas le prochain Pets.com.

Ils devaient également prouver qu'ils pouvaient battre **Amazon** (Nasdaq : **AMZN**).

Déjà à cette époque, Amazon était le site de vente en ligne de prédilection de nombreux consommateurs. Grâce à son envergure considérable et à son pouvoir de fixation des prix, il était le principal lieu d'achat en ligne pour beaucoup. Et sa domination n'a fait que s'accroître.

(D'ailleurs, j'ai ajouté Amazon comme recommandation spéciale supplémentaire à la fin de ce dossier. Je vous en reparle plus bas.)

Pour contrer les avantages d'Amazon, Chewy dispose de deux atouts majeurs : le service client et la logistique.

Nous avons déjà évoqué l'importance accordée dès le départ au service client chez Chewy. Et lorsque Cohen et Day ont finalement obtenu un investissement conséquent, ils ne l'ont pas utilisé pour acheter de la nourriture pour chiens.

Comme l'explique une étude de cas de Business of Business...

“L'essentiel des 15 premiers millions de dollars investis a servi à développer les systèmes technologiques et à former le personnel nécessaire à la croissance de l'entreprise. Celle-ci connaissait alors une croissance fulgurante de 300 % par an. Il leur fallait impérativement mettre en place un système de distribution efficace et résoudre les problèmes logistiques. En quelques mois, l'entreprise s'est dotée d'un centre de distribution de 37'000 mètres carrés à Mechanicsburg, en Pennsylvanie, permettant à Chewy d'assurer des livraisons express à ses clients du Nord-Est.

Tout ne s'est pas déroulé sans accroc. Le recrutement a pris du temps. Les scanners étaient défectueux. La connexion Wi-Fi était instable. Mais Cohen et Day ont persévéré...

Le plan a fonctionné. Les ventes ont plus que doublé, passant de 205 millions de dollars en 2014 à 423 millions de dollars en 2015. En 2016, Chewy a réitéré l'exploit et les ventes ont atteint 901 millions de dollars.”

Cohen et Day ont ensuite vendu leur entreprise à PetSmart, une société de capital-investissement, pour 3,4 milliards de dollars en 2017. Puis, comme c'est souvent le cas pour les entreprises détenues par des fonds de capital-investissement, PetSmart a introduit Chewy en bourse environ deux ans plus tard, pour une valorisation totale d'environ 8,8 milliards de dollars. *(Un excellent retour sur investissement en deux ans pour les actionnaires de ce fonds de capital-investissement !)*

Cohen et Day ont quitté Chewy à peu près au moment de l'introduction en bourse.

Day a investi son argent discrètement. Cohen est devenu le « *roi des mèmes* ».

Cohen siège maintenant au conseil d'administration de GameStop (GME), la coqueluche boursière de l'ère des mèmes en pleine pandémie, depuis 2021 et en est le PDG depuis 2023.

En août 2022, il a utilisé des options d'achat d'actions pour manipuler le cours de l'action de Bed Bath & Beyond, une autre entreprise devenue virale. Il a déposé des documents attestant qu'il avait pris des positions acheteuses sur le titre, ce qui a incité des investisseurs non avertis à suivre le mouvement. Il s'est ensuite débarrassé discrètement de ses positions, empochant d'énormes profits.

Bed Bath & Beyond a fait faillite quelques mois plus tard.

À l'époque, j'avais déclaré que les méthodes de Cohen étaient « *absolument scandaleuses* » et je l'avais qualifié de « *honte absolue* ». Il s'agit en fait d'une escroquerie de type « *pump and dump* », ce qui est illégal.

Les autorités fédérales n'ont pas enquêté sur ma plainte. Cohen a au moins fini par faire face à une action en justice visant à récupérer environ 50 millions de dollars de profits illicites.

Mais fort heureusement... *cette histoire n'a rien à voir avec Chewy.*

Avant de devenir l'un des plus grands salauds de la finance, Cohen et Day ont laissé un héritage incroyable chez Chewy.

Depuis le départ des cofondateurs, Sumit Singh est le PDG de Chewy... et il a fait un travail fantastique en développant l'entreprise et en surpassant Amazon.

Il lui suffisait de suivre la recette originale de Cohen et Day.

Il est impossible de battre systématiquement Amazon sur les prix ou les délais de livraison. Mais Singh et son équipe savaient que s'ils parvenaient à rester *relativement proches* d'Amazon sur ces deux points essentiels, ils pourraient le surpasser largement en matière *de service client*.

Les conseillers du service client de Chewy sont disponibles 24h/24 et 7j/7 par téléphone, e-mail et chat, et connaissent parfaitement tous les produits. Besoin d'informations sur un spray anti-démangeaisons pour votre chien à 3h du matin ? Un humain est là pour vous répondre. Bonne chance pour obtenir une réponse d'un conseiller Amazon concernant une commande perdue ! Mais le service ne se limite pas à répondre au téléphone, comme le montre l'expérience d'Anna Brose...

Lorsque Gus, le chien d'Anna, est décédé, elle a contacté Chewy pour savoir si elle pouvait retourner un sac de croquettes non ouvert. Comme elle l'a raconté dans une publication devenue virale sur les réseaux sociaux, au lieu de lui fournir une étiquette de retour, l'entreprise l'a remboursée et a insisté pour qu'elle fasse don des croquettes à un refuge local afin d'aider d'autres animaux dans le besoin.

Un geste approprié pour le meilleur ami de l'homme, toujours parti trop tôt.

Mais ce n'était pas tout. Une semaine plus tard, Anna a reçu une autre livraison. Croyant à une erreur de la part de l'entreprise, elle se précipita dehors pour récupérer ce qu'elle supposait être un autre sac de provisions.

Au lieu de cela, elle a trouvé des fleurs et un mot personnel signé par le représentant même avec qui elle avait parlé une semaine auparavant.

Il s'agit de la pratique courante de l'entreprise.

Chewy doit expédier des centaines de bouquets par jour. C'est impressionnant. Et c'est ce genre de service qui fidélise la famille Tilson.

Nous ne sommes pas les seuls. Nous avons utilisé l'IA pour analyser des milliers de commentaires clients sur Chewy et Amazon. Notre outil d'IA a révélé que les pages d'avis de Chewy « *contiennent un grand nombre d'avis récents qui mettent fortement l'accent sur un service client réactif et humain, ainsi que sur des gestes exceptionnels* ». Les pages d'avis d'Amazon, quant à elles, « *consistent principalement en réclamations concernant des litiges liés à la livraison ou aux retours* ».

Les clients de Chewy partagent en ligne leurs éloges concernant les cadeaux de condoléances personnalisés et la résolution des problèmes. En revanche, ceux qui commentent leur expérience sur Amazon se plaignent de relations conflictuelles et chronophages avec l'entreprise.

Les clients d'Amazon apprécient sa praticité. Les clients de Chewy l'adorent tout simplement.

Vous savez, j'utilise Amazon tous les jours. J'ai rarement des problèmes avec mes commandes. La plupart des gens non plus. Personne ne parle d'une commande Amazon sauf en cas de problème. C'est presque toujours le cas des commentaires clients.

Mais c'est aussi ce qui rend Chewy si intéressant. Je suis sûr que Chewy rencontre aussi parfois des problèmes de livraison et de remboursement.

Mais quand on parle de Chewy, ce n'est pas ce qui marque les esprits. L'ambiance positive éclipse tout aspect désagréable.

Jusqu'à 17 ans de revenus automatiques

Chewy doit recevoir une facture salée de son fleuriste.

D'après mes propres achats et mes recherches sur le site DeliveryRank, la plupart des articles sur Chewy coûtent à peu près le même prix que sur Amazon.

Malgré ses efforts exceptionnels en matière de service client, Chewy s'aligne sur Amazon au centime près sur les prix.

Chewy parvient à faire tout cela tout en *réalisant* des bénéfices importants et croissants.

Financièrement, la situation actuelle de Chewy me rappelle celle d'Amazon il y a une dizaine d'années...

Lors d'une conférence organisée par le *New York Times DealBook* en 2015, Stan Druckenmiller, expert en fonds spéculatifs, a expliqué avoir pris des parts personnelles dans Amazon. Il a fait l'éloge de la stratégie à long terme du PDG Jeff Bezos visant à conquérir des parts de marché durables.

Ensuite, explique Druckenmiller, « *lorsqu'il détient une part de marché suffisante, il peut augmenter ces marges quand il le souhaite* ».

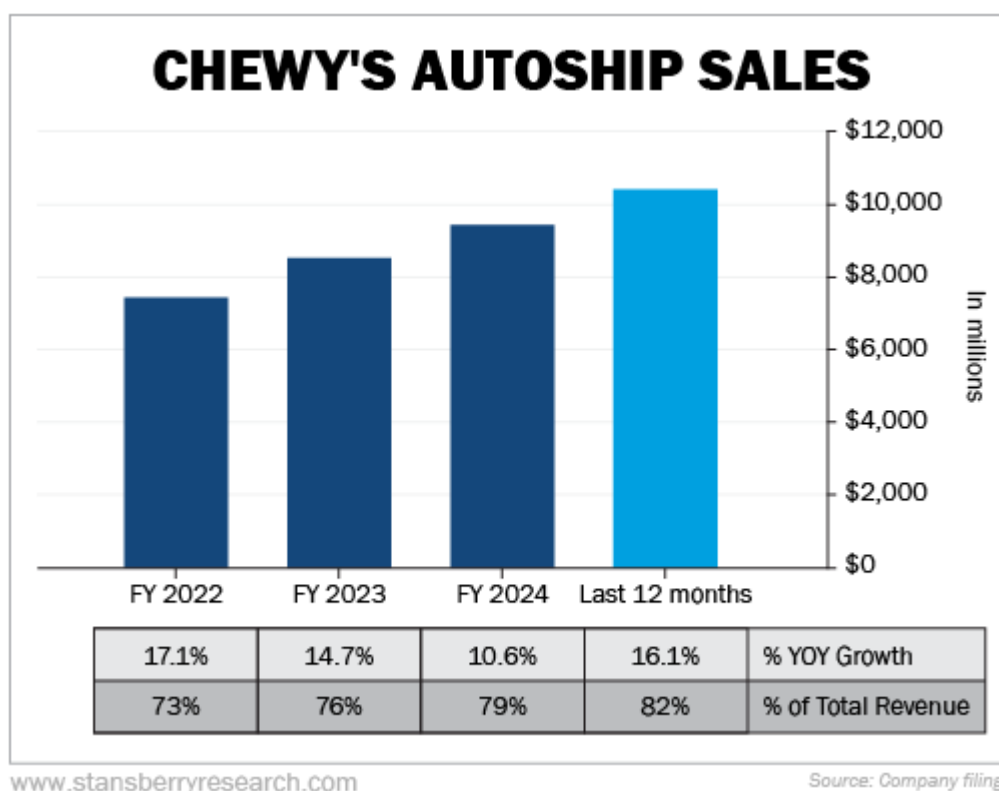
Je n'y avais pas pensé sous cet angle. Je voyais Amazon comme un géant de la distribution, voué à la croissance des ventes mais aux profits douteux. En revanche, vu sous un autre angle, c'était une entreprise astucieuse qui investissait d'abord pour dominer le marché, puis pour monétiser.

Ses paroles se sont révélées prophétiques. Les marges d'Amazon n'étaient que de 2 % en 2015, année où l'interview a eu lieu. Cette année, elles devraient dépasser les 11 %.

Les paroles de Druckenmiller résonnaient encore dans ma tête lorsque j'ai commencé à analyser Chewy. Les marges opérationnelles de Chewy sont devenues positives pendant la pandémie et se situent désormais à 2 %, soit le même niveau qu'Amazon en 2015. Les analystes de Wall Street prévoient que ce chiffre dépassera les 7 % l'année prochaine.

Le programme d'abonnement automatique est le fleuron du modèle commercial de Chewy et son principal moteur de croissance. Il s'agit d'une commande récurrente, par exemple un sac de croquettes pour chien ou de litière pour chat toutes les trois semaines. Les clients peuvent programmer leur abonnement une fois pour toutes et bénéficient en outre d'une réduction de 5 % sur les articles commandés automatiquement.

C'est une solution idéale pour Chewy et ses clients. Le graphique ci-dessous illustre l'évolution des ventes d'Autoship pour chaque exercice fiscal. Comme vous pouvez le constater, elles affichent une croissance à deux chiffres d'une année sur l'autre chaque année.



Chewy réalise désormais plus de 10 milliards de dollars de chiffre d'affaires *par abonnement*. En général, les gens ne résilient pas leur abonnement. Susan et moi, par exemple, ne le ferons pas. Je sais aussi que tous ceux qui ont reçu des fleurs sont des clients fidèles.

Dix milliards de dollars, ça représente une quantité considérable de nourriture pour animaux. Mais ce n'est pas là l'aspect le plus intéressant du graphique ci-dessus...

Dans la dernière ligne du tableau situé sous le graphique, vous verrez le pourcentage des ventes de Chewy provenant des abonnements automatiques. Cela signifie que 82 % du chiffre d'affaires de Chewy est *généré automatiquement*. Et chaque année, ce pourcentage augmente.

C'est une excellente nouvelle pour Chewy, car cela signifie qu'elle fidélise ses clients pendant toute la durée de vie de l'animal. *(Et compte tenu de son service client exceptionnel et de son accompagnement lors du décès d'un animal, Chewy prendra probablement également soin du prochain animal de compagnie.)*

L'abonnement automatique est au cœur de cette activité. Sa visibilité et sa régularité permettent à Chewy de se constituer un flux de revenus stable, à l'abri des récessions et constant.

L'autre avantage est que Chewy n'a qu'à démarcher de nouveaux clients. Une fois acquis, le client est généralement fidélisé pendant toute la durée de vie de l'animal. Financièrement, cela se traduit par un faible coût de fidélisation et un faible taux de désabonnement, pour une valeur actuelle nette élevée. En clair : c'est une véritable machine à générer des revenus.

Comme 82 % des revenus de Chewy sont récurrents, l'entreprise n'a pas besoin de consacrer son budget au marketing auprès de ses clients actuels. Elle investit plutôt ses efforts et ses ressources dans le recrutement de nouveaux clients.

Et ça fonctionne. Chewy a enregistré 250'000 nouveaux clients *rien que le dernier trimestre*, portant sa base d'utilisateurs à plus de 21 millions.

Chaque nouveau client est extrêmement précieux pour Chewy.

Considérez les points suivants :

Un chien vit en moyenne entre 10 et 13 ans, tandis qu'un chat vit en moyenne entre 13 et 17 ans. Selon les documents déposés par l'entreprise, un client de Chewy dépense en moyenne 595 dollars par an, et la marge brute de Chewy est d'environ 30 %.

Imaginons qu'un nouveau propriétaire d'animal de compagnie s'abonne à la livraison automatique de Chewy. Cela représente environ douze ans d'achats à 595 dollars par an.

D'après ces calculs approximatifs, chaque nouveau client représente un chiffre d'affaires à vie de plus de 7'000 dollars et, compte tenu de la marge brute de 30 % de Chewy, un bénéfice de plus de 2'000 dollars.

Autres voies de croissance pour Chewy

Tout au long de ce numéro, j'ai rendu hommage à Ryan Cohen. Force est de constater qu'il a prouvé à tous les sceptiques de Chewy qu'ils avaient tort.

Mais l'entreprise a aussi bénéficié de quelques coups de chance incroyables.

Tout d'abord, le lien entre les Américains et leurs animaux de compagnie se renforce d'année en année. Quelque 94 millions de foyers américains possèdent au moins un animal de compagnie, selon les données les plus récentes de l'American Pet Products Association. L'association note également que la génération Z est la plus susceptible de posséder plusieurs animaux, 70 % d'entre eux en ayant plus d'un.

Dans le même temps, de nombreux jeunes adultes repoussent d'autres décisions importantes concernant leur vie. Ils retardent ou renoncent à avoir des enfants, notamment en raison de leur précarité et de leurs perspectives économiques.

Et lorsque les gens retardent le mariage et les enfants et déménagent plus souvent, les animaux de compagnie deviennent autre chose : un compagnon fidèle.

Selon une étude, 97 % des propriétaires d'animaux de compagnie américains les considèrent comme des membres de leur famille, et 73 % se décrivent comme des « *parents d'animaux de compagnie* ». Et ces propriétaires dépensent davantage pour leurs « *bébés à fourrure* ».

De plus, les dépenses liées aux animaux de compagnie sont à l'abri des récessions. Après la crise financière de 2008, la consommation globale a chuté, tandis que les dépenses des Américains pour leurs animaux de compagnie ont augmenté de 12 %. Par ailleurs, un récent sondage a révélé que 77 % des propriétaires d'animaux de compagnie affirment que la conjoncture économique n'a pas eu d'incidence sur leur choix d'en posséder un.

Chewy a bénéficié d'un autre coup de pouce pendant la pandémie de COVID-19... Les adoptions et les placements d'animaux de compagnie ont explosé en raison des mesures de confinement, accélérant ainsi la forte croissance des dépenses consacrées aux animaux de compagnie.

De plus, la pandémie a accéléré un autre changement...

Avec le confinement, le commerce en ligne a pris une part considérable aux commerces traditionnels. Grâce notamment à la pandémie, les achats en ligne sont passés de 20 % des ventes de produits pour animaux de compagnie aux États-Unis en 2018 à environ 38 % d'ici 2024.

En dollars, cela représente un taux de croissance annuel composé de 23 % entre 2019 et 2024.

Les personnes qui ont acheté de la nourriture pour animaux en ligne pendant la pandémie ne reviendront pas sur leur décision. Une fois qu'un animal s'est habitué à une alimentation, ses propriétaires ont tendance à racheter la même chose régulièrement. De ce fait, il est rarement nécessaire de se rendre en magasin pour comparer les prix.

De plus, les croquettes sont volumineuses et, pour les grands chiens, lourdes. C'est un poids à transporter, donc la livraison à domicile est particulièrement pratique.

Enfin, une fois adultes, les animaux domestiques consomment à peu près la même quantité de nourriture chaque mois. Cela permet aux clients de Chewy de programmer facilement leurs commandes automatiques.

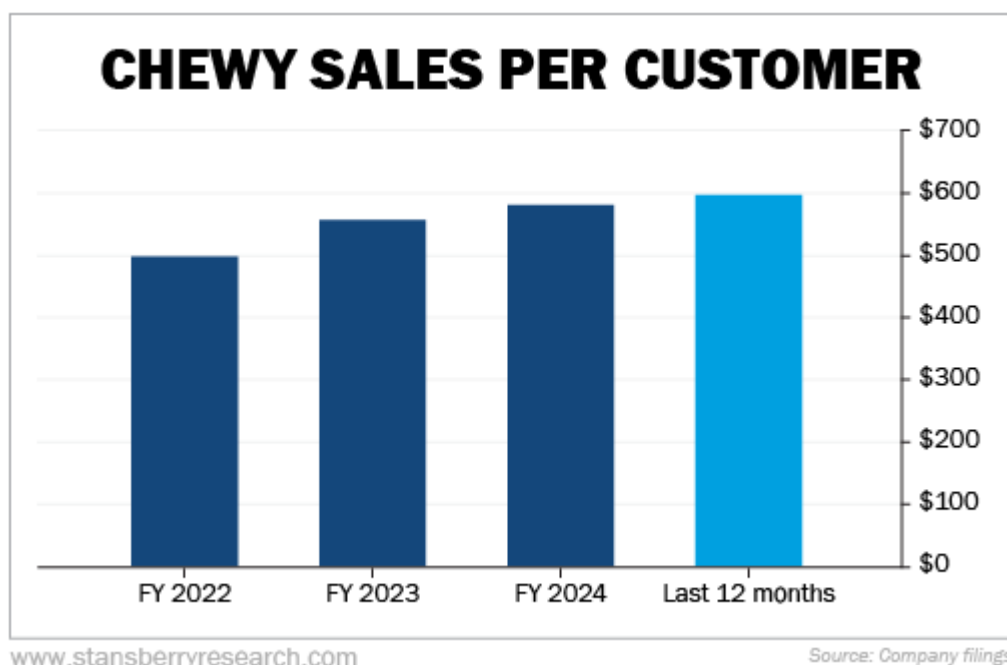
De l'avis général, la croissance du nombre d'animaux de compagnie et celle des achats en ligne d'aliments pour animaux constituent deux facteurs de croissance constants. Rien n'indique que l'un ou l'autre de ces facteurs s'essouffle. Mais le PDG, M. Singh, ne reste pas les bras croisés.

Pour Chewy, le moyen le plus simple de se développer est d'augmenter ses revenus provenant de ses clients existants.

Une partie de cette croissance sera due à l'inflation. Personne n'apprécie les hausses de prix, et si elles étaient trop importantes, Chewy risquerait de perdre sa clientèle. Cependant, les consommateurs se sont habitués à une légère augmentation des prix au fil du temps. Nous prévoyons une croissance annuelle du chiffre d'affaires de 2 % à 3 % grâce à la clientèle existante, les prix de Chewy étant indexés sur l'inflation.

L'entreprise a également des opportunités de vente croisée en proposant des produits connexes tels que des jouets pour animaux de compagnie et des médicaments.

Au total, Chewy a constaté une augmentation des dépenses d'environ 5 % par an de ses clients existants, comme indiqué ici :



Les dépenses moyennes des clients de Chewy ont augmenté de 20 % depuis 2022.

De plus, Chewy cherche constamment à élargir sa gamme de produits, notamment dans le domaine des soins vétérinaires, avec son offre Chewy Vet Care. Il s'agit d'une initiative majeure pour l'entreprise.

Chewy Vet Care est une entreprise de services, et non de distribution. Elle exploite 14 cliniques vétérinaires réparties dans cinq États. Ses marges sont supérieures à celles de l'activité principale. Plus important encore, chaque clinique contribue à acquérir de nouveaux clients et à fidéliser les clients existants, renforçant ainsi la relation de Chewy avec les propriétaires d'animaux.

L'entreprise a également lancé récemment un nouveau programme appelé Chewy+, inspiré d'Amazon Prime. Cet abonnement payant coûte 79 dollars par an et comprend la livraison gratuite, 5 % de remise sur chaque commande et des offres exclusives.

Une fois abonnés à Chewy+, les clients sont encore plus enclins à acheter tous leurs produits pour animaux de compagnie sur Chewy. Enfin, Chewy, à l'instar d'Amazon, monétise son site web en vendant des espaces publicitaires. Bien que cette activité soit encore marginale, elle ne coûte presque rien à Chewy. Ainsi, la quasi-totalité des revenus contribue directement au bénéfice net.

Au total, Chewy prévoit une croissance annuelle de son chiffre d'affaires de 8 %. Cela représente environ le double de la croissance globale du marché de l'alimentation pour animaux de compagnie, grâce à l'acquisition de nouveaux clients et au renforcement des relations avec les clients existants.

Dans l'ensemble, Chewy se trouve dans une situation exceptionnelle. C'est une entreprise rentable qui développe sa clientèle et augmente ses marges, ce qui devrait se traduire par une croissance rapide de ses bénéfices.

Potentiel de hausse conservateur de 85 %

Lors de l'évaluation du potentiel de Chewy, nous avons repensé à ce que Druckenmiller avait observé il y a dix ans à propos d'Amazon : une fois qu'une entreprise de commerce électronique devient rentable, elle peut rapidement augmenter ses marges.

Et c'est là où en est Chewy aujourd'hui.

Pour évaluer l'entreprise, nous avons examiné les principaux moteurs de la croissance des bénéfices au cours des prochaines années.

Plus précisément, nous nous sommes concentrés sur le résultat avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement (« EBITDA »). Il s'agit d'une mesure axée sur les flux de trésorerie.

Voici les hypothèses sur lesquelles nous avons travaillé...

- Le marché global des animaux de compagnie devrait croître d'environ 4 % par an, selon les estimations des analystes du secteur.
- Chewy continuera d'attirer de nouveaux clients et augmentera ses prix en fonction de l'inflation.
- La marge d'EBITDA de Chewy passera de 5 à 6 % aujourd'hui à 8 % dans les deux prochaines années.

Chacune de ces hypothèses est prudente.

Le marché des animaux de compagnie bénéficie de nombreux atouts, comme nous l'avons expliqué. Et même un ralentissement économique ne le freinerait pas.

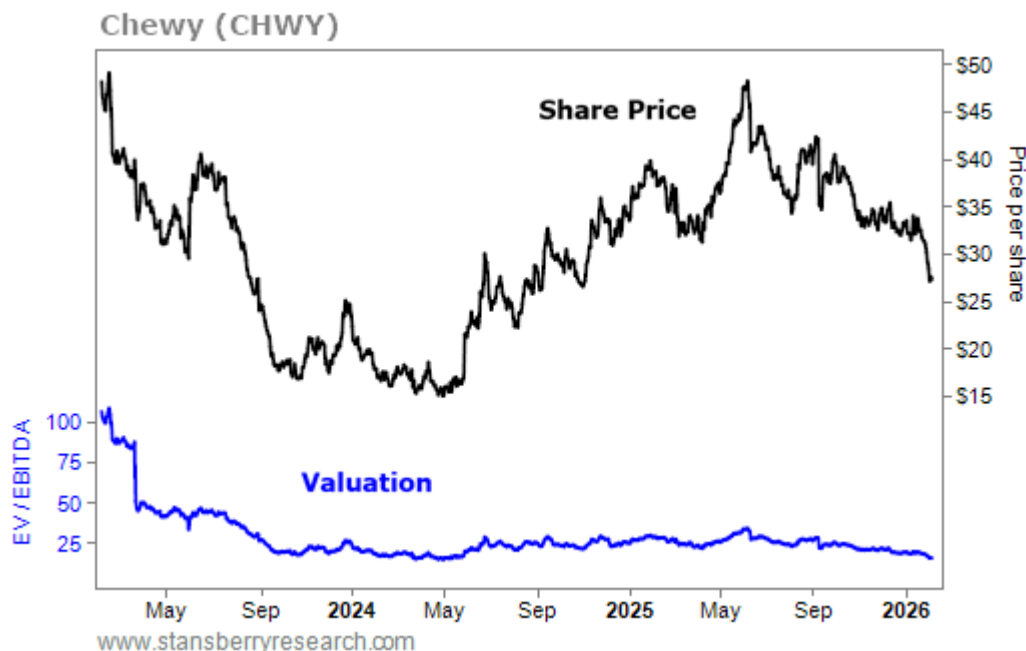
La stratégie de Chewy pour attirer et fidéliser les clients s'est avérée efficace, et nous ne voyons aucune raison pour que cela change.

Concernant les marges d'EBITDA, il convient de noter que la direction de Chewy prévoit une marge d'EBITDA à long terme de 10 %. Notre estimation de 8 % est nettement inférieure à cet objectif.

En résumé, nos hypothèses nous permettraient d'atteindre un **chiffre d'affaires de 15,5 milliards de dollars** d'ici trois ans, avec **un EBITDA de 1,25 milliard de dollars**.

Actuellement, Chewy se négocie à environ 15,5 fois son EBITDA, en termes de valeur d'entreprise. *(La valeur d'entreprise, ou « VE », correspond à la valeur totale d'une société, incluant toutes ses actions en circulation et sa dette nette.)*

Si le multiple de valorisation de Chewy se maintient, un EBITDA de 1,25 milliard de dollars se traduirait par un cours de l'action d'environ 50 dollars. L'action se négocie actuellement autour de 27 dollars, soit une baisse de plus de 40 % par rapport à son plus haut de juin 2025.



Nous suivons l'évolution de Chewy depuis l'été dernier, lorsque le cours de l'action a chuté après la publication des résultats du 11 juin. L'action a de nouveau baissé après les publications de septembre et décembre.

Ces rapports trimestriels ne contenaient aucune mauvaise nouvelle majeure. Certes, la croissance du chiffre d'affaires, qui affichait des pourcentages à deux chiffres pendant la période de forte hausse liée à la pandémie, a ralenti pour se situer désormais entre 5 et 9 %. Mais cela ne nous surprend pas. Il est plus difficile d'accroître le chiffre d'affaires à partir d'une base importante.

Au total, le cours de l'action a chuté d'environ 40 % depuis l'été dernier. Pourtant, l'activité s'est, au contraire, *améliorée*.

Cela signifie que les actions, initialement surévaluées l'été dernier, ont chuté à un prix raisonnable à la fin de l'automne, pour atteindre aujourd'hui une valeur attractive.

Compte tenu de la chute du cours de l'action et de nos projections, nous estimons un potentiel de hausse d'environ 85 % par rapport aux cours actuels.

De plus, selon Bloomberg, un ratio valeur d'entreprise/EBITDA de 15,5 est quasiment conforme à la tendance générale du marché. Si les marges de Chewy progressent comme nous et l'entreprise l'anticipons, son ratio cours/bénéfice serait *également* plus élevé, ce qui représenterait un potentiel de hausse *supplémentaire*.

Ce n'est pas une science exacte. Il est impossible de prédire toutes les variables avec précision, surtout pour des projections à un ou deux ans.

Mais peu importe comment on analyse les données et les projections, Chewy est une entreprise formidable à un prix avantageux.

Elle a investi dans l'attraction et la fidélisation de clients qui aiment véritablement l'entreprise et sont heureux d'y dépenser des centaines de dollars par an.

Sa gestion avisée lui permet d'accroître ses marges sans y laisser de traces.

Et malgré sa position enviable sur le marché et ses perspectives de croissance prometteuses, le marché la traite encore comme une entreprise ordinaire.

Profitons-en.

MESURE À PRENDRE

Achetez Chewy (NYSE : CHWY) jusqu'à 32 dollars par action.

Ajoutez un stop suiveur à 35 %.

Mise à jour du portefeuille

Alors qu'on pensait que les dépenses en IA ne pouvaient pas devenir plus extravagantes... un autre géant du secteur place la barre encore plus haut.

Fin du mois dernier, Meta Platforms (META) a annoncé que ses dépenses d'investissement (ou « *capex* ») pour 2026 pourraient se situer entre 115 et 135 milliards de dollars, contre « *seulement* » 72 milliards en 2025.

Ce montant colossal de dépenses d'investissement pour 2026 fait suite à des accords récents visant à accroître la capacité des centres de données de l'entreprise...

En septembre, Meta a signé un contrat de 14,2 milliards de dollars avec CoreWeave (CRWV), un hyperscaler spécialisé dans les charges de travail d'IA, pour des services cloud. CoreWeave devrait investir plus de 26 milliards de dollars en dépenses d'investissement cette année.

Meta aurait également été en pourparlers avec Oracle (ORCL) pour un contrat de 20 milliards de dollars. Oracle a dépensé plus de 35 milliards de dollars en investissements l'an dernier et devrait en dépenser 57 milliards supplémentaires cette année.

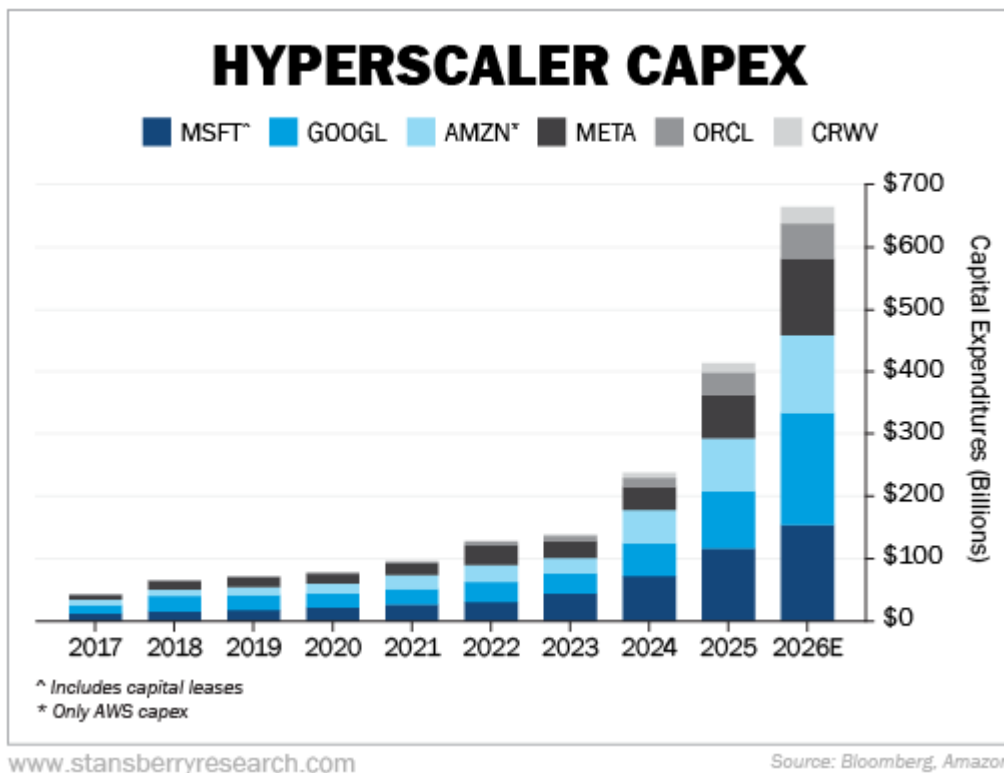
Les géants du cloud de notre portefeuille augmentent également leurs dépenses...

Alphabet (Nasdaq : **GOOGL**), la maison mère de Google, a surpris les investisseurs cette semaine en prévoyant d'enregistrer environ 175 à 185 milliards de dollars de dépenses d'investissement cette année, dépassant largement les estimations précédentes d'environ 120 milliards de dollars.

Pour ne pas être en reste, **Amazon** (Nasdaq : **AMZN**) a franchi un cap en annonçant hier des prévisions d'investissement de 200 milliards de dollars. Environ 125 milliards de dollars de ces investissements devraient être alloués à Amazon Web Services (« AWS »), la filiale de cloud computing de l'entreprise.

Notre participation de longue date, **Microsoft** (Nasdaq : **MSFT**), prévoit des dépenses d'investissement qui pourraient dépasser 150 milliards de dollars en 2026.

Ensemble, ces entreprises devraient investir plus de 660 milliards de dollars cette année. Un chiffre astronomique, contre moins de 140 milliards il y a seulement quelques années...



Jusqu'aux *trois quarts* de ces dépenses d'investissement seront consacrés aux infrastructures liées à l'IA.

OpenAI, créateur de ChatGPT, est au cœur de l'essor de l'IA. C'est pourquoi ses accords « *circulaires* », dans lesquels il propose des parts de capital en échange de puces ou de puissance de calcul, ont suscité des interrogations.

Microsoft détient environ 27 % d'OpenAI, qui achète une puissance de calcul et des services importants auprès d'Azure, la plateforme de Microsoft. Cette demande explique en partie les investissements massifs de Microsoft.

Au cours du dernier trimestre, environ 45 % du carnet de commandes de Microsoft, ou de ses obligations de performance restantes (RPO), provient d'OpenAI. Cela peut sembler risqué. Cependant, compte tenu de l'augmentation séquentielle de 59 % des RPO de Microsoft, ce risque nous paraît moins préoccupant.

Microsoft s'en sortira bien. Son modèle économique sous-jacent est extrêmement solide. Et malgré ses investissements massifs en 2025, la société a tout de même généré 77 milliards de dollars de flux de trésorerie disponible (« *FCF* »).

Nous avons indiqué en fin d'année dernière que les actions Microsoft étaient trop chères pour que nous en recommandions l'achat. Elles ont depuis perdu environ 25 % de leur valeur depuis leur plus haut historique d'octobre dernier, même si elles restent supérieures à notre prix d'achat cible de 300 dollars.

L'action retrouvera peut-être une valorisation raisonnable après l'inévitable krach de l'IA. Cependant, notre prix de revient depuis 2012 est de 30,77 dollars. Pour l'instant, nous conservons cette position. **Nous continuons de détenir Microsoft (Nasdaq : MSFT).**

Nous considérons depuis longtemps Alphabet comme un acteur majeur de l'intelligence artificielle. Le marché nous donne raison, le cours de l'action ayant quasiment doublé ces neuf derniers mois. Par conséquent, nous relevons notre objectif d'achat. **Achetez Alphabet (Nasdaq : GOOGL) jusqu'à 340 dollars par action.**

RECOMMANDATION EXCEPTIONNELLE : Bien que nous soyons préoccupés par les dépenses d'investissement incontrôlées, nous sommes toujours à la recherche d'opportunités sur le marché.

C'est pourquoi Amazon a attiré notre attention...

Amazon tire un grand profit de l'IA grâce à son activité AWS. L'IA l'aidera également à réduire ses coûts.

L'entreprise dispose d'une armée de plus d'un million de robots qui révolutionnent la distribution des produits, des entrepôts jusqu'à votre domicile. Elle a également déployé DeepFleet, un système d'intelligence artificielle qui gère le trafic de tous ces robots. Amazon affirme avoir ainsi amélioré l'efficacité de ses robots de 10 %.

L'entreprise prévoit d'automatiser environ 75 % de ses opérations à long terme. Amazon pourrait donc un jour compter plus de robots que d'employés humains. Cela contribuera à réduire les coûts et à améliorer les marges de son immense activité de commerce électronique.

MESURE À PRENDRE

Achetez Amazon (Nasdaq : AMZN) jusqu'à 290 dollars par action.

Placez un stop loss à 25%.

La hausse boursière alimentée par l'IA commence peut-être à s'essouffler. Mais nous savons aussi que les mouvements les plus importants se produisent souvent lors de la phase finale d'une hausse, juste avant le krach, lorsque le marché atteint un sommet.

C'est pourquoi nous maintenons une exposition sélective à l'IA... et l'avons renforcée avec notre nouvelle recommandation Amazon. Nous avons constaté des gains impressionnants sur nos recommandations liées à l'IA ces derniers temps, ce qui conforte l'idée que nous pourrions être dans la phase finale de cette bulle.

Même si certaines entreprises d'IA sont surévaluées ou trop actives, nous prévoyons un développement continu des centres de données dédiés à l'IA. Et ces centres de données ont besoin de puces.

Actuellement, les fonderies de semi-conducteurs peinent à satisfaire la demande en puces. Ce déséquilibre entre l'offre et la demande ne concerne pas uniquement les puces logiques (*utilisées dans la quasi-totalité des technologies modernes*). Les puces mémoire, notamment celles à large bande passante utilisées en intelligence artificielle, sont également en pénurie.

Par conséquent, les fonderies augmentent leur capacité et construisent davantage d'installations de fabrication.

C'est pourquoi **ASML (Nasdaq : ASML)** connaît une telle demande pour ses machines de photolithographie à ultraviolets extrêmes (« EUV »). Ces machines sont indispensables à la production de puces de pointe, comme celles utilisées pour l'intelligence artificielle, et ASML détient le monopole sur ce marché.

Au cours du dernier trimestre, la société a annoncé une hausse nette des commandes de plus de 13 millions d'euros, soit près du double des prévisions. Ces commandes comprennent des machines EUV d'une valeur de plus de 7 milliards d'euros.

L'action ASML a déjà progressé de plus de 25 % depuis le début de l'année. **Conservez ASML (Nasdaq : ASML).**

L'entreprise de construction **Comfort Systems USA (NYSE : FIX)** a également constaté une forte augmentation de son activité grâce à l'IA...

Les géants du cloud construisent à toute vitesse des centres de données pour héberger toutes leurs puces. Et ces centres de données nécessitent des conduits d'aération et des systèmes de refroidissement – précisément le domaine d'expertise de Comfort Systems.

L'action FIX a progressé de 23 % cette année et notre recommandation d'achat affiche une hausse de 250 % depuis avril. **Nous vous recommandons de conserver Comfort Systems USA (NYSE : FIX).**

Le cuivre est depuis longtemps considéré comme le matériau électrique « incontournable » en raison de sa conductivité élevée, de sa durabilité et de son faible coût.

Aujourd'hui, la demande en ce métal explose en raison de la construction de centres de données et de l'essor des véhicules électriques.

Freeport-McMoRan (NYSE : FCX), l'un des plus importants producteurs de cuivre cotés en bourse, en tire un grand profit. Le cuivre représente environ 75 % de son chiffre d'affaires annuel. L'or en représente environ 15 %. *(L'argent et le molybdène constituent le reste.)*

Notre position a déjà progressé de plus de 50 % depuis que nous avons recommandé l'action en novembre.

Nous relevons donc notre prix d'achat. **Achetez Freeport-McMoRan (NYSE : FCX) jusqu'à 62 dollars par action.**

Nous relevons également le prix d'achat de notre société de redevances aurifères, **Royal Gold (Nasdaq : RGLD).**

L'or et l'argent ont connu une volatilité remarquable ces derniers temps. L'or a atteint un sommet de plus de 5'500 dollars l'once fin janvier avant de chuter à moins de 4'500 dollars le 2 février. L'argent a dépassé les 120 dollars l'once avant de chuter de plus de 35 %, enregistrant ainsi sa plus forte baisse journalière jamais observée.

Malgré la volatilité récente, nous restons convaincus du potentiel des métaux précieux en tant que valeurs refuges à long terme et protections contre les crises. Voici notre dernier conseil : **achetez Royal Gold (Nasdaq : RGLD) jusqu'à 270 dollars par action.**

Et pour rappel, je vous ai envoyé une alerte en temps réel par mail le 09 février sur **AutoZone** (NYSE : **AZO**), **Constellation Software** (TSX : **CSU**) et **CGI** (NYSE : **GIB**) :

L'action du détaillant de pièces automobiles **AutoZone** (NYSE : **AZO**) a chuté d'environ 7 % en décembre, suite à la publication de ses résultats du premier trimestre fiscal, inférieurs aux prévisions. Cette faiblesse s'est poursuivie cette année, et le titre a déclenché notre ordre stop suiveur de 25 % le 6 janvier.

AutoZone possède toujours une activité florissante, résistante aux récessions, et rachète régulièrement ses actions. Mais nous devons respecter notre stop loss.

Si vous ne l'avez pas déjà fait...

MESURE À PRENDRE

Vendez AutoZone (NYSE : AZO).

Cela représente un gain exceptionnel d'environ 300 % en six ans. Ce résultat surpasse largement la performance de 148 % de l'indice S&P 500 sur la même période.

Nos deux autres ventes sont liées à l'IA...

La première est la société de logiciels **Constellation Software** (TSX : **CSU**).

Cela s'explique par la crainte des investisseurs que l'IA ne rende les fournisseurs obsolètes. Nous ne partageons pas cet avis et pensons que Constellation surmontera sa récente période de volatilité.

Mais encore une fois, nous devons rester disciplinés et respecter notre stop loss. Si ce n'est pas déjà fait...

MESURE À PRENDRE

Vendez Constellation Software (TSX : CSU).

Nous avons donc enregistré une perte de 39 %.

Ensuite, la société canadienne de conseil en informatique **CGI** (NYSE : **GIB**) a chuté de 8 % en début de mois, déclenchant notre stop suiveur de 25 %.

CGI a suivi la tendance observée par le cabinet d'études Gartner (IT). Gartner a revu à la baisse ses prévisions pour 2026 et a indiqué que les clients réduisent leurs dépenses de conseil face à l'évolution du paysage de l'IA.

Nous ne pensons pas que l'IA représente une menace pour CGI ; au contraire, comme nous l'avons expliqué dans notre recommandation initiale, nous sommes convaincus que l'entreprise tirera profit des tendances liées à l'IA. Néanmoins, le stop loss nous permet de gérer notre risque. Si vous ne l'avez pas encore fait...

MESURE À PRENDRE

Vendez CGI (NYSE : GIB).

Nous avons donc enregistré une perte de 22 %.

Enfin, nous avons une annonce à faire concernant un accord...

La société d'exploration et de production (E&P) de pétrole et de gaz **Coterra Energy (NYSE : CTRA)** fusionne avec son concurrent Devon Energy (DVN).

Nous avons un passé avec le Devon...

En 2014, nous avons adressé une lettre ouverte au PDG de Devon, l'implorant de vendre les actifs pétroliers lourds de l'entreprise au Canada. Il a fini par céder, après près de cinq ans d'attente.

Suite à une vague de consolidation dans le secteur, Coterra et Devon unissent leurs forces pour créer l'une des plus grandes sociétés d'exploration et de production aux États-Unis.

La nouvelle entité, baptisée Devon Energy, aura une valeur d'entreprise d'environ 60 milliards de dollars. Elle deviendra un acteur majeur du forage pétrolier dans le sous-bassin du Delaware, au sein du bassin permien de l'ouest du Texas. Coterra apporte également sa production de gaz naturel issue de la formation de schiste de Marcellus, dans le nord-est des États-Unis.

Devon ne paie pas de prime pour ses actions Coterra. On a presque l'impression d'une prise de contrôle par le bas plutôt que d'une acquisition. Mais en tant qu'actionnaires de Coterra, nous apprécions tout de même l'opération.

La direction affirme que la fusion générera 1 milliard de dollars d'avantages économiques (avant impôts) d'ici 2027. Elle prévoit une réduction des coûts de l'entreprise de 300 millions de dollars, ce qui est raisonnable. Mais elle envisage également des améliorations opérationnelles et d'investissement de 700 millions de dollars grâce à cette fusion, ce qui est ambitieux.

Nous estimons que 300 millions de dollars sur les 700 millions sont réalisables. Dans ce cas, les synergies totales issues de la fusion ne s'élèveraient qu'à 600 millions de dollars. Ce qui reste honorable.

Une fois la fusion réalisée, la direction prévoit d'autoriser un rachat d'actions de 5 milliards de dollars (sous réserve de l'approbation du conseil d'administration).

Ces deux actions sont exceptionnellement bon marché. Coterra et Devon affichent des ratios valeur d'entreprise (VE) d'environ 6 et 4,4 fois leur EBITDA prévisionnel, respectivement. Le rendement du flux de trésorerie disponible prévisionnel de Devon est d'environ 12 %, et celui de Coterra de 9,4 %.

Les actionnaires de Devon détiendront environ 54 % de la société fusionnée, et les actionnaires de Coterra (comme nous) détiendront les 46 % restants.

Il s'agit d'une transaction entièrement en actions, qui devrait être finalisée d'ici le milieu de l'année. Si elle est approuvée, vous recevrez automatiquement 0,7 action de la nouvelle entité pour chaque action Coterra que vous possédez. **Achetez Coterra Energy (NYSE : CTRA) jusqu'à 30 dollars par action.**

Bon investissement,

Whitney Tilson

Avec Bryan Beach, Mike DiBiase, Alan Gula, Gabe Marshank et Bill McGilton

Actions Gagnantes - Février 2026 - L'escroc qui a bâti un empire du service client

Directeur de la publication: Thomas Vincent

Rédacteur en chef: Marc Schneider

Prix de vente : 149 € à l'année

Société Éditrice : Argo Editions SA, société anonyme au capital de 100'000.00 CHF, dont le siège social se situe à c/o Loralie SA, Place Saint-François 12B, 1003 Lausanne, Suisse, inscrite dans le canton de Vaud et dont l'IDE est CHE-137.691.261, représentée par M. Thomas Vincent, en sa qualité d'Administrateur.

Service Client : service-client@contact.argo-editions.com