

## Viel & Compagnie

PÉPITES PEA !

Bourse de Paris - Ticker : VIL / ISIN : FR0000050049



**- Holding décoté avec de nombreux catalyseurs identifiés -**

Date de l'analyse : 17.09.2020

Cours de référence : 5,50 EUR

Objectif de cours : 9,26 EUR (potentiel de +69%)

### Présentation

Viel & Compagnie ("Viel" par la suite) est une société française détenant des participations dans plusieurs entreprises du secteur de la finance. Son activité s'organise autour de 3 pôles :

- **L'intermédiation financière** professionnelle avec **Compagnie Financière Tradition**, une société cotée sur la bourse Suisse, détenue à hauteur de 70,5% par Viel.
- **La bourse en ligne** au travers de **Bourse Direct**, un courtier leader sur le marché français coté sur Euronext Paris.
- **La banque privée**. Viel détient une participation de 40% dans Swiss Life Banque Privée.

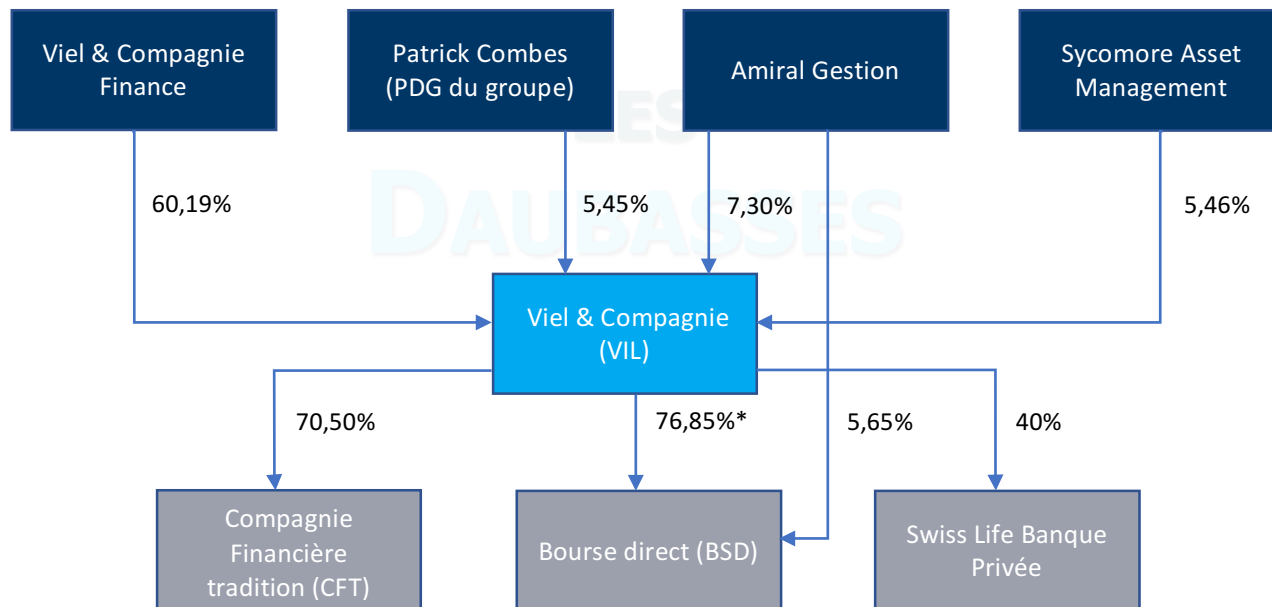
Patrick Combes, le dirigeant du groupe en est également l'actionnaire principal, puisqu'il détient plus de 65% du capital (en tenant compte de sa participation indirecte via la société mère "Viel & Compagnie Finance").

---

Retrouvez nous sur : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum : <https://www.forum.daubasses.com>

# LES DAUBASSES

Voici un organigramme simplifié des principaux actionnaires (plus de 5% du capital) et des principales participations de la société (taux de participation au 31.12.2019) :



\*détention indirecte au travers de la société E-Viel détenue à 100% par Viel & Compagnie

Nous notons la forte exposition du fond Sextant PME d'**Amiral Gestion** aux sociétés du groupe. Elles représentaient 9,4% de l'actif net du fond au mois d'août. Le fond détient en direct 7,30% du capital de Viel et 5,65% du capital de Bourse direct. Il détient donc de manière indirecte, via sa participation dans Viel 5,61% de Bourse direct ( $7,30\% \times 76,85\%$ ), soit au total 11,26%.

**Viel a retenu notre attention car le titre présente selon nous une décote attractive par rapport à son ANR (Actif Net Réévalué). On apprécie également le niveau de retour sur fonds propres de près de 12% en moyenne sur les 5 derniers exercices et la politique de retour aux actionnaires.**

*Cette analyse est réalisée sur la base du communiqué des résultats du 1<sup>er</sup> semestre 2020, du rapport annuel 2019 et de rapports annuels antérieurs.*

Site de la société : <http://www.viel.com>

---

Retrouvez nous sur : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum : <https://www.forum.daubasses.com>

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

## Une majorité d'actifs cotés

Viel détient majoritairement des participations dans des sociétés cotées :

(i) **Compagnie Financière Tradition (CFT)** est un des leaders des IDB (Inter Dealer Broker) sur le marché international. Présent dans 29 pays, le Groupe emploie plus de 2 300 personnes et fournit des services d'intermédiation sur une vaste gamme de produits financiers (marchés monétaires, marchés obligataires, produits dérivés de taux, de change et de crédit, actions, dérivés actions, marchés à terme de taux et sur indices) et non financiers (énergie, environnement, métaux précieux). CFT est l'un des 3 premiers mondiaux du secteur avec l'américain BGC Partners et le britannique TP ICAP.

La société est cotée sur le SIX Swiss Exchange. Au cours de 114,5 CHF, sa capitalisation s'élève à 828 M CHF. Au 31 décembre 2019, le capital de CFT était composé de 7 426 218 actions. Viel détenait à cette même date 70,5% du capital de CFT mais en tenant compte de l'auto-contrôle, le pourcentage d'intérêt monte à 73,47%.

La participation de Viel dans CFT peut donc être valorisée à :

$$7\,426\,218 \times 73,47\% \times 114,5 / 1,08 \text{ (change EUR/CHF)} = \mathbf{578,4 \text{ M EUR}}$$

CFT est de loin le plus gros actif de Viel. Il représente 96,4% du chiffre d'affaires de la société sur l'exercice 2019 et plus de 70% de l'ANR (Actif Net Réévalué).

L'activité de CFT est en croissance depuis 2017 : chiffre d'affaires en hausse de +10,2% en 2018, +4,4% en 2019, et +8,1% au 1<sup>er</sup> semestre 2020 (arrêté au 30 juin). Le niveau de marge opérationnelle de la société était de 7,3% en moyenne sur les 5 derniers exercices mais il a fortement augmenté au 1<sup>er</sup> semestre 2020 pour atteindre 11,3%. La société a vu son volume d'activité augmenter de manière significative en raison de la hausse de la volatilité sur les marchés financiers.

Étant donné le poids de CFT dans le groupe, on a logiquement observé une corrélation positive assez forte entre les cours des actions Viel et CFT au cours des 5 dernières années. Néanmoins, le cours de Viel affiche désormais un retard d'une vingtaine de pourcents par rapport à celui de CFT comme on peut le voir sur ce graphique :

---

Retrouvez nous sur : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum : <https://www.forum.daubasses.com>

# LES DAUBASSES



## Cours de bourse de Viel (bleu foncé) et CFT (bleu clair) sur 5 ans

Source : Yahoo Finance

(ii) **Bourse Direct (BSD)** est un des leaders français du courtage boursier en ligne pour les particuliers. La société a connu une croissance notable de son nombre de comptes depuis 2015 (+51,9%). Les produits d'exploitation et les résultats n'ont malheureusement pas suivi la même tendance ! Le secteur est très concurrentiel et la faible volatilité sur les marchés au cours des dernières années a conduit à un recul du nombre de transactions.

La tendance a néanmoins radicalement changé au 1<sup>er</sup> semestre dans le contexte que l'on connaît.

Bourse Direct a exécuté près de 3,5 millions d'ordres sur le 1er semestre 2020, soit plus de 2 fois les volumes enregistrés au 1er semestre 2019. Les produits d'exploitation ont augmenté de +48,8%, le résultat d'exploitation est passé de 0,5 M EUR à 5,7 M EUR (marge opérationnelle de 24,1%) et le résultat net s'est envolé à 3,9 M EUR contre 0,35 M EUR au S1 2019.

## LE GROUPE EN CHIFFRES

Exercice (en M€)	2015	2016	2017	2018	2019
Produits d'exploitation	37,6	34,5	35,2	33,4	32,0
Résultat courant avant impôt	3,6	3,3	3,1	3,0	2,0
Résultat exceptionnel	0,1	-0,3	0,1	-	-
<b>Résultat net</b>	<b>2,9</b>	<b>2,3</b>	<b>3,1</b>	<b>2,3</b>	<b>1,4</b>
Nombre de comptes (fin de période)	106 356	117 325	127 000	142 746	161 606
Nombre de transactions <sup>(1)</sup>	4 692 934	3 834 121	3 507 994	3 183 717	2 980 992

Retrouvez nous sur : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum : <https://www.forum.daubasses.com>

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

# LES DAUBASSES

Source : <https://www.boursedirect.fr/fr/bourse-direct/chiffres-cles>

Le cours de bourse a profité de ce surcroît d'activité et affiche actuellement une hausse de +53% depuis le début de l'année. Au cours de 1,72 EUR, la participation de Viel est ainsi valorisée par le marché à **75,0 M EUR**, soit **9,1% de son ANR**.

En plus de ses participations dans Compagnie Financière Tradition et Bourse Direct, Viel détient des participations dans des sociétés non cotées. Les deux plus importantes sont Gaitame.com (9,2% de l'ANR) et Swiss Life Banque Privée (5,7% de l'ANR). Ces participations sont mises en équivalence dans les comptes consolidés de Viel. En détails :

- **Gaitame.com** fait partie du pôle de l'intermédiation financière et est détenue par Viel à hauteur de 49,99%. La société exerce une activité de change auprès d'une clientèle de particuliers au Japon. Son chiffre d'affaires pour l'exercice 2019 s'est élevé à 66,05 M EUR pour un résultat net de 20,11 M EUR et une marge d'EBITDA qui frôle les 50% ! Elle a par ailleurs versé au groupe 7,8 M EUR de dividendes au cours de l'exercice. Une belle cash machine valorisée tout juste 76 M EUR dans le dernier bilan !

- **Swiss Life Banque Privée**. Viel détient depuis 2007 une participation de 40% dans cette banque privée en partenariat avec le groupe SwissLife. Pour l'exercice 2019, Swiss Life Banque Privée a généré 52,3 M EUR de produits d'exploitation pour un résultat net de 7,0 M EUR (quote-part du groupe de 2,8 M EUR).

## Valorisation

*Notre valorisation est réalisée sur la base du nombre de titres au 31.12.2019, auto contrôle déduit, soit  $71\,622\,968 - 5\,061\,398 = 66\,561\,570$  titres.*

Nous valorisons la société de la manière suivante :

- **Participations cotées** = valeur de marché (cours de bourse).

- **Participations non cotées** = quote-part du groupe dans l'actif net hors écarts d'acquisition. Il s'agit de la quote-part des capitaux propres de la société revenant au groupe en fonction de son pourcentage d'intérêt. Nous excluons la valeur des écarts d'acquisition puisqu'il s'agit d'éléments incorporels que nous ne valorisons pas.

---

Retrouvez nous sur : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum : <https://www.forum.daubasses.com>

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

# LES DAUBASSES

- Immeubles de placement = coût d'acquisition historique, ce qui est conservateur.

		Valorisation (M EUR)	% ANR
<b>Société cotées</b>	- Compagnie financière tradition	578,4	70,4%
	- Bourse direct	75,0	9,1%
<b>Sociétés associées</b>	- SwissLife Banque Privée	47,2	5,7%
	- Capital Markets Holding SA	11,0	1,3%
	- PingAn Tradition	10,8	1,3%
	- Autres	2,2	0,3%
<b>Co-entreprises</b>	- Gaitame.com	75,7	9,2%
	- TFS-ICAP	9,1	1,1%
	- Autres	6,0	0,7%
<b>Immeubles de placement</b>		6,3	0,8%
<b>TOTAL ANR (M EUR)</b>		<b>821,8</b>	<b>100,0%</b>
ANR / action (EUR)		12,35	
<i>Marge décote de holding</i>		25%	
<b>Objectif de cours (EUR)</b>		<b>9,26</b>	

L'ANR du groupe ressort ainsi à 821,8 M EUR, soit **12,35 EUR** par action. Pour tenir compte de la situation de holding, nous appliquons une décote de 25% ce qui augmente notre marge de sécurité.

Notre objectif de cours sur le titre est donc de **9,26 EUR**. Au cours de 5,50 EUR, cela représente un potentiel de **+68%**.

## Principaux risques et catalyseurs

### Risques

#### (i) Une décote de holding persistante

Nous avons reconstitué l'ANR de Viel à la clôture des 5 derniers exercices (voir plus bas).

L'ANR a fortement progressé sur les 5 dernières années (x2,1) à la faveur de la hausse du titre CFT (x1,9). Le cours de Viel progressait dans des proportions moins importantes au 31 décembre 2019 : x1,5.

La décote du titre par rapport à son ANR a atteint un niveau record fin 2019 (61%). Au cours actuel, elle s'établit à 55%, un niveau toujours très élevé au regard de l'historique des 5 dernières

---

Retrouvez nous sur : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum : <https://www.forum.daubasses.com>

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

# LES DAUBASSES

années.

Le marché peut parfois rester irrationnel très longtemps et il existe bien sûr un risque que ce niveau de décote perdure.

Valorisation en millions EUR	2015	2016	2017	2018	2019
Compagnie financière tradition	270,5	372,0	455,5	499,5	575,9
% intérêt	72,76%	75,00%	74,74%	74,43%	73,47%
Nb titres	7,042	7,052	7,190	7,291	7,426
Cours au 31.12	57,02	75,25	99,17	104,00	110,00
Bourse direct	53,1	65,1	69,7	49,9	75,0
% intérêt	76,57%	76,60%	76,90%	76,90%	78,30%
Nb titres	56,0	56,0	56,0	56,0	55,8
Cours au 31.12	1,24	1,52	1,62	1,16	1,1
SwissLife Banque Privée	36,8	41,3	44,4	45,2	47,2
Capital Markets Holding SA	15,4	13,9	12,4	10,9	11,0
PingAn Tradition	4,3	5,3	5,7	8,0	10,8
Autres sociétés associées	4,3	0,7	0,5	0,3	2,2
Gaitame.com	58,4	64,0	60,1	71,7	75,7
TFS-ICAP	11,4	10,5	8,5	10,0	9,1
Autres co-entreprises	1,6	4,5	6,0	5,6	5,0
Immobilier	6,3	6,3	6,3	6,3	5,3
<b>ANR</b>	<b>425,3</b>	<b>583,6</b>	<b>669,2</b>	<b>707,4</b>	<b>819,3</b>
Nb action VIL (auto contrôle déduit)	73 502 193	73 502 193	72 702 193	70 143 760	66 561 570
<b>ANR / action (EUR)</b>	<b>5,79</b>	<b>7,94</b>	<b>9,21</b>	<b>10,08</b>	<b>12,31</b>
<b>Évolution ANR / action</b>	<b>-</b>	<b>37,2%</b>	<b>15,9%</b>	<b>9,6%</b>	<b>22,1%</b>
Cours au 31.12 (EUR)	3,3	4,47	5,38	5,04	4,79
Décote	-43%	-44%	-42%	-50%	-61%
Change EUR/CHF	1,08	1,07	1,17	1,13	1,09

## Les catalyseurs

Nous avons identifié plusieurs catalyseurs qui permettraient de débloquer de la valeur et de réduire cette décote historiquement élevée.

### **(i) Cession d'une participation ?**

Retrouvez nous sur : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum : <https://www.forum.daubasses.com>

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

# LES DAUBASSES

Après l'acquisition de Binck Bank par Saxo Bank, l'allemand Flatex a mis la main sur le courtier Degiro. Bourse Direct pourrait-il connaître le même sort et être racheté ? C'est loin d'être impossible car le français ne pèse pas lourd sur le marché face à ses nouveaux rivaux et il pourrait avoir du mal à rivaliser dans la durée avec des acteurs beaucoup plus gros que lui. Le secteur est en consolidation, à la recherche de synergies et d'acquisition indirecte de nouveaux clients.

Une cession de cette participation à un acteur du secteur devrait profiter en premier lieu aux actionnaires de Bourse Direct mais pourrait également être un catalyseur pour réveiller le titre VIL.

## (ii) Rachat de titres

La société a procédé à des rachats de titres et réduction de capital sur les derniers exercices.

	Nombre de titre	Auto contrôle	Nombre de titre retraité	Evolution	Viel & Compagnie Finance
2015	80 599 189	7 096 996	73 502 193	-	53,49%
2016	80 599 189	7 096 996	73 502 193	0,0%	53,49%
2017	77 150 691	4 448 498	72 702 193	-1,1%	55,88%
2018	75 525 691	5 381 931	70 143 760	-3,5%	57,08%
2019	71 622 968	5 061 398	66 561 570	-5,1%	60,19%

Le nombre de titres en circulation a diminué de 9,4% à 66,56 M en 5 ans. Toutes choses égales par ailleurs, l'ANR par action en profite puisque les rachats pour annulation ont systématiquement eu lieu en dessous de l'ANR.

En parallèle, la participation indirecte de Patrick Combes dans sa société a augmenté de manière notable. Elle est passée de 53,49% en 2015 à 60,19% en 2019. Le PDG et premier actionnaire semble donc confiant dans l'avenir de son groupe.

## (iii) Dividende

Outre les rachats d'actions, la société est plutôt généreuse en matière de dividende. Elle a versé en 2020 un coupon de 0,25 EUR qui procure un rendement de 4,5% (coupon inchangé par rapport à 2019 et en augmentation régulière depuis 2014).

---

Retrouvez nous sur : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum : <https://www.forum.daubasses.com>

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

# LES DAUBASSES

Le titre pourrait donc attirer des investisseurs en quête de rendement dans une période où la tendance est plutôt à la coupe voire à la suppression des dividendes.

### **(iii) L'âge du capitaine**

Né en 1952, Patrick Combes a aujourd'hui 68 ans et pourrait être tenté après de très belles années de développement et de croissance de son bébé de vouloir passer la main.

### **(iv) Des business qui profitent de la volatilité**

Par définition, les sociétés du groupe qui sont des intermédiaires sur les marchés financiers profitent à plein de la volatilité des marchés. Si les mois à venir continuent à être fortement volatils, ce seraient des signaux positifs sur la future rentabilité de la société. C'est un point assez rare pour être souligné, une action qui sort gagnante d'un marché chahuté sans risque d'en pâtir.

## **Conclusion**

On change d'univers avec Viel & Compagnie ! C'est la première société financière au sein des Pépites PEA. Elle apporte une belle diversification au portefeuille et pourrait en plus jouer un rôle défensif en cas de retour de la volatilité sur les marchés financiers (cf. point iv. des catalyseurs identifiés).

La volatilité du 1<sup>er</sup> semestre a en effet boosté les résultats du groupe : chiffre d'affaires en hausse de +16,1%, résultat d'exploitation en hausse de +60,4% et résultat net en hausse de +50,5% !

Mais malgré ces très bons résultats, le titre n'a gagné qu'une quinzaine de pourcents depuis le 1<sup>er</sup> janvier. S'il est vrai que la faible liquidité du titre et le contrôle de la société par son dirigeant peuvent freiner certains investisseurs, le marché nous semble tout de même assez pessimiste au regard de ces résultats, de la décote par rapport à l'ANR et des possibles catalyseurs.

---

Retrouvez nous sur : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum : <https://www.forum.daubasses.com>

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

## **Vous êtes perdu avec le vocabulaire utilisé ?**

Retrouvez l'ensemble du vocabulaire spécifique aux daubasses ainsi que les principales notions financières [dans le lexique](#) [cliquez sur le lien].

### **Avertissements !**

**Cette analyse vous est proposée à titre purement informatif et ne représente en aucun cas un conseil en investissement.**

**Les performances passées ne préjugent en rien des performances à venir.**

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

**daubasses.com**

**© Tous droits réservés**

---

Retrouvez nous sur : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum : <https://www.forum.daubasses.com>

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.