

VIA listed equity accounting performance
Mesurer la création de valeur d'un portefeuille actions

6 et 7 novembre 2019

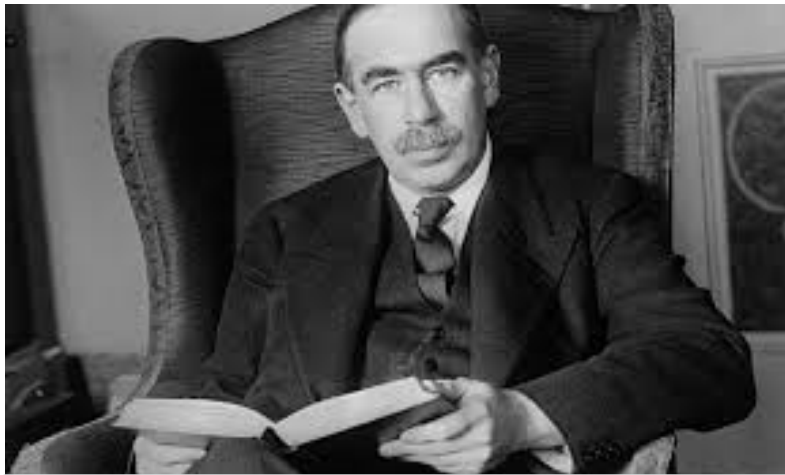


FAUT-IL ENCORE INVESTIR À LONG TERME SUR LES MARCHÉS ACTIONS ?

Et à quel horizon ?

“The long run is misleading guide to current affairs. In the long run we are all dead.”

- *John Maynard Keynes*



JM Keynes, the speculator (1883 – 1946)



Warren Buffett, the investor (in 1985)

“You should only invest other people’s money if you can have the kind of investors who will stick with you for the long term and not panic and withdraw funds during rough patches in the market.” - *Warren Buffett*

UNE NOUVELLE TECHNOLOGIE, UNE MISE EN PERSPECTIVE



“Every once in a while, a new technology, an old problem and a big idea turn into an innovation”

– *Dean Kame*



VIA listed equity accounting performance

SOMMAIRE

1. LA GESTION ACTIVE PRISE ENTRE LES ETF ET LE *PRIVATE EQUITY*
2. LA MÉCANIQUE DE LA CRÉATION DE VALEUR
3. LE SUIVI DE LA CRÉATION DE VALEUR – *REPORTING*

Problème

1- La Gestion Active prise entre les ETF et le *Private Equity*

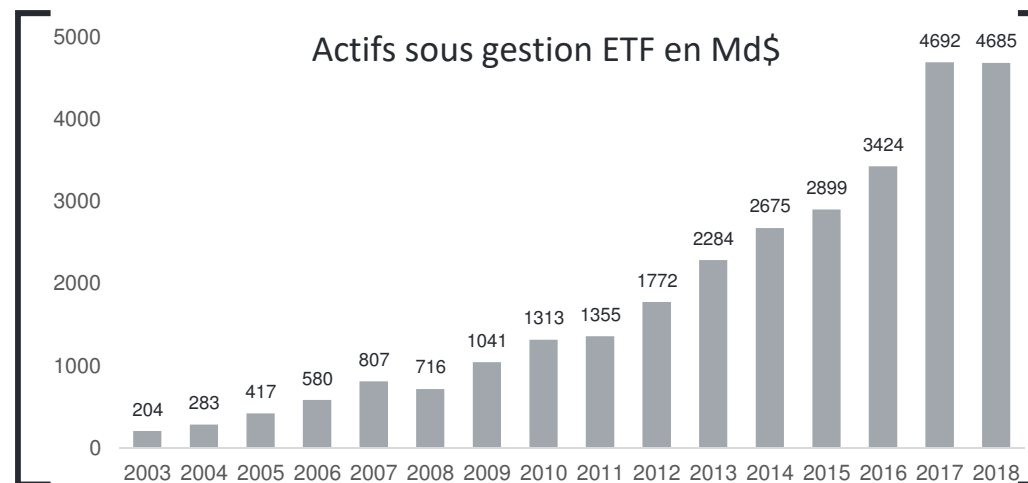
- **Tendance** : les investisseurs se détournent de la gestion active
- **Mark-to-Market** : ils ne supportent pas sa volatilité absolue et relative

LE MARCHÉ DES ETF EN QUELQUES CHIFFRES

Croissance, prix, performance...

CROISSANCE EXPONENTIELLE DES ENCOURS DEPUIS LE DÉBUT DES ANNÉES 2000

- De 200Md\$ en 2003 à près de 4 700Md\$ en 2018, environ 20% de croissance annuelle (CAGR)
- La gestion passive pourrait dépasser la gestion active dès 2027 (source EY)
- De plus en plus de segments couverts (secteurs, thèmes, styles, etc.) et même, bientôt, de la gestion active !



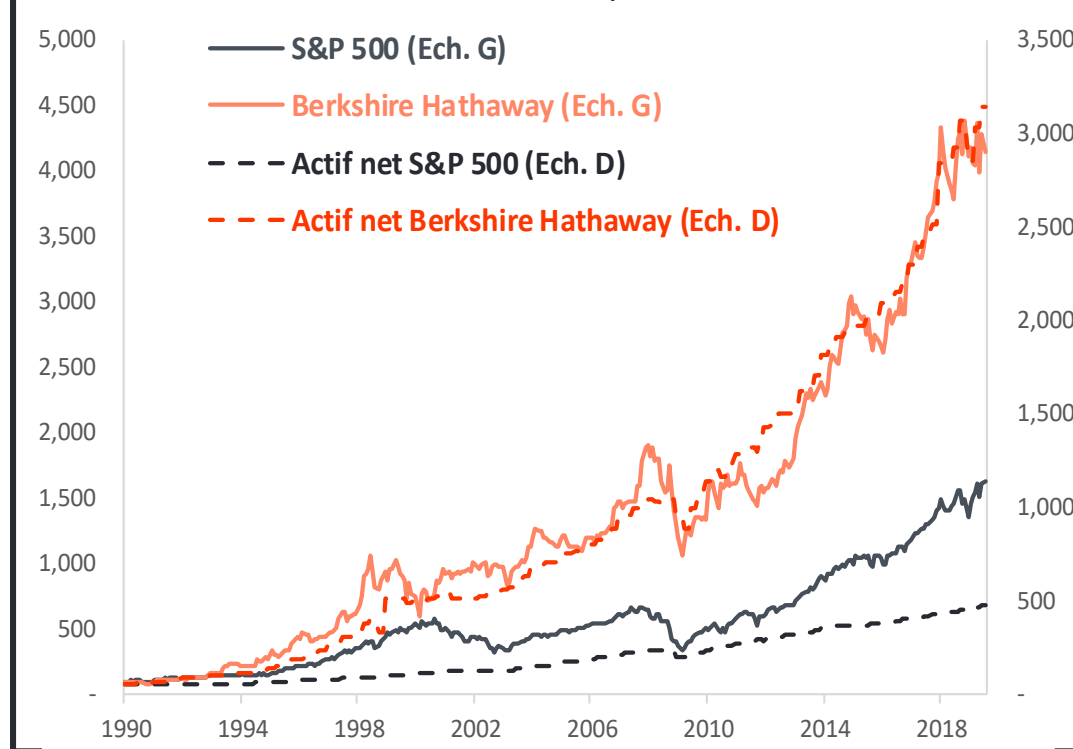
UN BON RAPPORT QUALITÉ / PRIX

- Frais annuels (TER hors coûts de transaction) largement inférieurs à 0.3%
- Récemment, lancement d'ETF « *0 cost* »
- Statistiquement, la plupart des gérants ne parviennent pas à battre les ETF sur les indices majeurs tels que le S&P 500. Sur 10 ans, ils sous-performent dans plus de 80% des cas..

LA SURPERFORMANCE EST POSSIBLE

L'hypothèse des marchés efficients et le paradoxe Buffett

Performance de Berkshire Hathaway – 30 ans



Source : Bloomberg. Données du 30 déc. 1987 au 29 déc. 2017

L'HYPOTHÈSE DES MARCHÉS EFFICIENTS

- Si les marchés sont totalement efficients, il est inutile d'essayer de les battre !
 - Mais si personne n'essaye, ils ne risquent pas d'être efficients...
- De grands investisseurs comme Warren Buffett poussent d'ailleurs à l'utilisation d'ETF à la place de la gestion active et alternative
 - C'est très paradoxal lorsque l'on observe la surperformance de Berkshire Hathaway au cours des 30 dernières années !



“My advice could not be more simple: Put 10% of the cash in short-term government bonds and 90% in a very low-cost S&P 500 index fund. I believe the trust's long-term results from this policy will be superior to those attained by most investors”

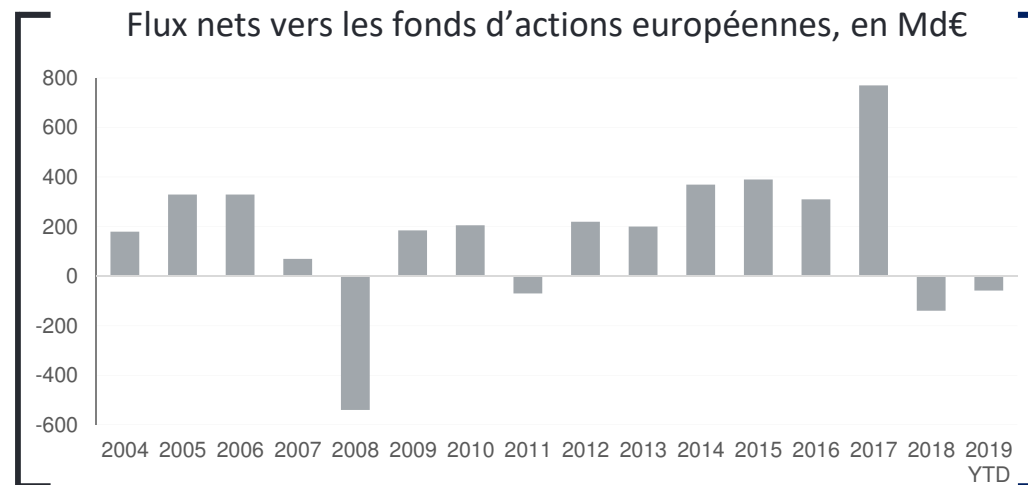
- **Warren Buffett**

LE SUCCÈS DU PRIVATE EQUITY

La faiblesse de la gestion active

FORTE CROISSANCE DU PRIVATE EQUITY DEPUIS LE DÉBUT DES ANNÉES 2000

- Croissance annuelle des encours de l'ordre de 13% par an
- 5,000 milliards de dollars d'encours en 2018, +46 milliards au premier trimestre 2019
- **Performance estimée de +8% en 2018**
- Des prix payés de plus en plus élevés et des multiples (capitalisation + levier)/EBITDA > 11.5x, contre 7.7x en 2009



SORTIE DES FONDOS ACTIONS (HORS ETF)

- 130 milliards d'euros de sorties en 2018
- Déjà **-58 milliards** au premier trimestre 2019

LE TRAUMATISME DU *MARK-TO-MARKET*

Relatif ou absolu



- Il est objectivement **très difficile** pour tout investisseur **de gérer la volatilité des marchés ou de l'alpha des gérants actifs**
- Le *MtM* prend souvent le dessus lorsqu'il est fortement défavorable
- Pourtant, le *MtM* est aussi une **source d'opportunités !**

COMMENT RÉSISTER ET BÉNÉFICIER DES CYCLES DE PERFORMANCE ?

- Un peu comme dans le *Private Equity*, il est possible de mesurer la création de valeur réalisée par chaque entreprise dans le passé, en dehors du *MtM*
- Dès lors, on peut **vérifier si un portefeuille d'actions cotées crée ou détruit de la valeur, et dans quelles proportions**



“The investor is neither right or wrong because others agreed or disagreed with him; he is right because his facts and analysis are rights.”
- Benjamin Graham

FONDS ACTIONS TRADITIONNELS VS. *PRIVATE EQUITY*

Équivalences

SOUS-JACENT



- **Des entreprises** dans les 2 cas, avec des comptes de résultats, des bilans, des cash flows, etc.

HORIZON D'INVESTISSEMENT

- Lorsque qu'on regarde la mécanique de création de valeur, **l'horizon est similaire (hors levier)**



- **Les prix d'achat/vente qui dépendent de l'offre et de la demande**, en fonction des multiples, des conditions de marché, etc.

- La création de valeur est la conséquence tangible de **la performance économique** de ces sociétés



PRICING

CRÉATION DE VALEUR

FONDS ACTIONS TRADITIONNELS VS. PRIVATE EQUITY

Différences

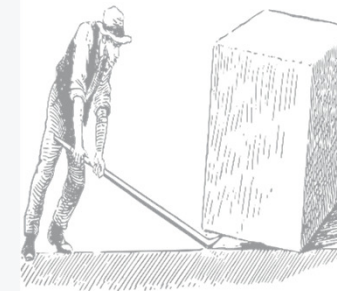
MARK-TO-MARKET



- Instantané contre annuel (45%) ou trimestriel (24%)
- *MtM vs. « Fair Value »* fondée sur différents critères (EBITDA, *peers*, DCF, etc.)

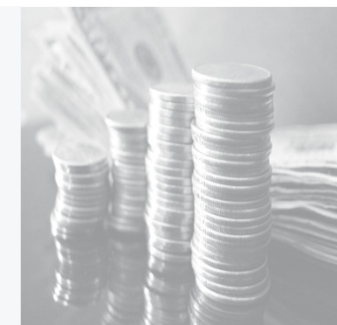
ACTIVISME & LEVIER

- Le levier est rare pour les fonds actions
- L'activisme est très majoritaire en *Private Equity*



- Un fonds actions tourne fréquemment (de 30% à plus de 100% par an), avec de forts écarts d'évaluation
- Indépendamment des exercices comptables

- La prise en compte du **cash** dans la performance et le niveau des **frais** diffèrent largement...



TURNOVER

CALCUL DE PERFORMANCE



Analyse

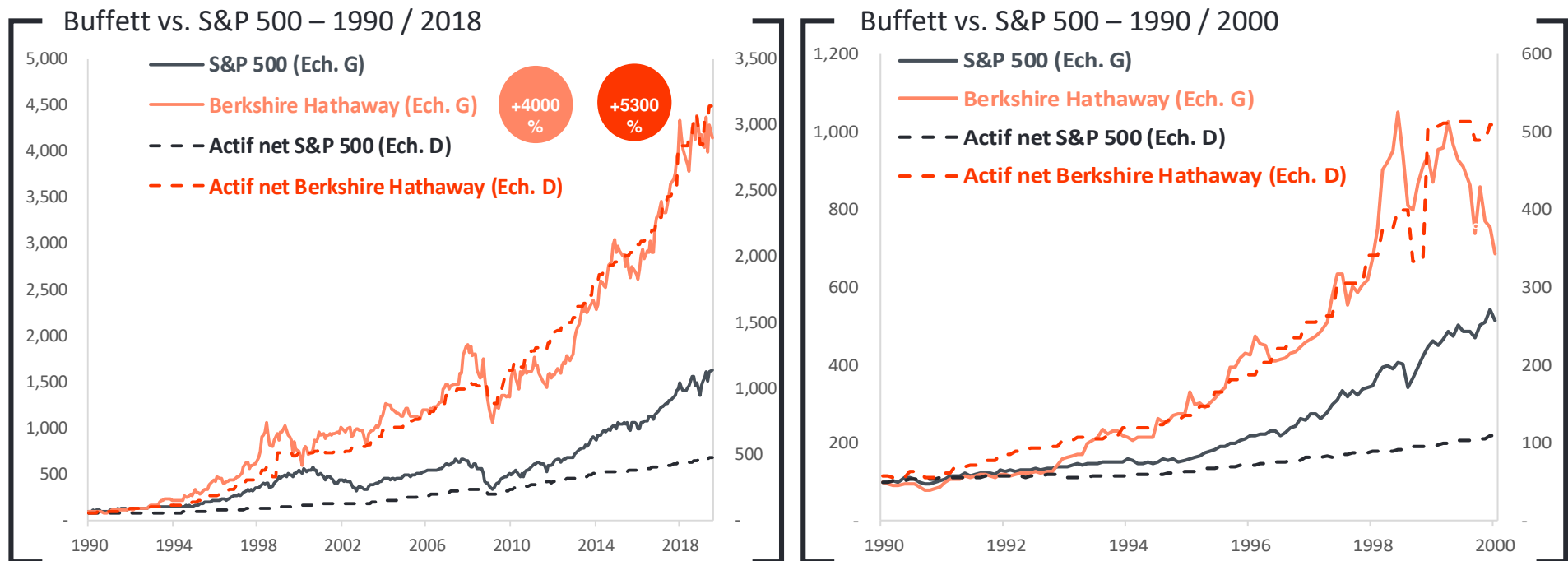
2- La mécanique de la Création de Valeur

- **Bottom up** : comprendre ce qui se passe de l'achat jusqu'à la vente
- **Multi-paramètres** : consolider les données et les étapes

LE SUIVI DE LA CRÉATION DE VALEUR PAR L'ACTIF NET COMPTABLE

Le cas Berkshire Hathaway (1/2)

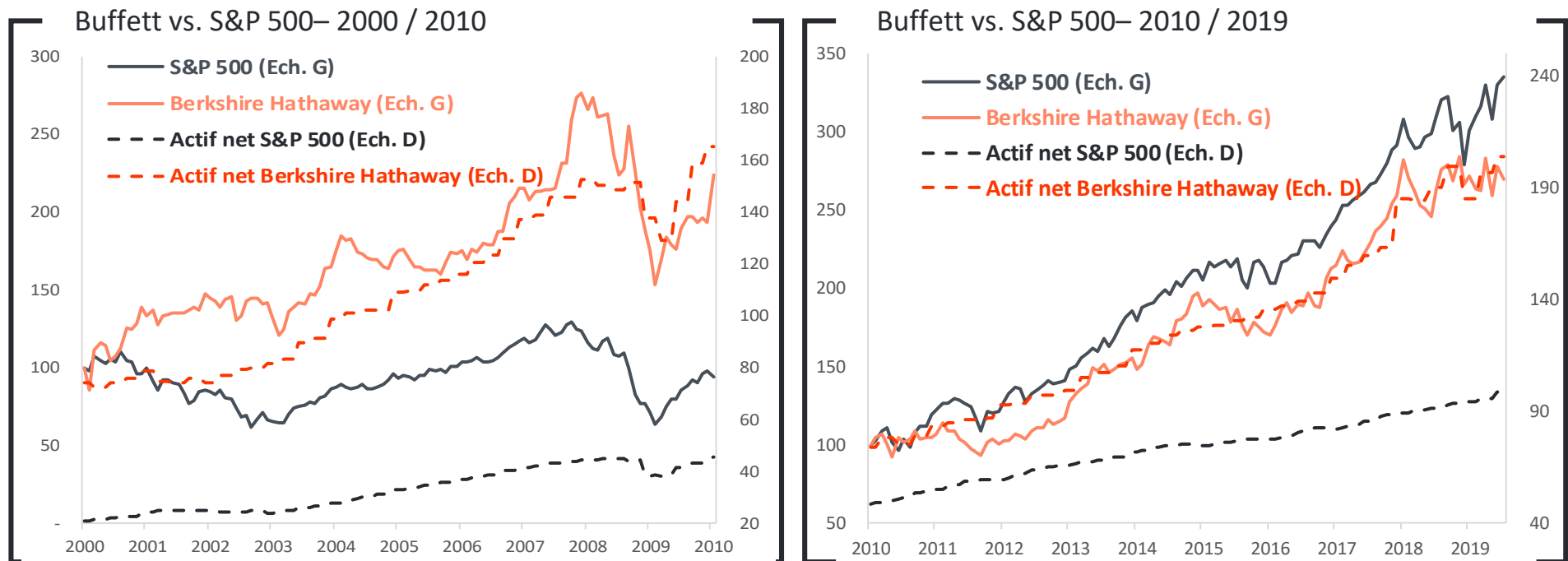
- Plus de 2750% de surperformance en près de 30 ans (4000% en absolu), mais:
 - fort décrochage en 1999/2000, avec une **inversion entre *MtM* et *Book Value***
 - de 1990 à 2000, le P/B du S&P passe de 2x à 4.7x (expansion), alors que celui BH tombe de 1.7x à 1.3x (contraction)
- **Même après 10 ans de détention, la performance dépend toujours du multiple de sortie**



LE SUIVI DE LA CRÉATION DE VALEUR PAR L'ACTIF NET COMPTABLE

Le cas Berkshire Hathaway (2/2)

- Au début des années 2000, forte surperformance de la *Book Value* de BH ;
- c'est l'inverse pour le S&P, dont le multiple baisse de 4.7x à 2.0x (celui de Berkshire Hathaway reste stable, voisin de 1.3x)
- Depuis 2010, le titre Berkshire Hathaway suit bien le rythme de création de valeur, **tandis que le S&P 500 est en pleine expansion des multiples** : son *Price-to-Book* augmente de 2x à plus de 3x



LES LIMITES DE L'ACTIF NET COMPTABLE

L'utilisation de données comptables normalisées, l'expertise de VIA

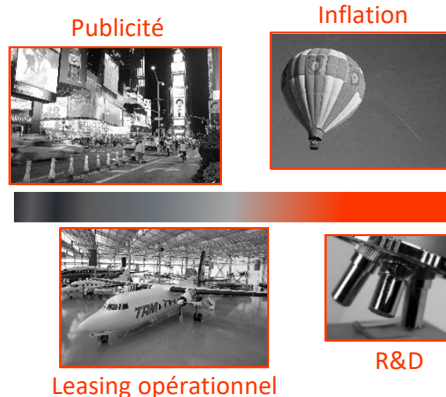
“For almost three decades, I followed the percentage change in Berkshire’s per-share book value. It’s now time to abandon that practice. It becomes increasingly out of touch with economic reality” – **Warren Buffett**

ACTIFS

BOOK VALUE

Définition
Total actifs - Total passifs (si inscrits au bilan)

Problème
Mesurée au coût historique et ignore des actifs intangibles importants... Ignore aussi les actifs de leasing



ECONOMIC CAPITAL INVESTED (ECI)

Définition
Capital investi économique, prenant en compte tous les **actifs opérationnels au et hors-bilan**

Améliorations apportées
Ajusté de l'inflation et contient l'ensemble du capital investi **“invisible”** (R&D, publicité, etc.)

PASSIFS
(en dehors du prix payé)

DETTE NETTE COMPTABLE

Définition
Dettes - Cash

Problème
Ignore une partie des engagements de l'entreprise (déficit de pensions de retraite, leasing opérationnel, provisions env., etc.)



DETTE NETTE ECONOMIQUE

Définition
Dette nette + Provisions Financières + Déficit pensions + MV Minoritaires - MV Associés

Améliorations apportées
Rend compte de la **vraie situation financière** en termes de **levier et de risques**

VIA leap® – LE CALCUL DE LA CRÉATION DE VALEUR

En 3 questions...

DE LA THÉORIE À LA PRATIQUE...



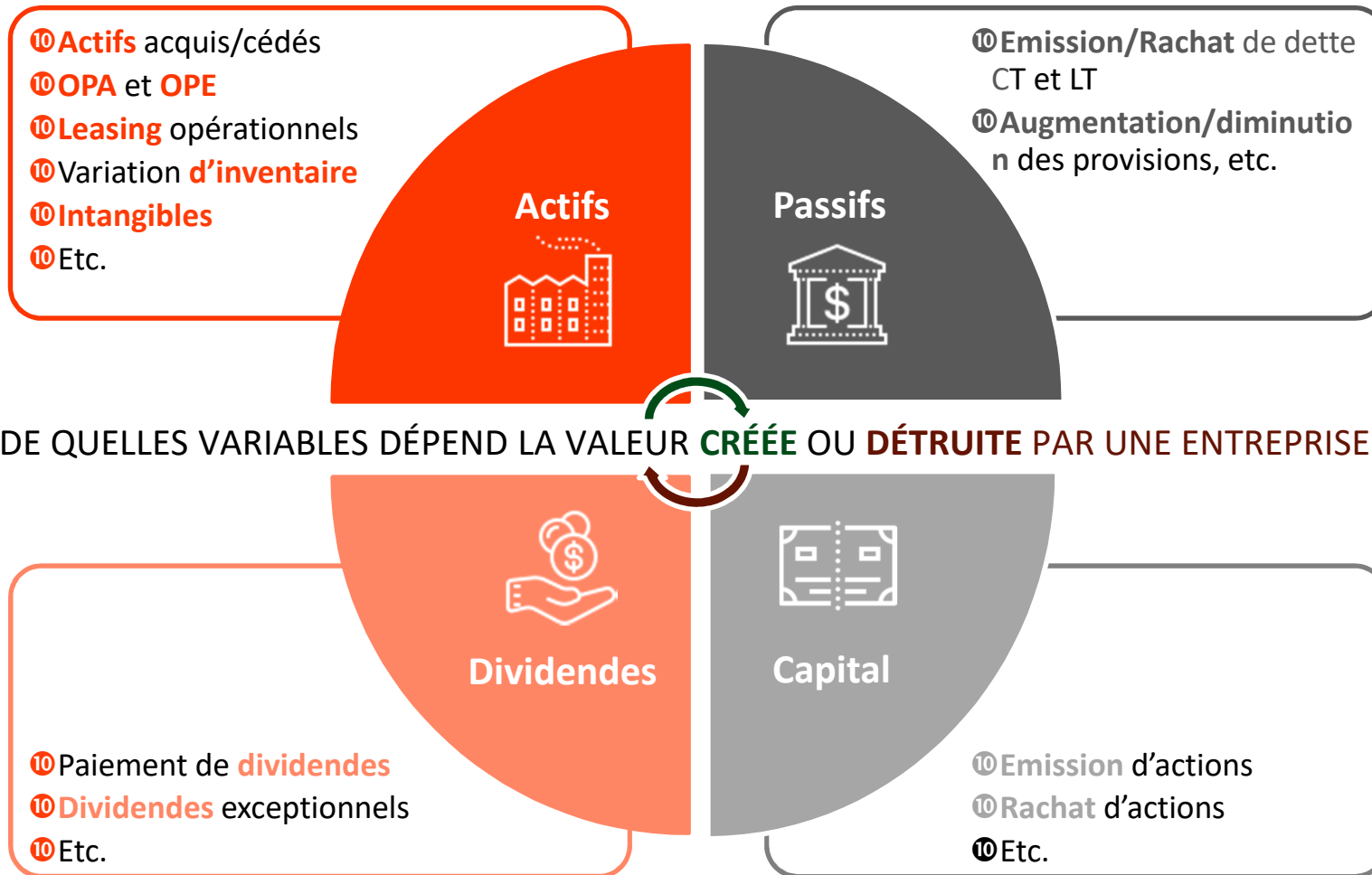
... COMMENT INTÉGRER TOUT CELA ET OBTENIR UNE PERFORMANCE ÉCONOMIQUE **POUR LA TOTALITÉ DE MON PORTEFEUILLE**, SUR N'IMPORTE QUELLE PÉRIODE ?

... COMBIEN D'ACTIFS (NETS) **PUIS-JE RÉELLEMENT ACHETER EN TANT QU'INVESTISSEUR?**

... COMMENT **MESURER LA CRÉATION DE VALEUR** D'UN TITRE SUR UNE CERTAINE DURÉE ?

LES DONNÉES NÉCESSAIRES AUX CALCULS

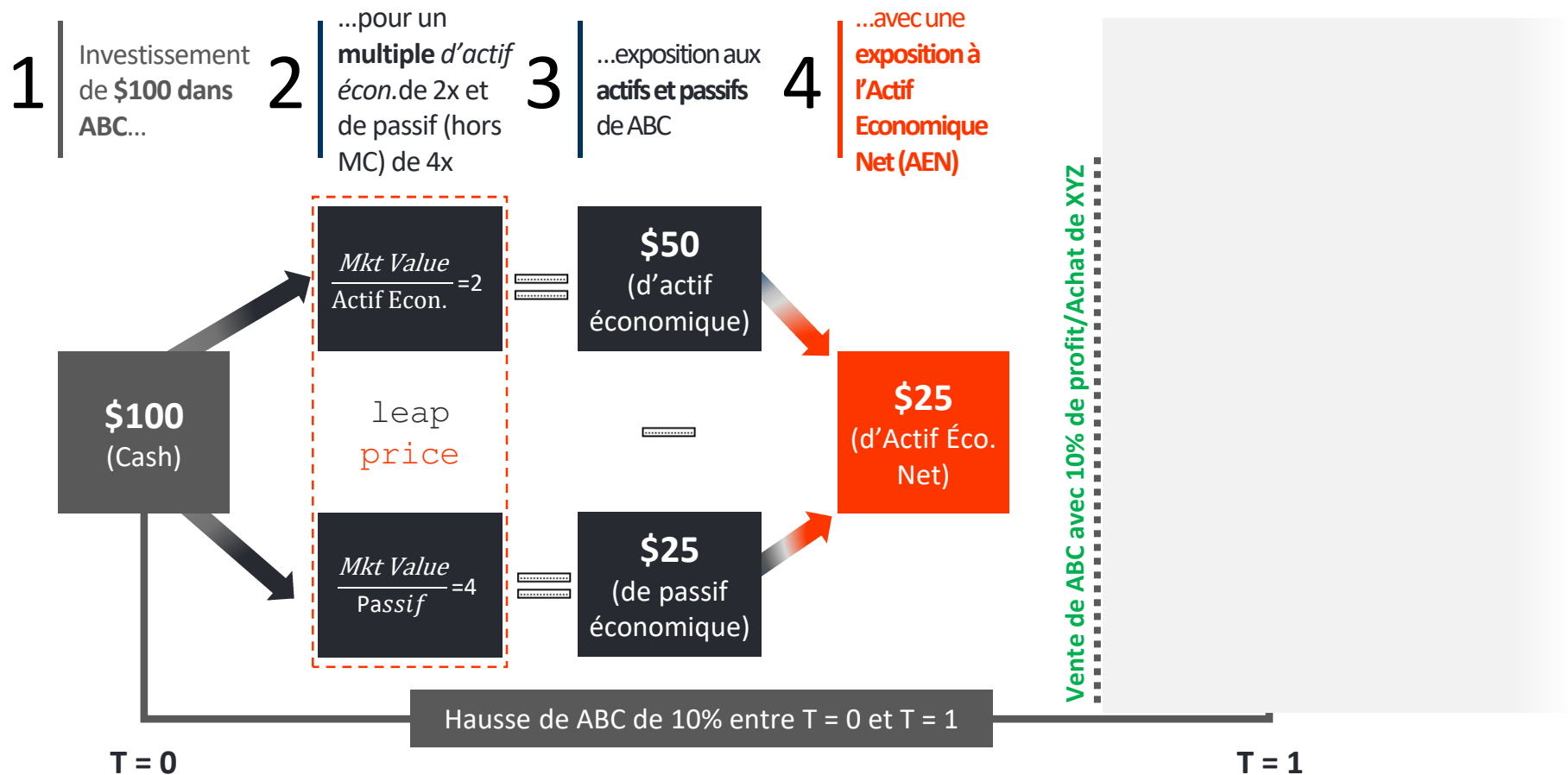
Chiffres et ratios, en version normalisée (autant que possible)



VIA leap[®] – (i) ACTIF ECONOMIQUE NET ET leap price

1^{ère} étape de calcul : performance et multiples d'achat/vente

CALCUL DE LA QUANTITÉ D'ACTIF ET DE PASSIF À LAQUELLE ON S'EXPOSE EN TANT QU'INVESTISSEUR

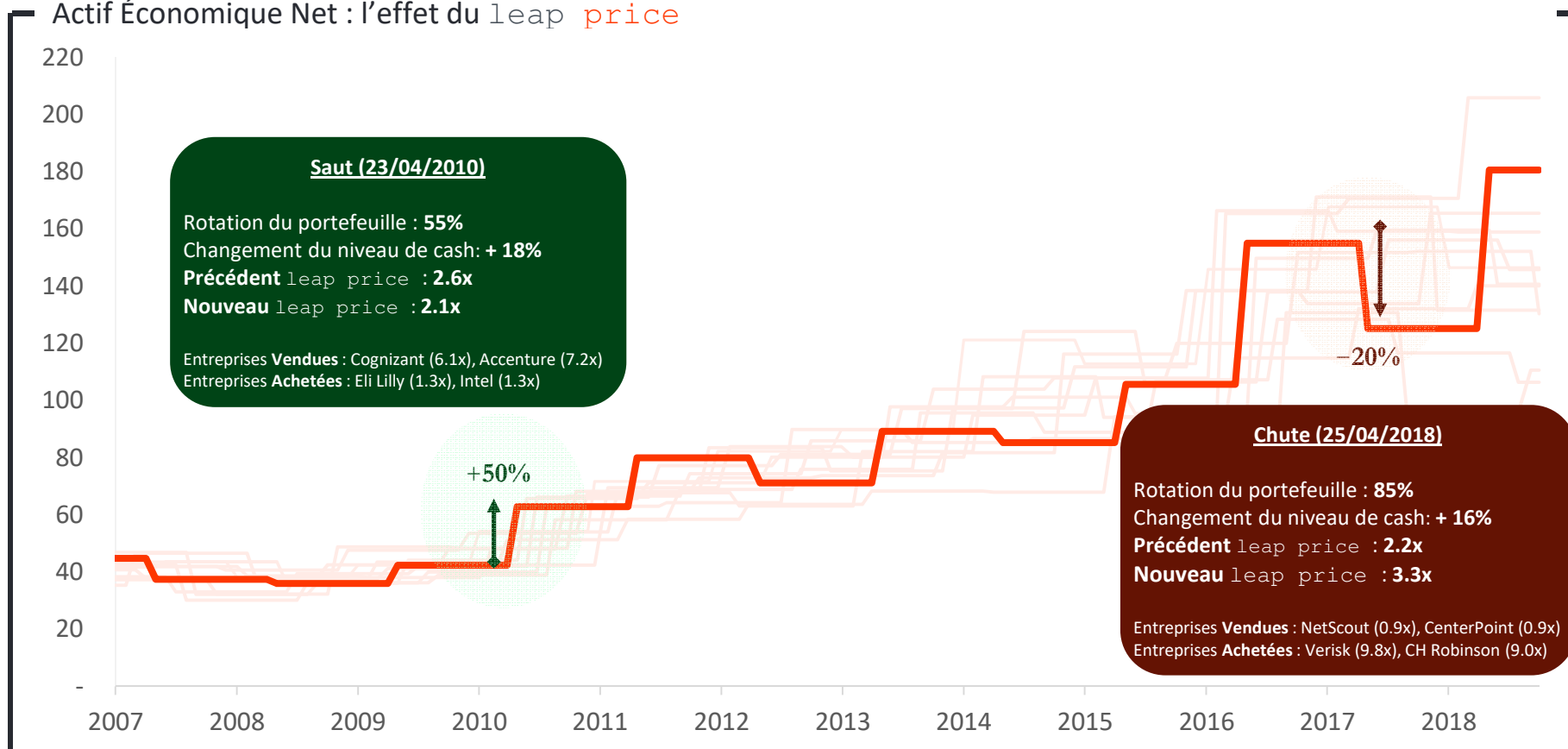


VIA leap® – (i) ACTIF ÉCONOMIQUE NET ET leap price

Stratégie VIA Smart-Equity US – du 31/12/2007 au 30/09/2019

- Pour illustrer l'effet **leap price** sur le NEA, nous prenons l'exemple de la stratégie VIA US Smart Equity, composée de 12 sous-portefeuilles annuels indépendants, **rebalancés chaque mois alternativement, de janvier à décembre**
- Pour chaque rebalancement, **en fonction de la performance passée (ou du nouveau niveau de cash) et de la différence de leap price**, le niveau de NEA augmente ou diminue de façon proportionnelle (parfois significativement!)

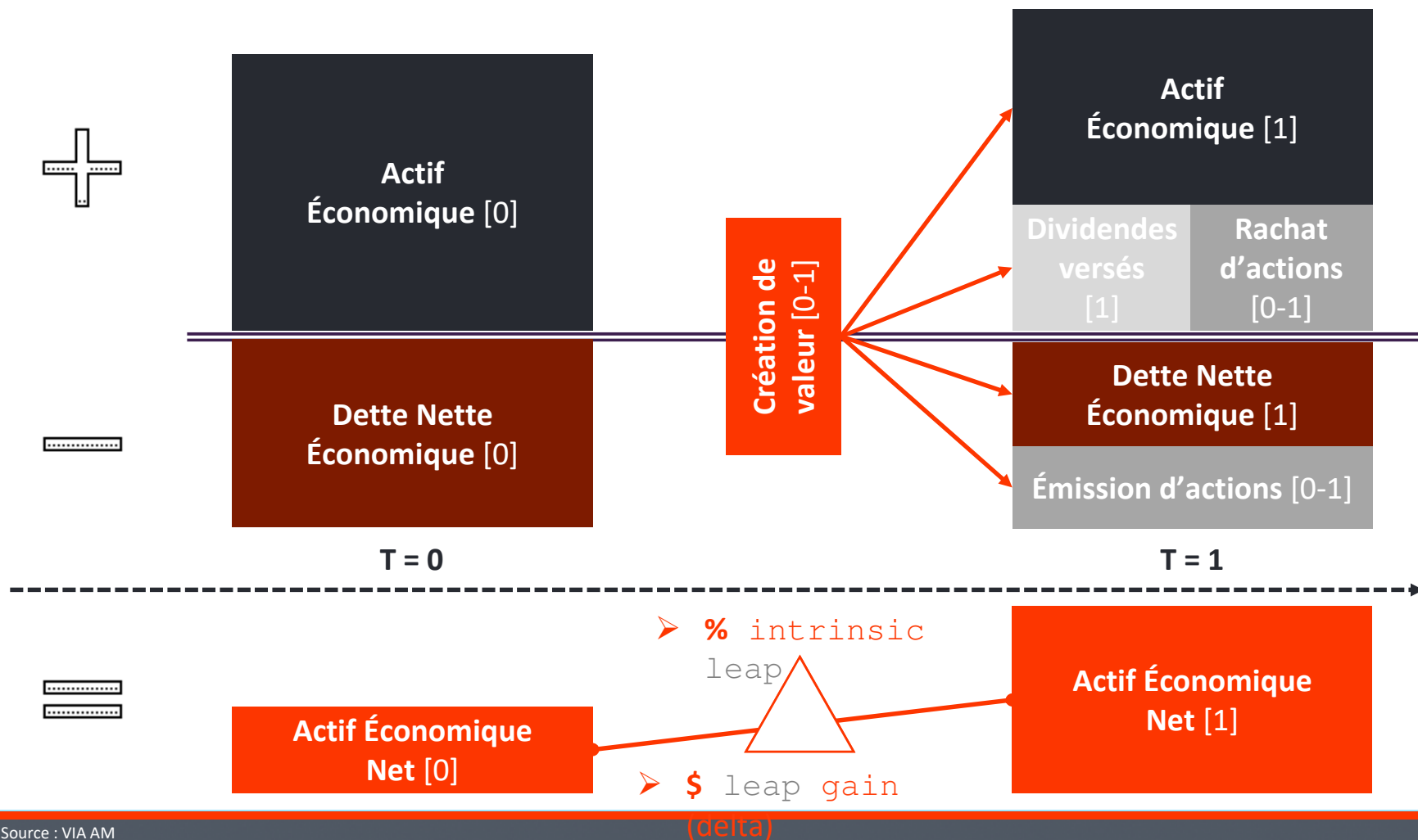
Actif Économique Net : l'effet du leap price



VIA leap[®] – (ii) CRÉATION DE VALEUR, *intrinsic* leap ET *leap gain*

2^{ème} étape de calcul : rentabilité des actifs économiques effectivement acquis

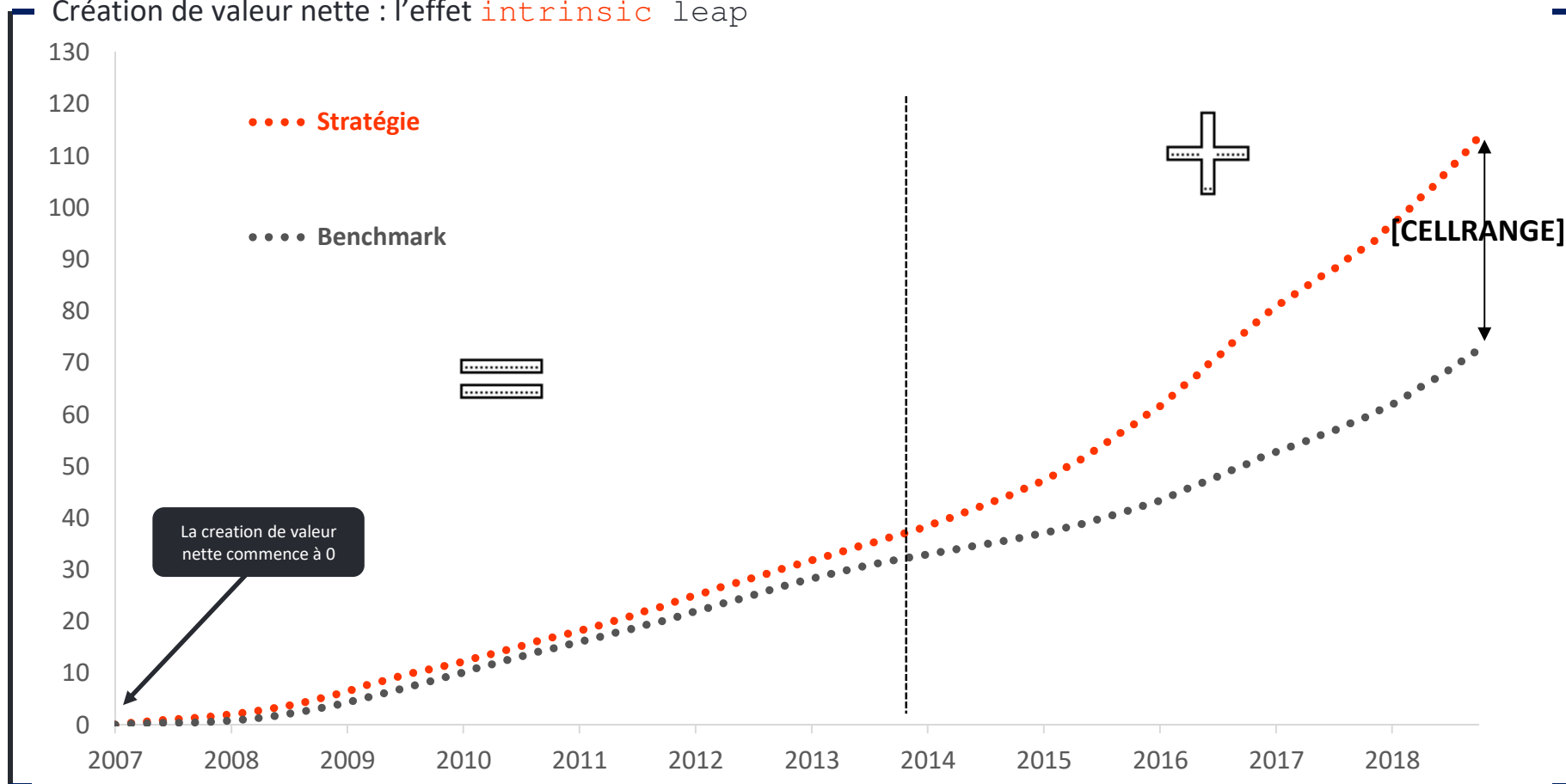
CRÉATION DE VALEUR NETTE ENTRE T = 0 et T = 1 (INTRINSÈQUE À L'ENTREPRISE)



VIA leap[®] – (ii) CRÉATION DE VALEUR, *intrinsic* leap ET *gain* leap

Stratégie VIA Smart-Equity US – du 31/12/2007 au 30/09/2019

Création de valeur nette : l'effet *intrinsic* leap



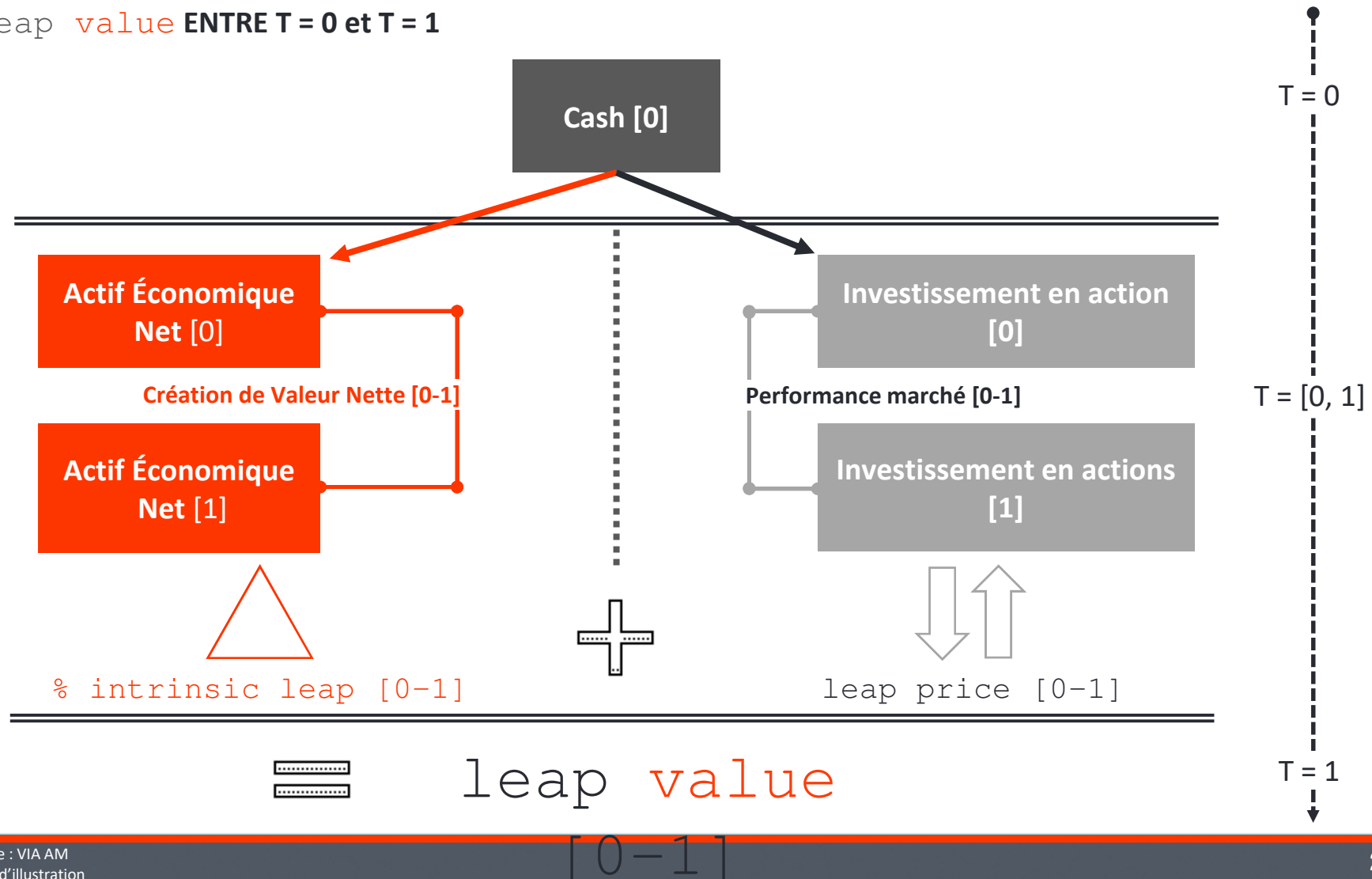
Sources : VIA AM, Bloomberg

Les métriques *leap* sont calculées en utilisant la donnée normalisée lorsque celle-ci est disponible. Dans le cas contraire, les équivalents comptables sont pris en compte pour la stratégie et le benchmark.

VIA leap[®] – TOTAL (i) + (ii)

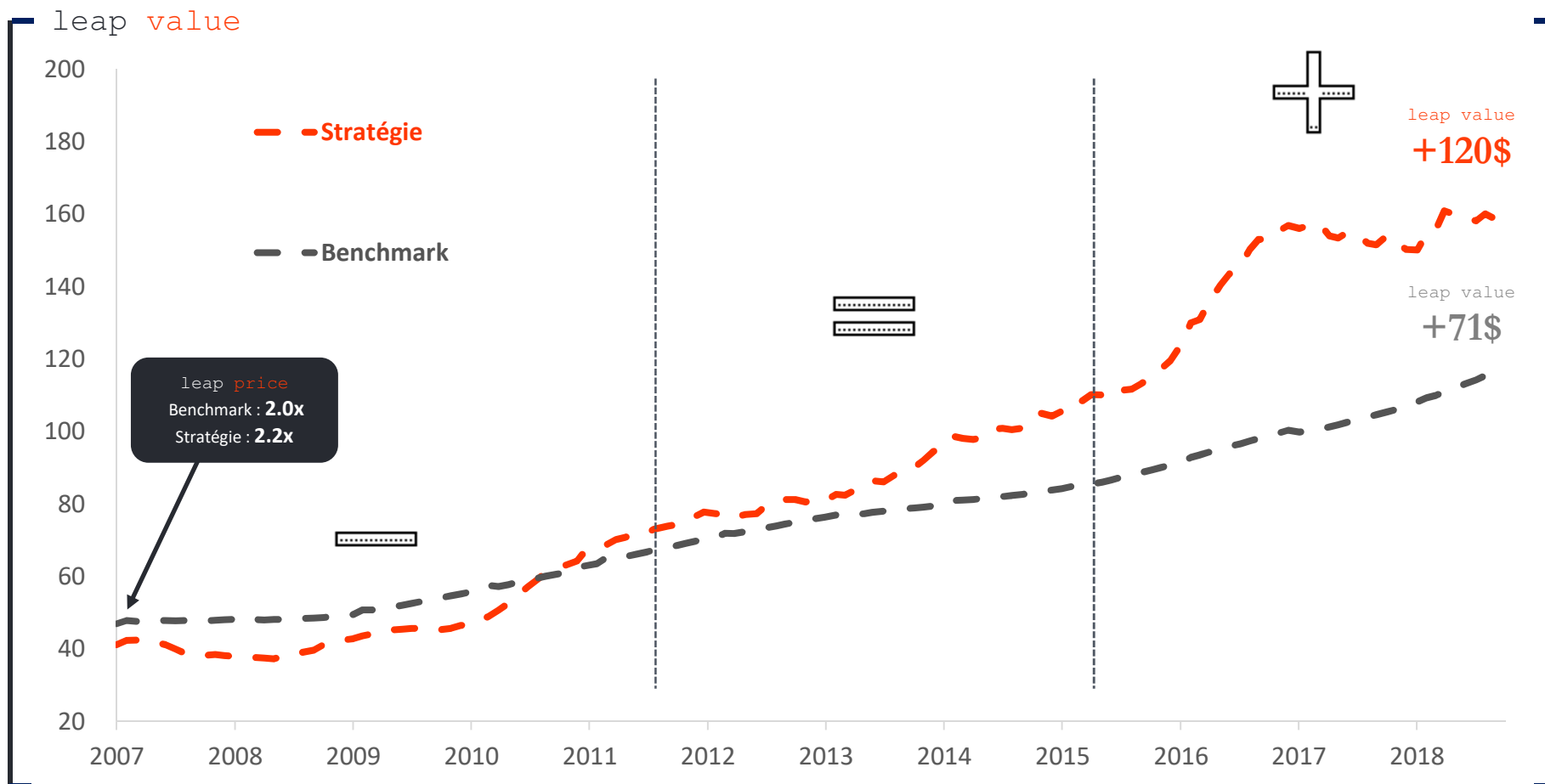
3^{ème} étape de calcul : agrégation du leap price, de la performance et de l'intrinsic leap

leap value ENTRE T = 0 et T = 1



VIA leap[®] – TOTAL (i) + (ii)

Stratégie VIA Smart-Equity US – du 31/12/2007 au 30/09/2019

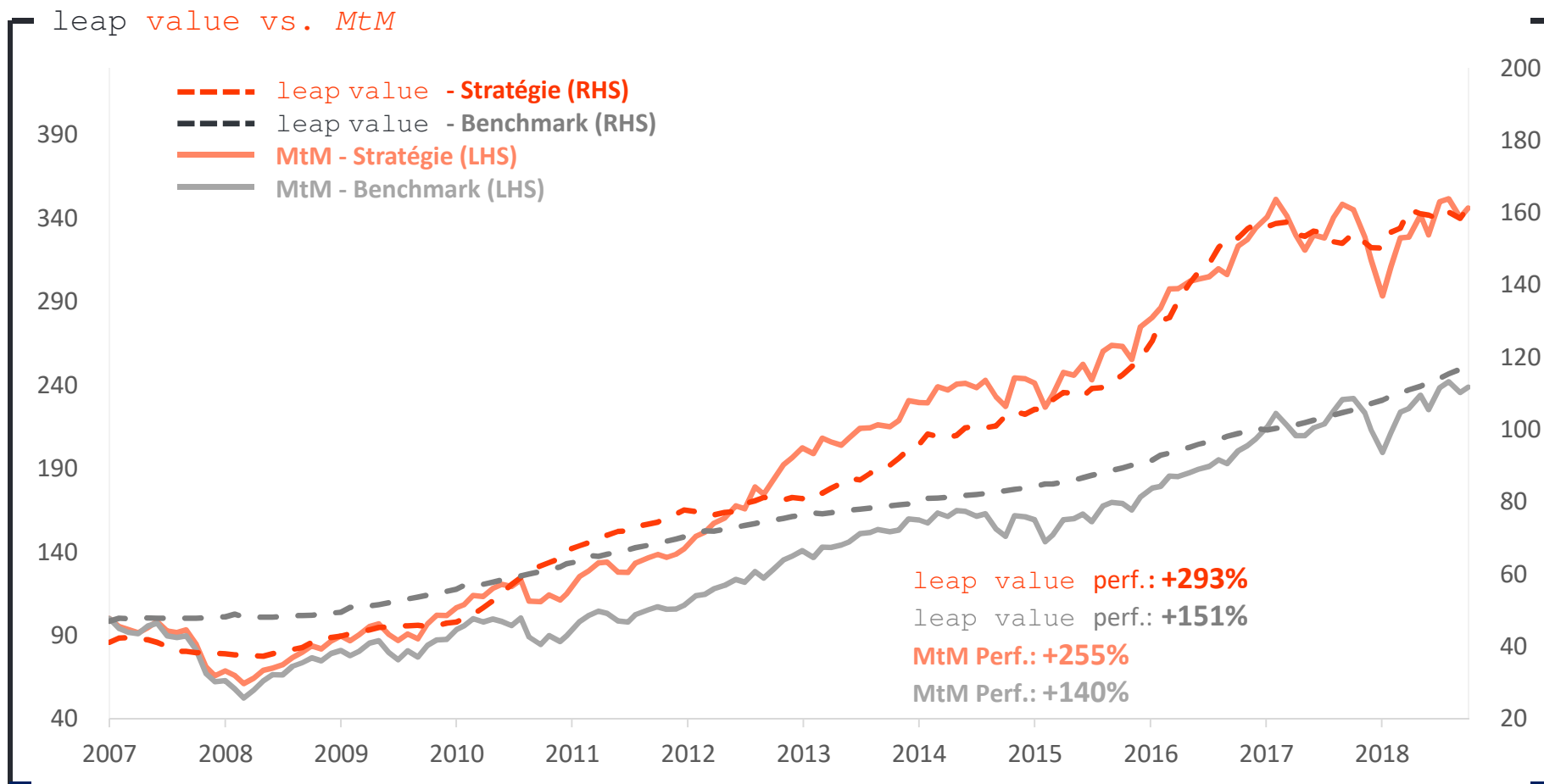


Sources : VIA AM, Bloomberg

Les métriques leap sont calculées en utilisant la donnée normalisée lorsque celle-ci est disponible. Dans le cas contraire, les équivalents comptables sont pris en compte pour la stratégie et le benchmark.

VIA leap[®] – TOTAL (i) + (ii)

Stratégie VIA Smart-Equity US – du 31/12/2007 au 30/09/2019



Sources : VIA AM, Bloomberg

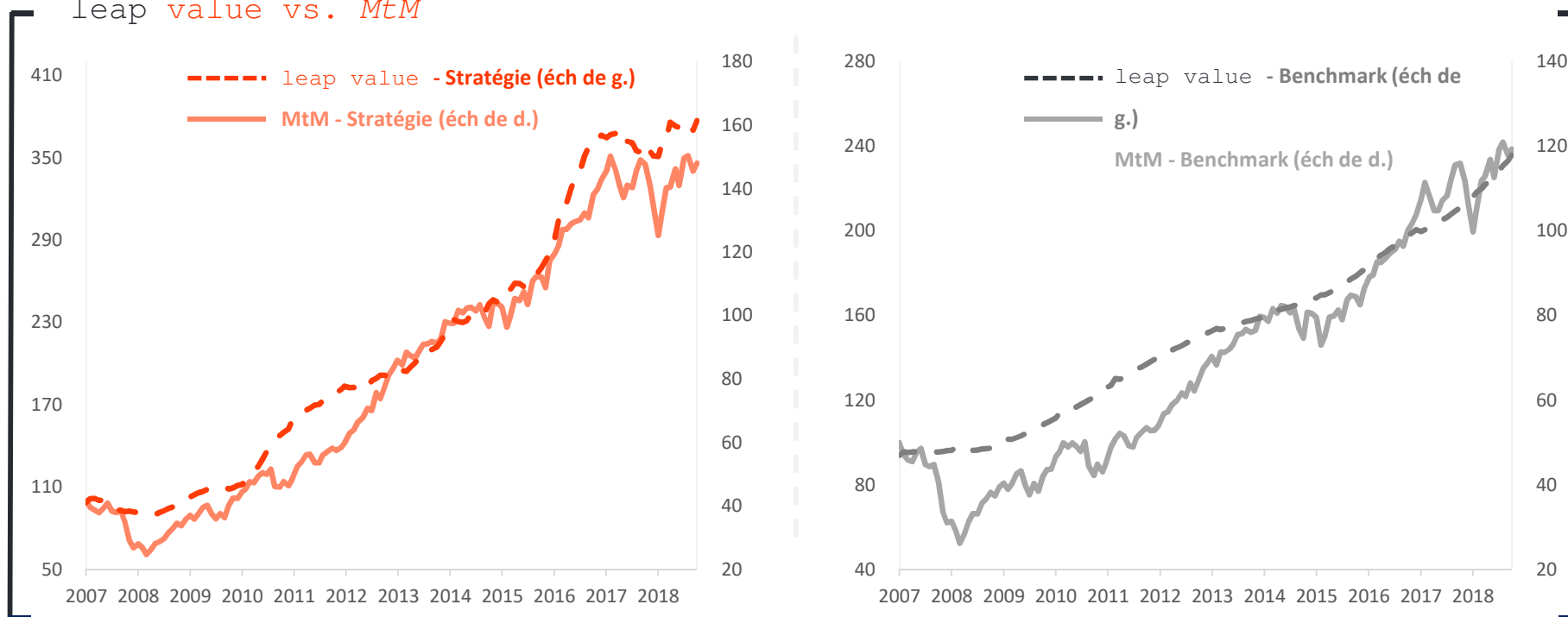
Les métriques leap sont calculées en utilisant la donnée normalisée lorsque celle-ci est disponible. Dans le cas contraire, les équivalents comptables sont pris en compte pour la stratégie et le benchmark.

VIA leap[®] – TOTAL (i) + (ii)

Stratégie VIA Smart-Equity US et Benchmark – du 31/12/2007 to 30/09/2019

- Pour essayer de bien apprécier où se situe le *MtM* par rapport au cycle de création de valeur, il peut aussi être intéressant d'observer le *MtM* et la *leap value* d'une stratégie et de son benchmark séparément.
- Il n'existe pas de *fair value*, les multiples évoluent au court du temps. Il ne s'agit pas non plus d'instruments financiers à maturité, qui convergeraient.
- Mais si l'on centre la *leap value* sur la trajectoire *MtM*, on peut apprécier une forme de prime de risque relative entre performance économique et performance de marché.

leap value vs. MtM



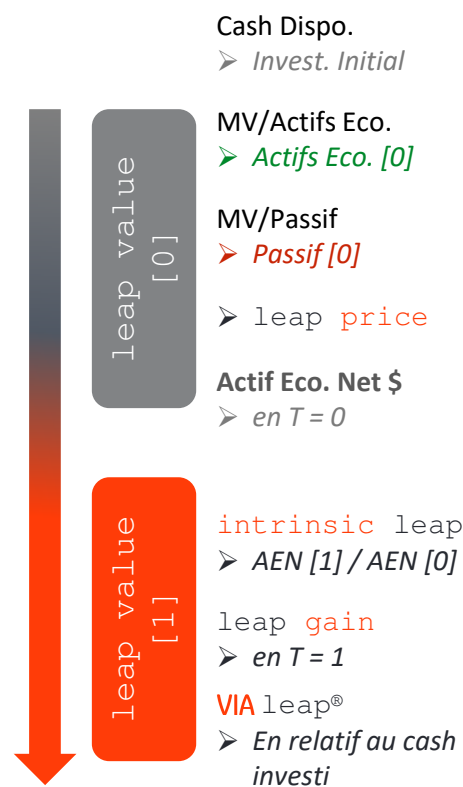
Sources : VIA AM, Bloomberg

Les métriques *leap* sont calculées en utilisant la donnée normalisée lorsque celle-ci est disponible. Dans le cas contraire, les équivalents comptables sont pris en compte pour la stratégie et le benchmark.

VIA leap® – L'ARITHMÉTIQUE

Étude de cas

4 titres (volontairement) très différents... – du 31/12/2017 [T=0] au 31/12/2018 [T=1]



	Micron	Square	XEROX	HILTON WORLDWIDE
Cash Dispo. ➤ Invest. Initial	100\$	100\$	100\$	100\$
MV/Actifs Eco. ➤ Actifs Eco. [0]	1.4x + 71.7\$	20.8x + 4.8\$	0.4x + 230\$	2.3x + 43.5\$
MV/Passif ➤ Passif [0]	31.5x - 3.1\$	-17.5x + 5.7\$	1.4x - 70\$	2.9x - 34.8\$
leap price	1.45x	9.5x	0.6x	11.5x
Actif Eco. Net \$ ➤ en T = 0	= 68.6\$	= 10.5\$	= 162\$	= 8.7\$
intrinsic leap ➤ AEN [1] / AEN [0]	+37.0%	+45.9%	+1.8%	+0.3%
leap gain ➤ en T = 1	+25.3\$	+4.8\$	+2.9\$	+0.1\$
VIA leap® ➤ En relatif au cash investi	+25.3%	+4.8%	+2.9%	+0.1%

On souhaite investir 100\$ dans chacune de ces 4 sociétés

On accède à une quantité d'actif ET de passif économique selon les multiples d'entrée (i.e. leap price)

Avec le plus faible leap price de départ, Xerox a un montant d'Actif Economique Net le plus élevé

Square a l'intrinsic leap le plus élevé entre T = 0 et T = 1, Hilton le plus faible

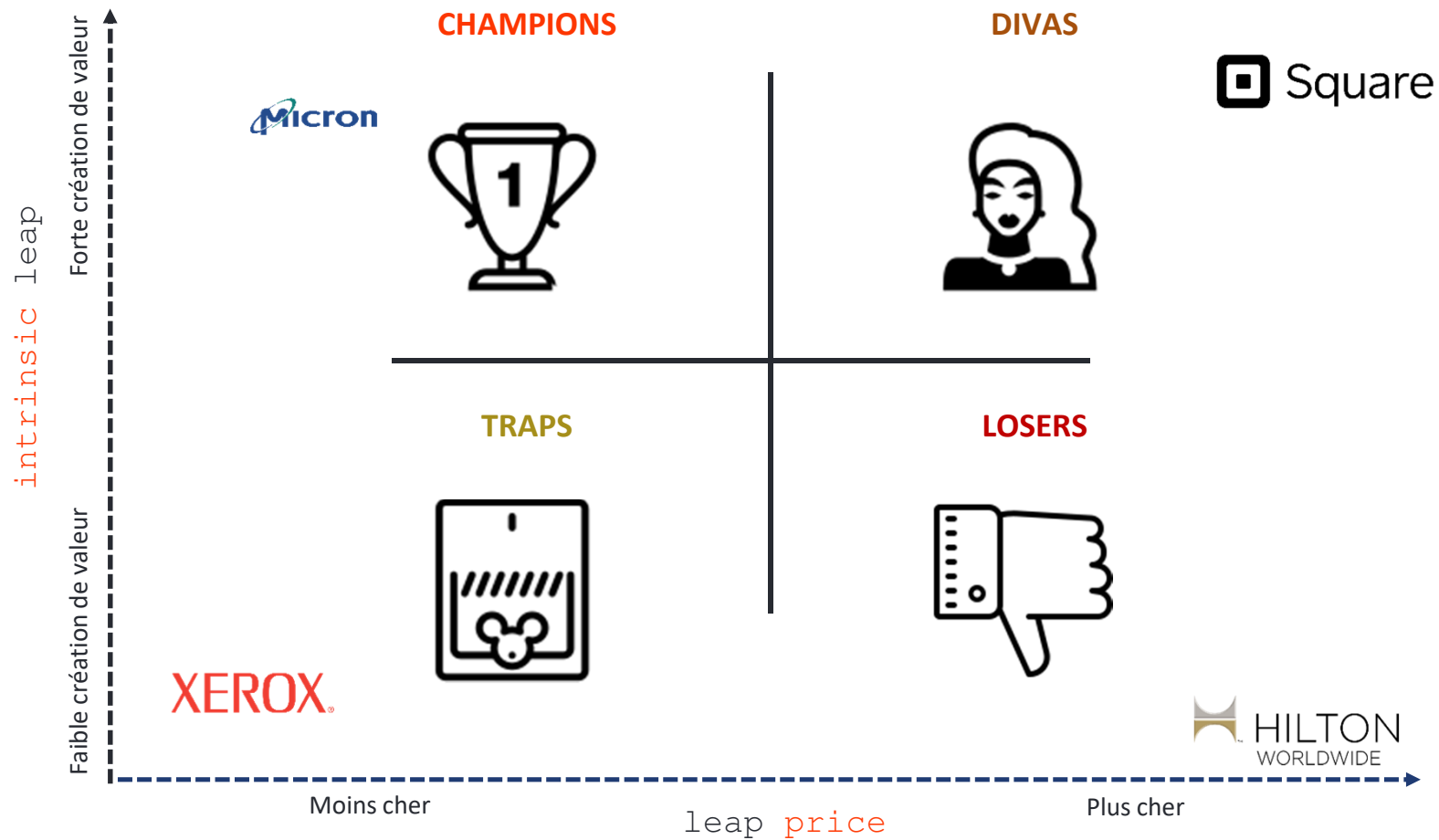
Mais rapporté au prix payé, le leap gain le plus élevé est celui de Micron

Grâce à un leap price raisonnable et une création de valeur intrinsèque élevée, Micron a le meilleur VIA leap

VIA leap® – L'ARITHMÉTIQUE

Positionnement

CHAMPIONS, DIVAS, TRAPS, LOSERS...

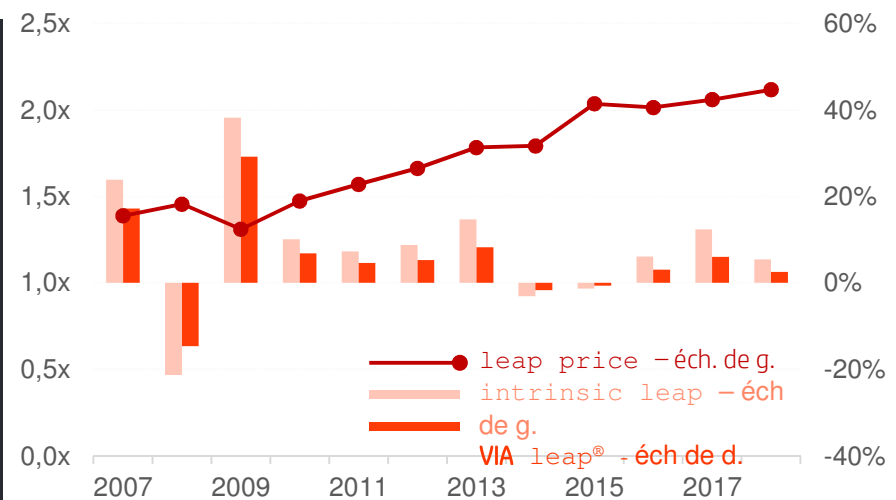
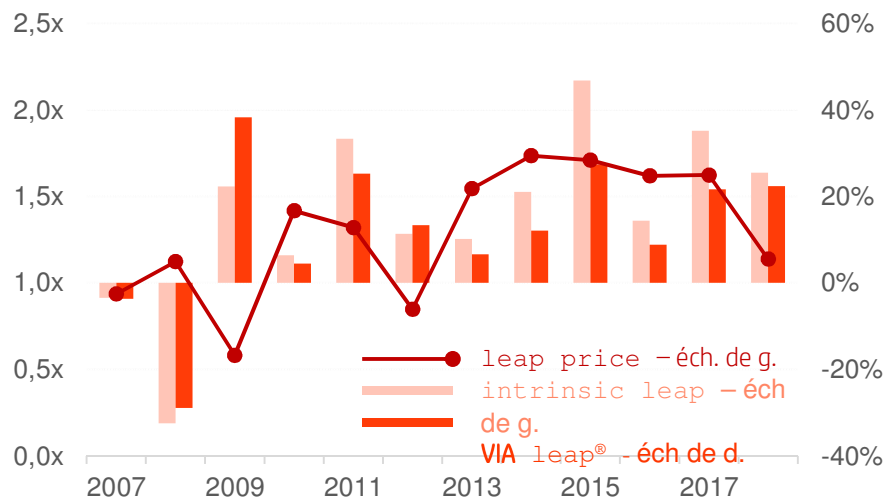


VIA leap[®] – FOOD FOR THOUGHT...

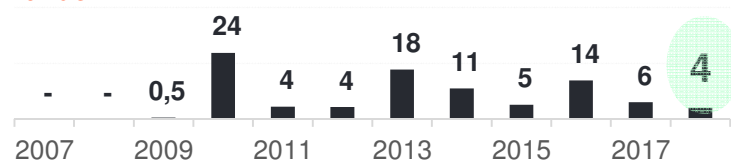
Importance du prix payé

Le point d'entrée influe significativement sur la rentabilité économique de l'investissement

leap price, intrinsic leap, VIA leap[®] et leap multipliers



Temps (en années) pour doubler le cash investi de départ en leap value



VIA leap® – LA TECHNOLOGIE

Un outil unique pour mesurer la création de valeur d'un portefeuille du point de vue de l'investisseur

listed

Pour toutes les sociétés cotées :

- Prise en compte **dynamique des multiples d'entrée et de sortie**, du change et de la fiscalité applicable, des données historiques et estimées

equity

- Recomposition de chaque élément inhérent à la **mécanique de création de valeur**
- **Gestion avancée des opérations sur titres et bilans** (M&As, splits, spin-off, paiement de dividendes, relution, dilution, etc.)

accounting

Technologie VIA de « **big fundamental data** » avec :

- plus de **3 000 modèles financiers propriétaires** (P&L, bilan, cash-flow)
- plus de **1 000 000 de points de données** par jour
- **normalisation comptable** systématique, assurant comparabilité et « réalisme économique »

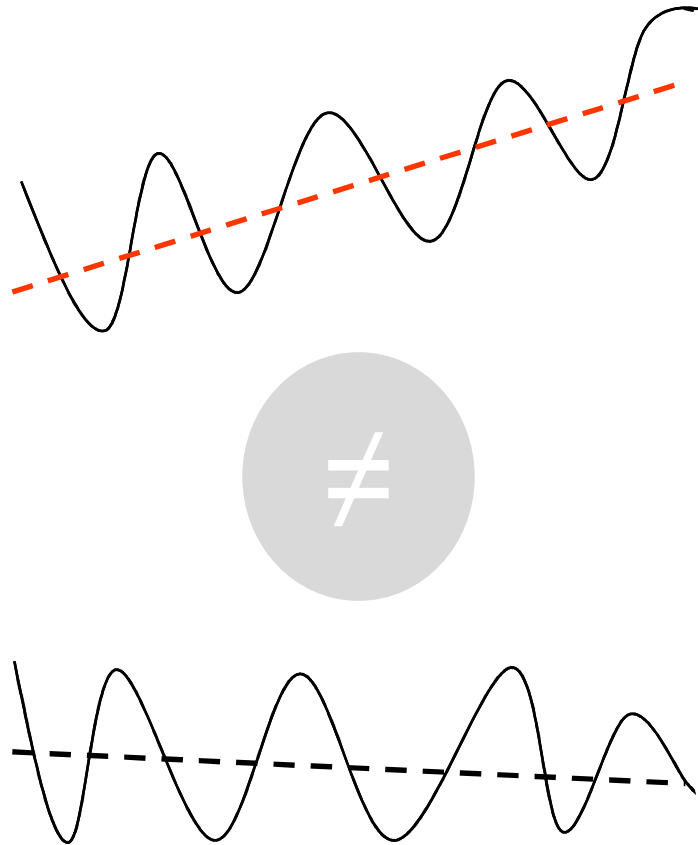
performance

Mesure de la création de valeur d'une société ou d'un portefeuille, indépendamment :

- des variations quotidiennes
- de l'**horizon**, de la durée
- de la fréquence de **rotation**
- du nombre de sous-jacents
- des industries ou régions
- des **normes comptables** ou de la fréquence de reporting
- etc.

VIA leap[®] – CONCLUSION : COURT TERME VS. LONG TERME

Capacité de prédiction ou maximisation de la création de valeur sur le cycle

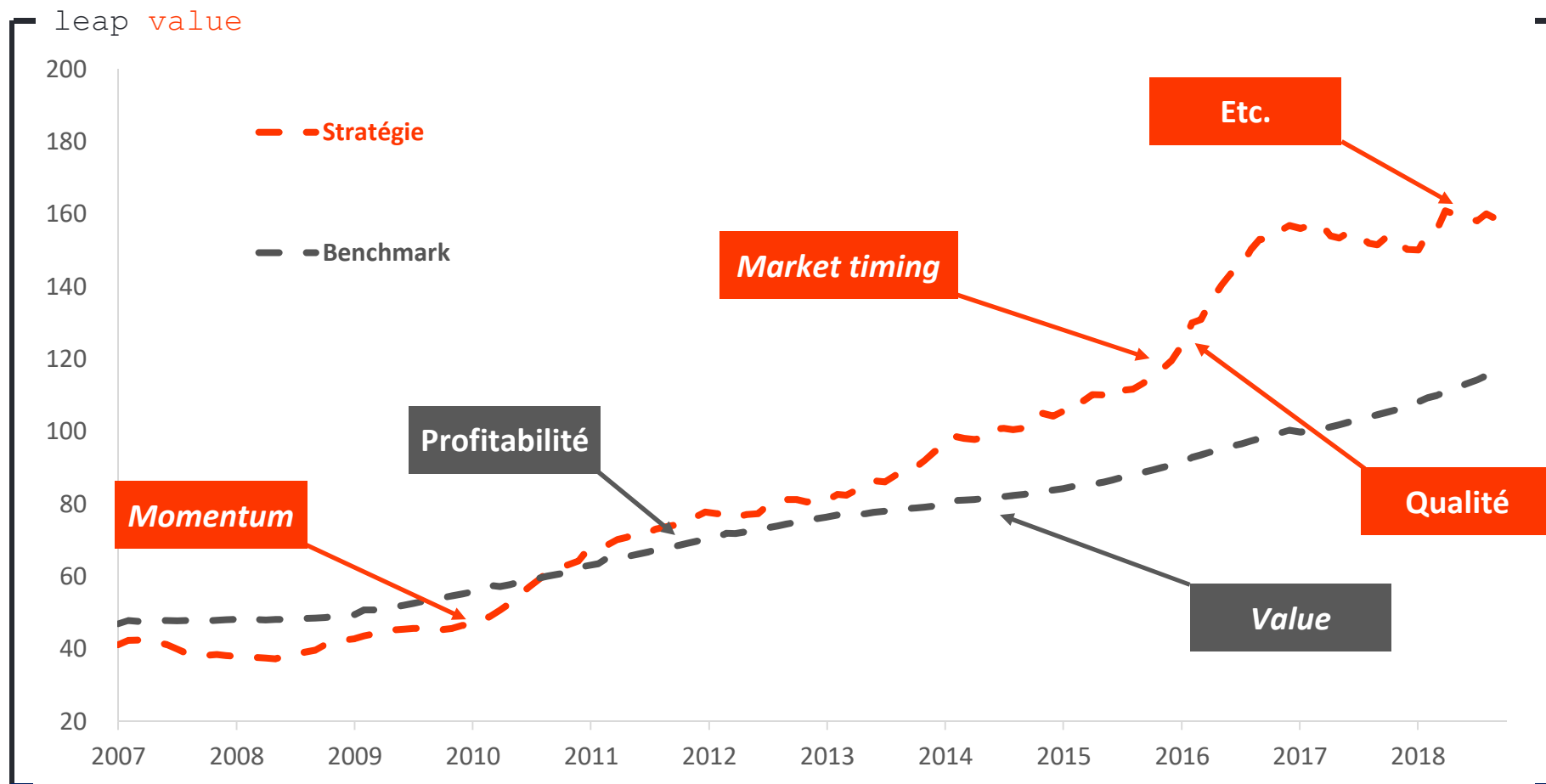


LA MÉCANIQUE PLUTÔT QUE LA STATISTIQUE !

- **A court terme**, pour être sûr de gagner de l'argent avec les actions, il faut être en mesure de « prédire » les fluctuations de marchés ou avoir de la chance !
- **A long terme**, la création de valeur réalisée est le premier moteur de la performance, presque en dehors des mouvements de marché
- Malheureusement, le « long terme », ce n'est pas 3 ou 5 ans mais plus de 10 ans, avec **un effet du multiple de sortie** inversement proportionnel à la durée

VIA leap® – LA SYNTHÈSE DES FACTEURS DE PERFORMANCE

Tous les styles de gestion peuvent être mesurés et la plupart des facteurs ont un impact



Sources: VIA AM, Bloomberg

Les métriques leap sont calculées en utilisant la donnée normalisée lorsque celle-ci est disponible. Dans le cas contraire, les équivalents comptables sont pris en compte pour la stratégie et le benchmark.

VIA leap® – POINTS D'ATTENTION

Pas une opportunité d'arbitrage à court terme

1. Il faut bien prendre en compte **les ordres de grandeurs**. Le pourcentage de **création de valeur nette** est beaucoup moins important que **l'écart annuel du cours de Bourse**
2. Plus le **temps de détention** est court, plus le **multiple sortie** affecte la performance. (comme en *Private Equity*)
3. A **chaque rebalancement**, la performance des titres et les multiples d'entrée et de sortie ont un effet significatif
4. Plus la **concentration** du portefeuille et son **turnover** sont élevés, plus les effets marché et la chance ont un effet
5. Contrairement à la mesure de la performance du portefeuille, la mesure de la création de valeur est dépendante du timing d'investissement : **à chaque timing son reporting !**
6. **L'impact des taux d'intérêts** (frais financiers) sont bien pris en compte **en spot, mais pas en actualisation**



Solution

3- Le suivi de la Création de Valeur - *Reporting*

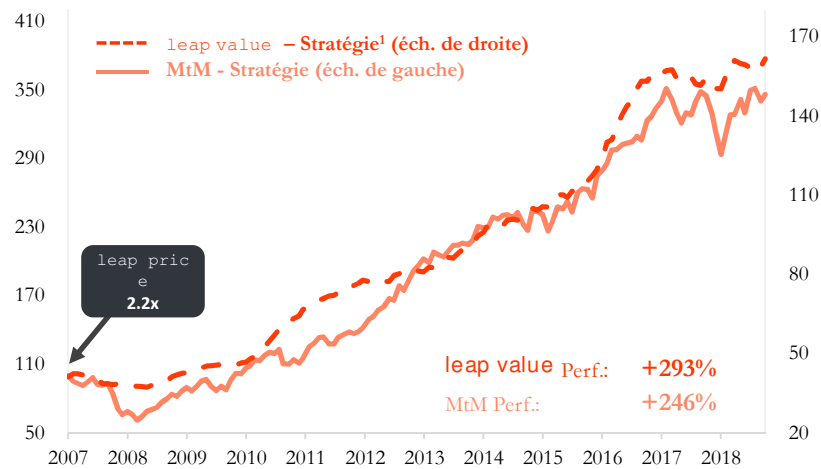
- **Mise en perspective** : offrir une autre mesure que le *MtM...*
- **Opportunités** : ... pour bénéficier de la totalité du cycle de performance

VIA leap[®] REPORTING – VIA SMART EQUITY US (1/2)

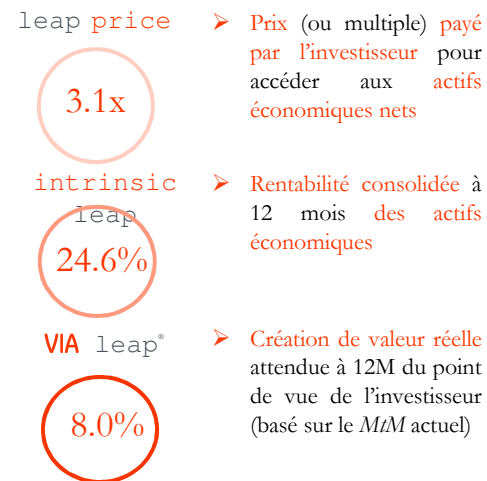
Un suivi mensuel de la création de valeur – au 30/09/2019

Avec ce reporting, nous essayons d'offrir une mesure de **création de valeur réelle pour l'investisseur...**
 ...comme alternative à l'habituel et parfois perturbant *Mark-to-Market*.

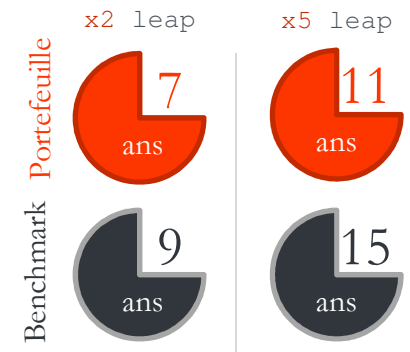
leap value



leap metrics

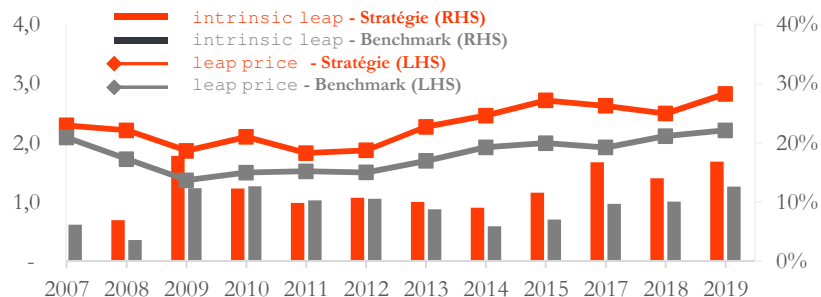


leap multipliers*



*Durée pour que l'investissement initial en cash double ou quintuple en terme de *leap value* cumulée (toutes choses égales par ailleurs)

leap price et intrinsic leap



leap fundamentals

	Profitabilité		Evaluation		Asset Multiple	
	RoE Accounting	RCR Econ.	PE Accounting	PE Econ.	P/B Accounting	FEV/ECI Econ.
Strat.	21.5%	27.8%	13.9	15.6	3.7	3.2
Bench.	17.4%	19.1%	17.3	18.1	2.8	2.9

leap case

ORACLE

United States leap price 4.2x

Infra. Soft. intrinsic leap 58%

Market Cap. \$ 180bn VIA leap[®] 14.0%

- Resélectionné ce mois sur un bon RCR (33%) et un PER économique raisonnable (20x)
- Actifs largement liés à des intangibles (>50%), capitalisés en investissements R&D (15% du CA)

Sources : VIA AM, Bloomberg. Les métriques sont calculées en utilisant la donnée normalisée lorsque celle-ci est disponible. Dans le cas contraire, les équivalents comptables sont pris en compte pour la stratégie et le benchmark.

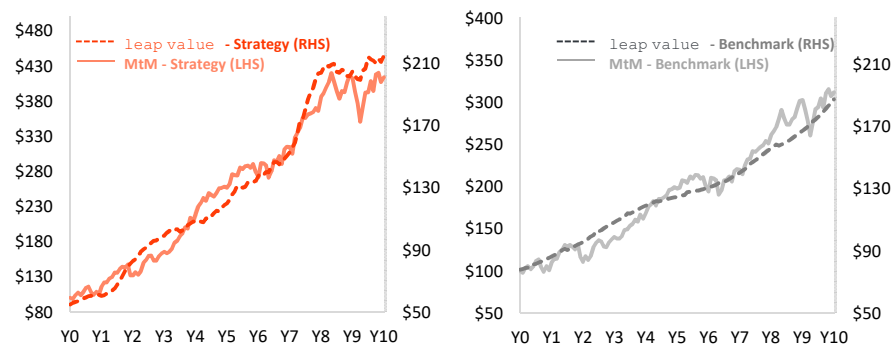
VIA leap[®] REPORTING – VIA SMART EQUITY US (2/2)

Un suivi mensuel de la création de valeur – au 30/09/2019

Mesurer la création de valeur **dépend largement du leap price et de la période de détention**. Nous simulons donc plusieurs période, en commençant 10 et 5 ans en arrière, avec 100\$ investis en début de période

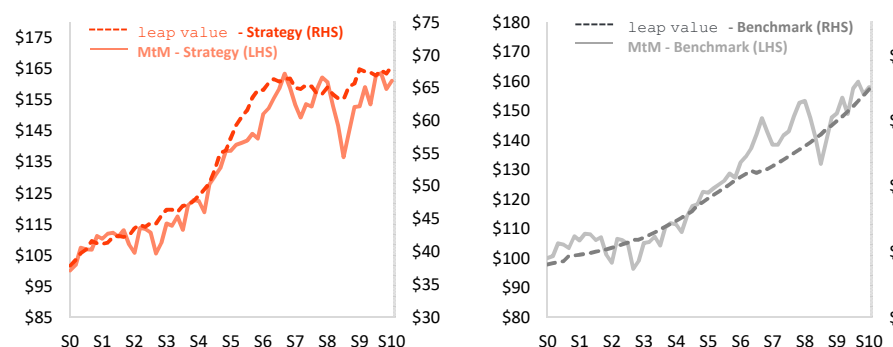
- La ligne pointillée représente la **leap value** cumulée, alors que la ligne pleine correspond au MtM du portefeuille (et de son benchmark)
 - Nous centrons la **leap value** cumulée sur la trajectoire en MtM afin de donner une idée de la position actuelle
- Les tableaux mettent en lumière la valeur cumulée (en dollars), par an (ou semestre) et au cours de toute la période

▪ Départ il y a **10 ans** – Date de début : 30/09/2009



Années		price	Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5	Y6	Y7	Y8	Y9	Y10	TOT.
Stratégie	Market Value	1.8x	\$100	116	132	165	219	257	271	314	386	412	413	\$413
	leap value		\$55	60	83	99	108	120	137	153	204	205	215	\$215
				+16	+16	+34	+54	+38	+15	+43	+72	+26	+1	+\$313
				+6	+22	+16	+9	+12	+18	+15	+51	+1	+10	+\$160
Benchmark	Market Value	1.3x	\$100	110	110	140	168	197	194	220	261	302	312	\$312
	leap value		\$78	86	96	108	119	125	131	140	156	167	188	\$188
				+10	+1	+29	+28	+29	-3	+26	+41	+41	+9	+\$212
				+8	+9	+13	+11	+6	+6	+10	+16	+11	+20	+\$110

▪ Départ il y a **5 ans** – Date de début : 29/09/2014



Semestres		price	S0	S1	S2	S3	S4	S5	S6	S7	S8	S9	S10	TOT.
Stratégie	Market Value	2.6x	\$100	110	106	115	122	138	150	153	161	153	161	\$161
	leap value		\$38	41	44	46	49	57	65	65	65	68	68	\$68
				+10	-5	+9	+7	+16	+12	+3	+7	-8	+8	+\$61
				+3	+2	+3	+2	+9	+7	+0	+0	+3	+1	+\$31
Benchmark	Market Value	1.9x	\$100	106	98	105	111	122	132	138	153	149	158	\$158
	leap value		\$53	55	56	57	60	63	66	68	71	75	80	\$80
				+6	-8	+7	+6	+11	+10	+6	+15	-4	+9	+\$58
				+1	+1	+2	+3	+3	+3	+2	+3	+4	+5	+\$27

Sources : VIA AM, Bloomberg. Les métriques sont calculées en utilisant la donnée normalisée lorsque celle-ci est disponible. Dans le cas contraire, les équivalents comptables sont pris en compte pour la stratégie et le benchmark.

Annexes

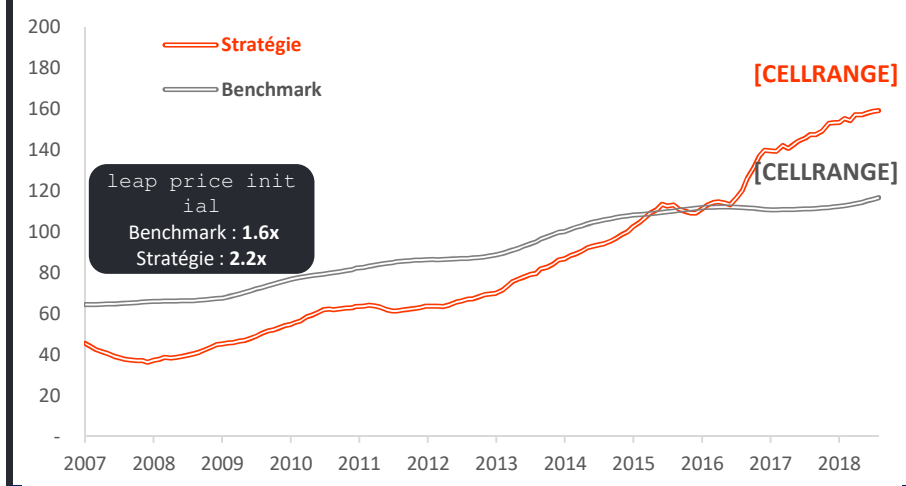
L'exemple des stratégies VIA

- **Graphique et statistiques** : sur l'ensemble des stratégies actions
- **Reporting** : sur l'ensemble des stratégies actions

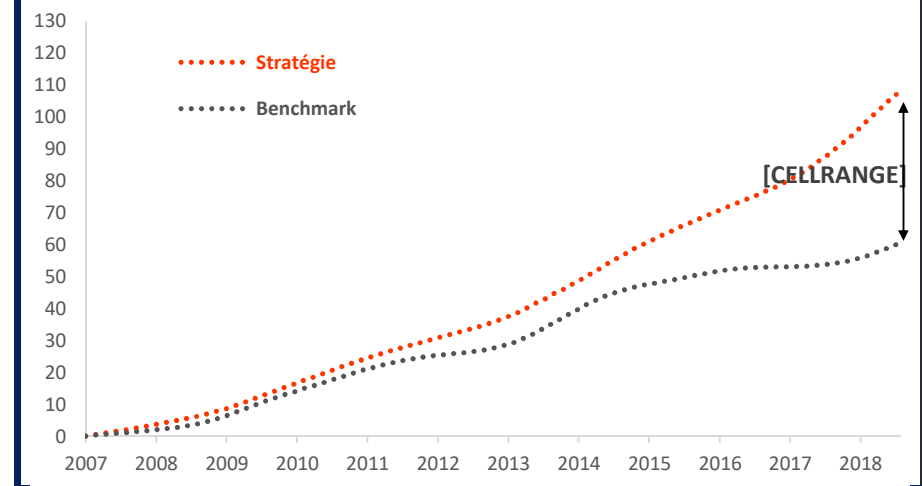
VIA leap[®]

VIA Smart-Equity Europe – du 31/12/2007 au 30/7/2019

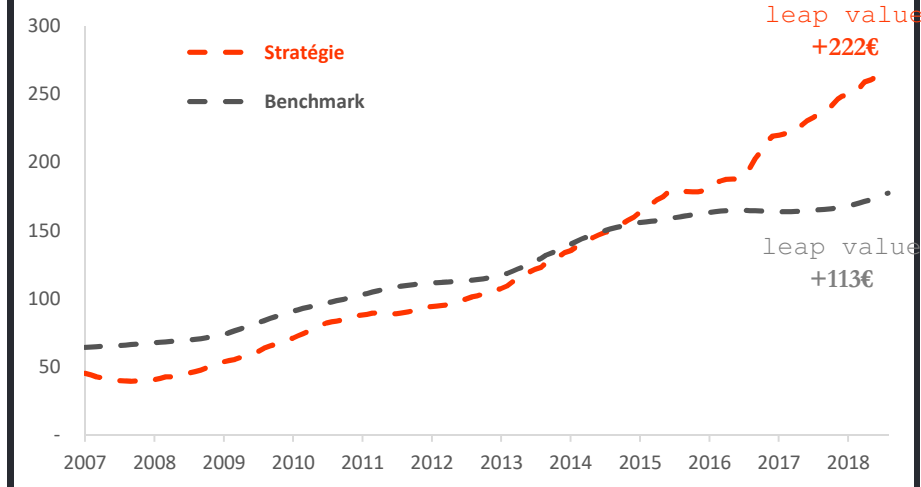
Actif Economique Net et performance : l'effet leap price



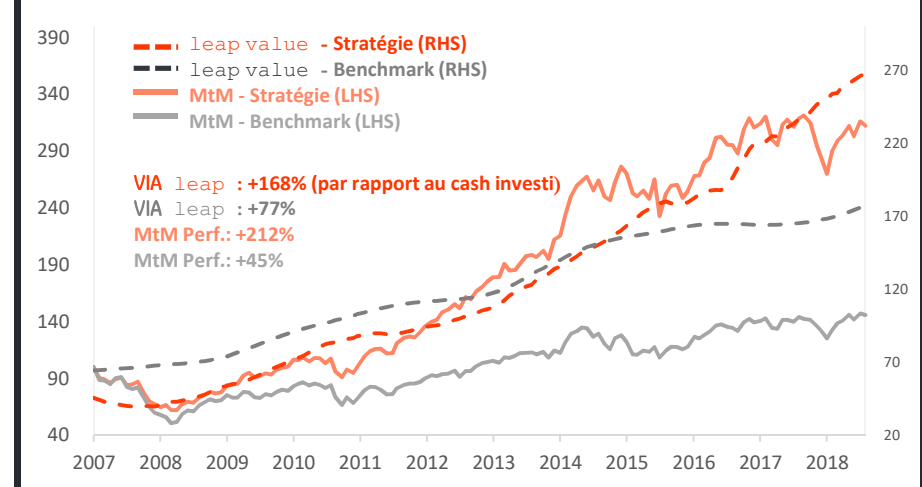
Création de valeur nette : l'effet intrinsic leap



leap value

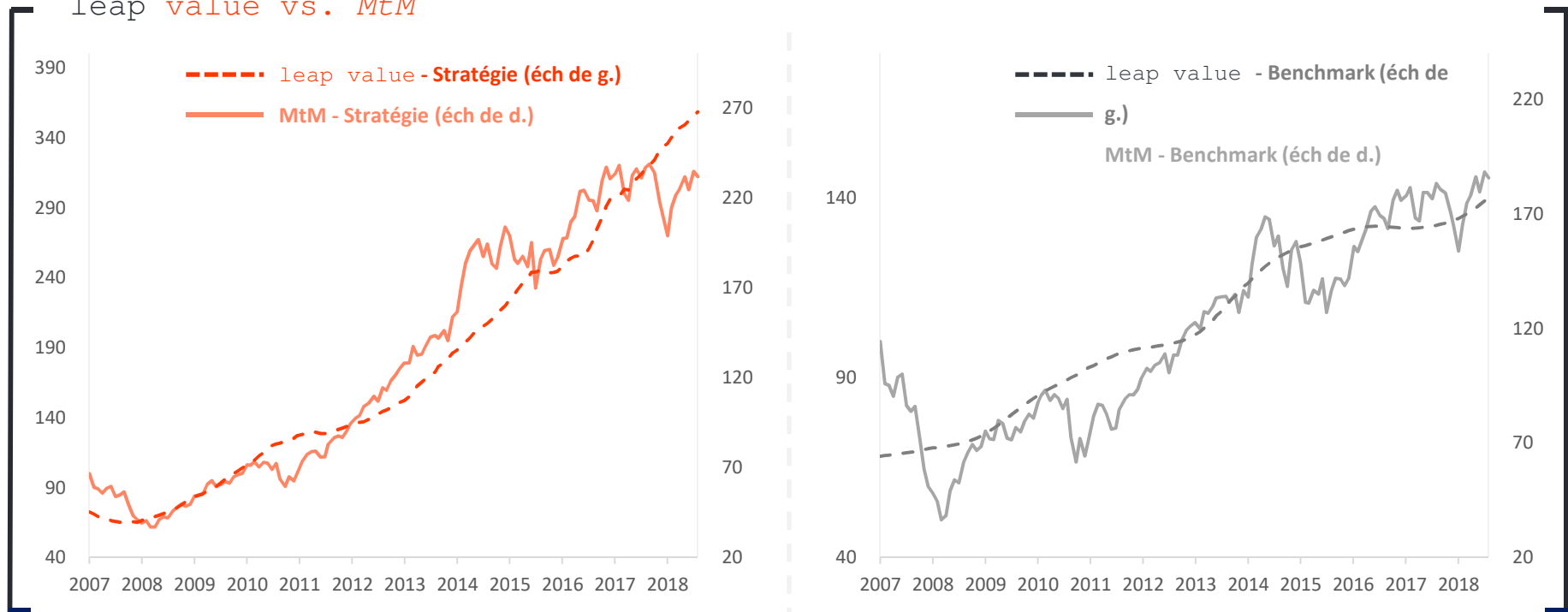


leap value vs. MtM



Sources : VIA AM, Bloomberg. Les métriques sont calculées en utilisant la donnée normalisée lorsque celle-ci est disponible. Dans le cas contraire, les équivalents comptables sont pris en compte pour la stratégie et le benchmark.

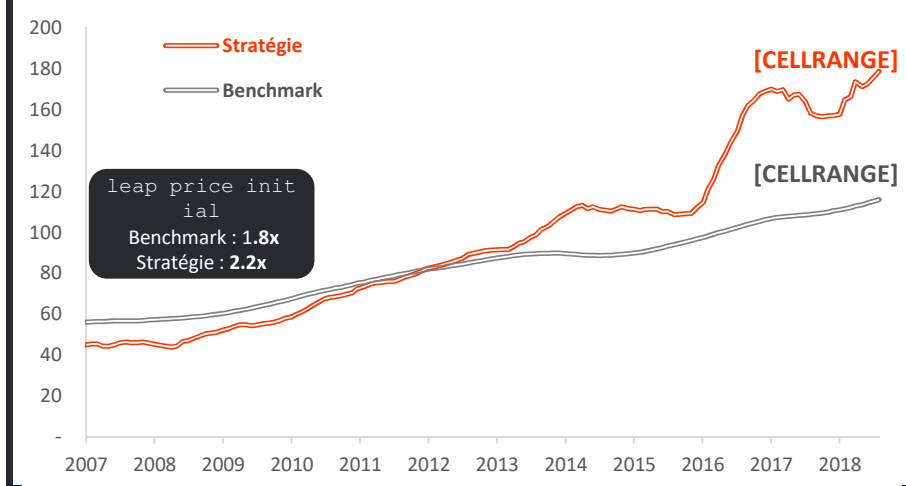
leap value vs. MtM



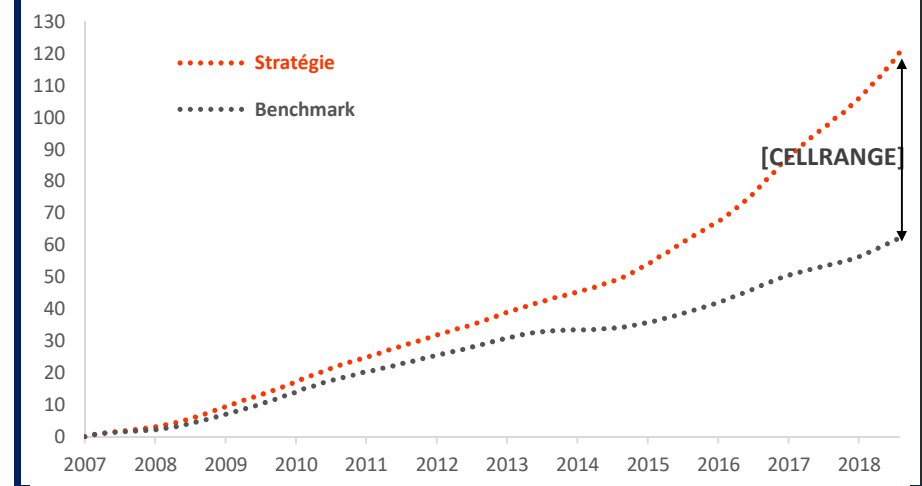
Sources : VIA AM, Bloomberg

Les métriques leap sont calculées en utilisant la donnée normalisée lorsque celle-ci est disponible. Dans le cas contraire, les équivalents comptables sont pris en compte pour la stratégie et le benchmark.

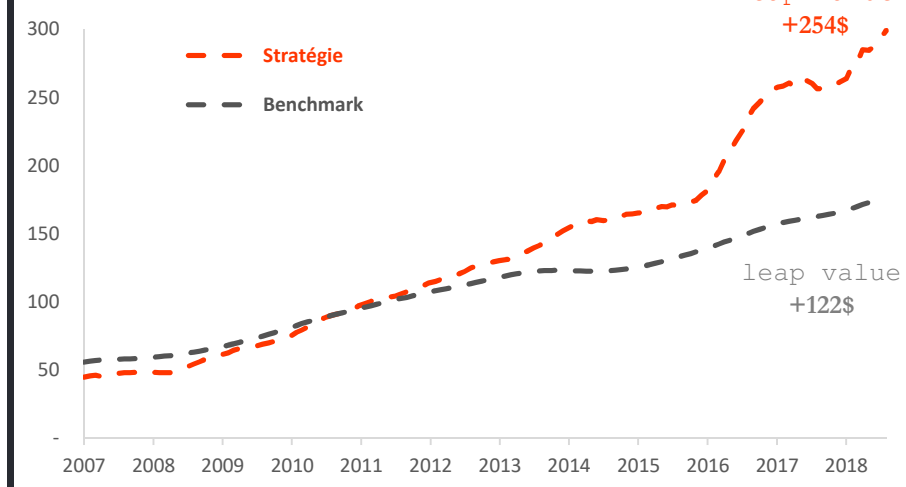
Actif Economique Net et performance : l'effet **leap price**



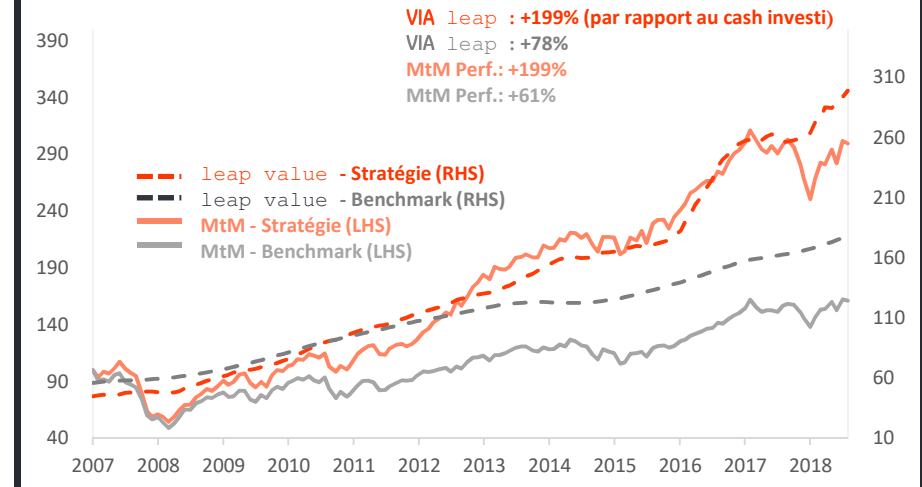
Création de valeur nette : l'effet **intrinsic leap**



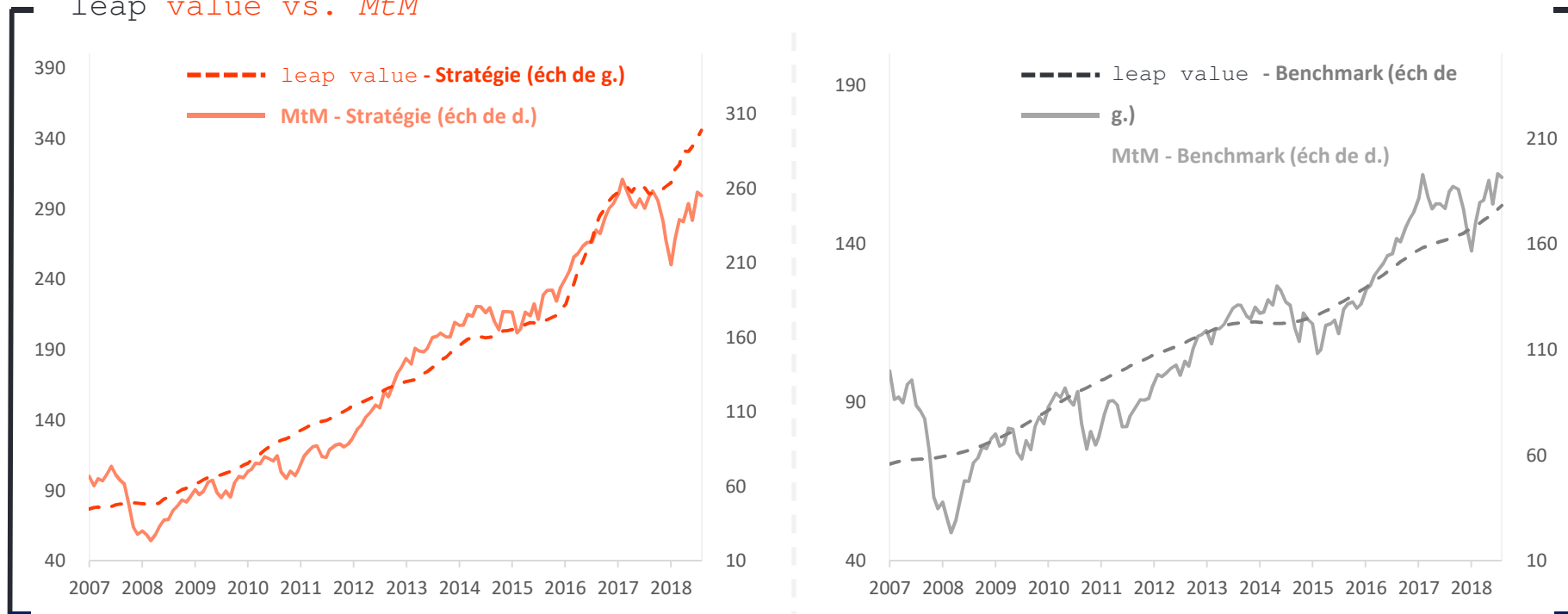
leap value



leap value vs. MtM



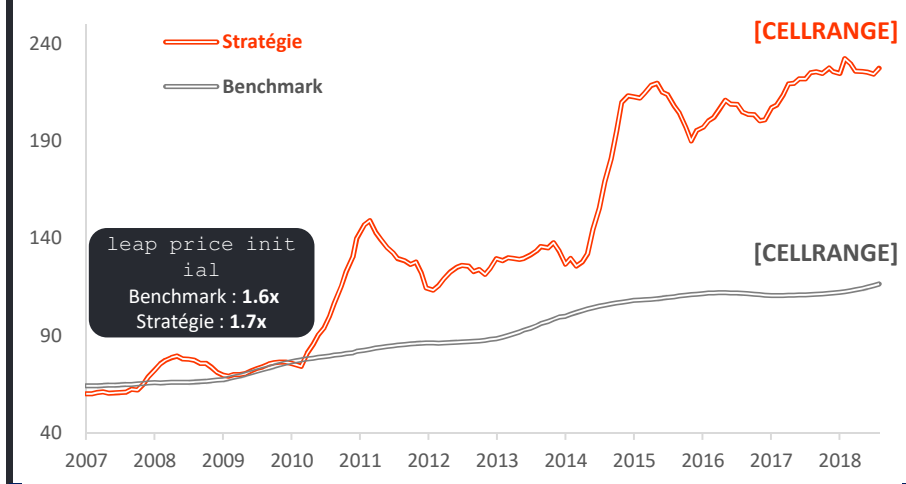
leap value vs. MtM



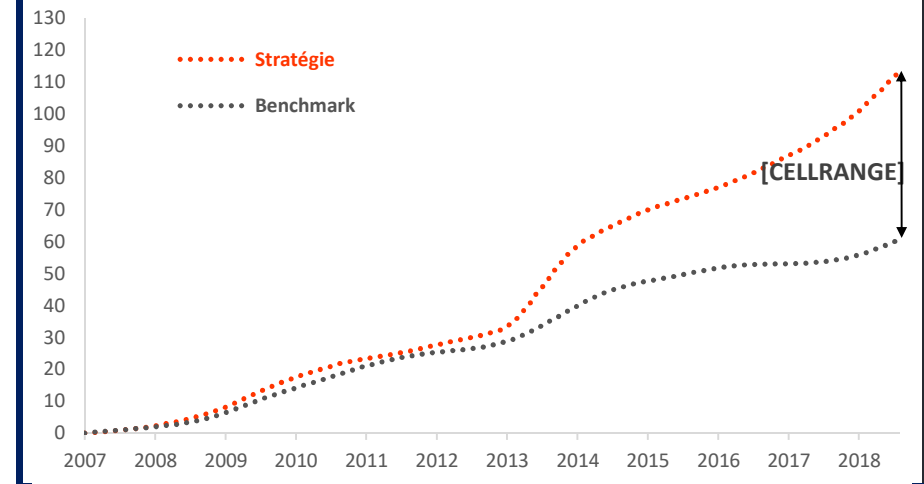
Sources : VIA AM, Bloomberg

Les métriques leap sont calculées en utilisant la donnée normalisée lorsque celle-ci est disponible. Dans le cas contraire, les équivalents comptables sont pris en compte pour la stratégie et le benchmark.

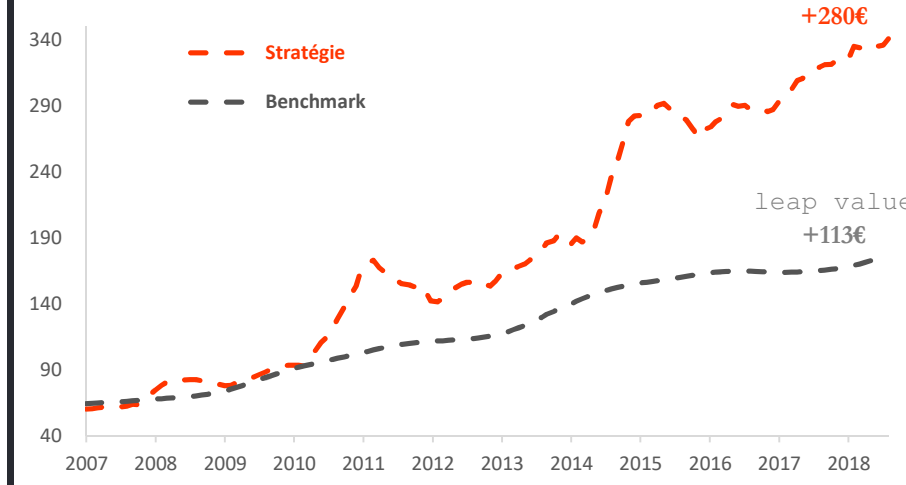
Actif Economique Net et performance : l'effet **leap price**



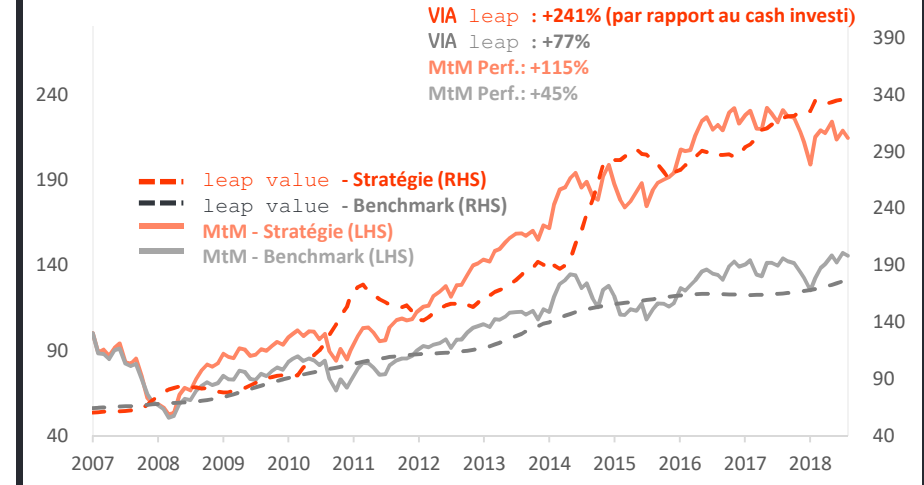
Création de valeur nette : l'effet **intrinsic leap**



leap value

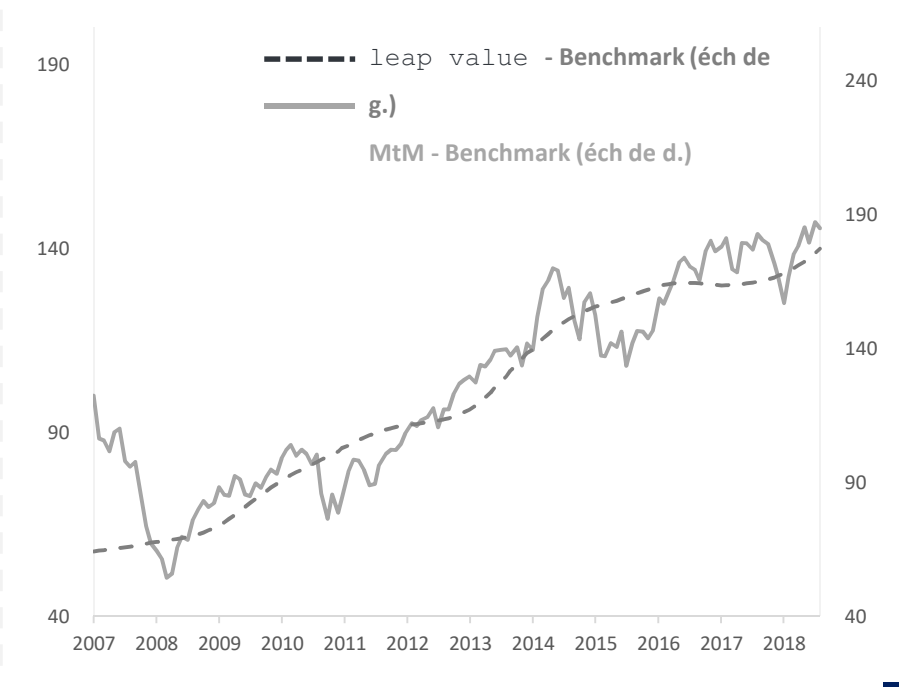
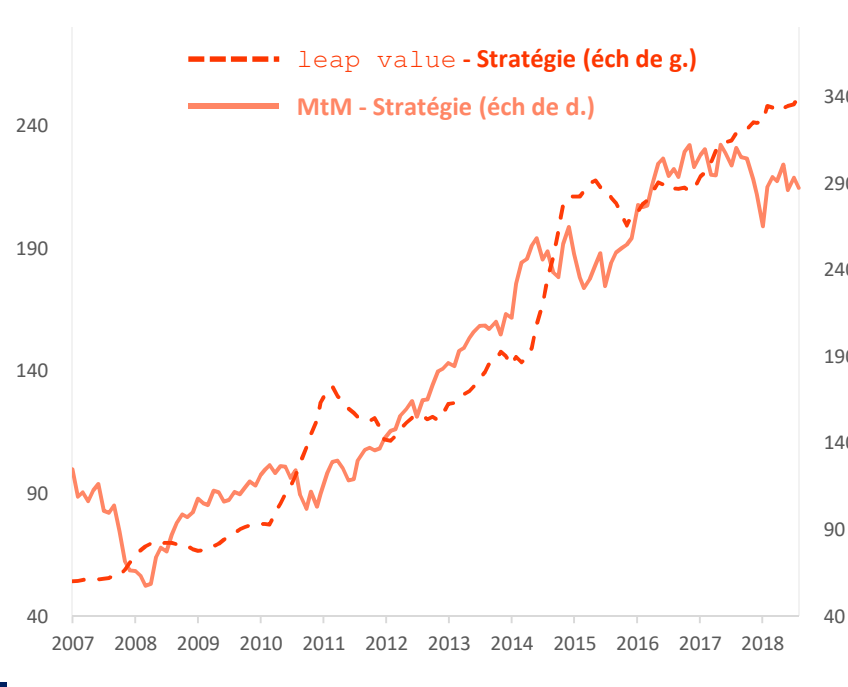


leap value vs. MtM



Sources : VIA AM, Bloomberg. Les métriques sont calculées en utilisant la donnée normalisée lorsque celle-ci est disponible. Dans le cas contraire, les équivalents comptables sont pris en compte pour la stratégie et le benchmark.

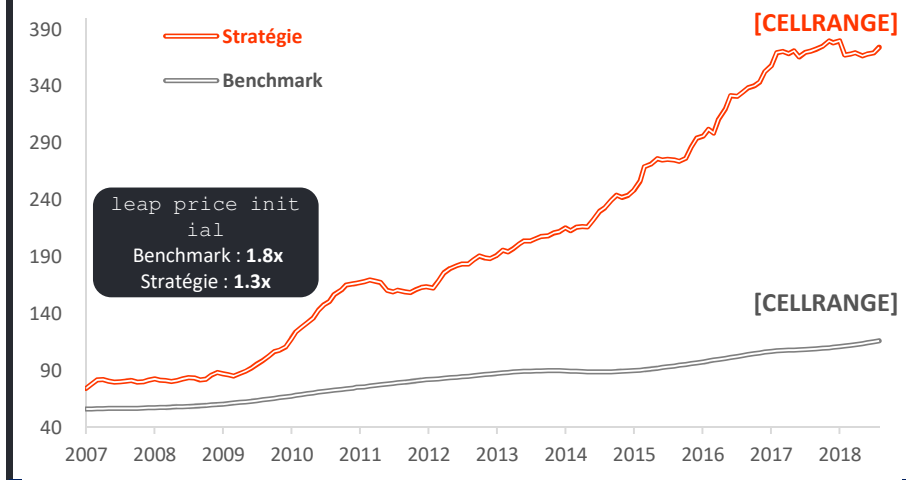
leap value vs. MtM



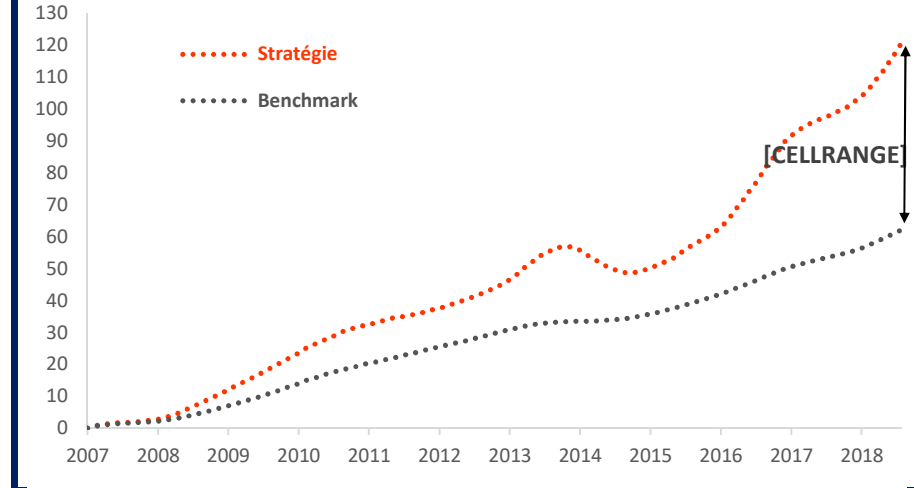
Sources : VIA AM, Bloomberg

Les métriques leap sont calculées en utilisant la donnée normalisée lorsque celle-ci est disponible. Dans le cas contraire, les équivalents comptables sont pris en compte pour la stratégie et le benchmark.

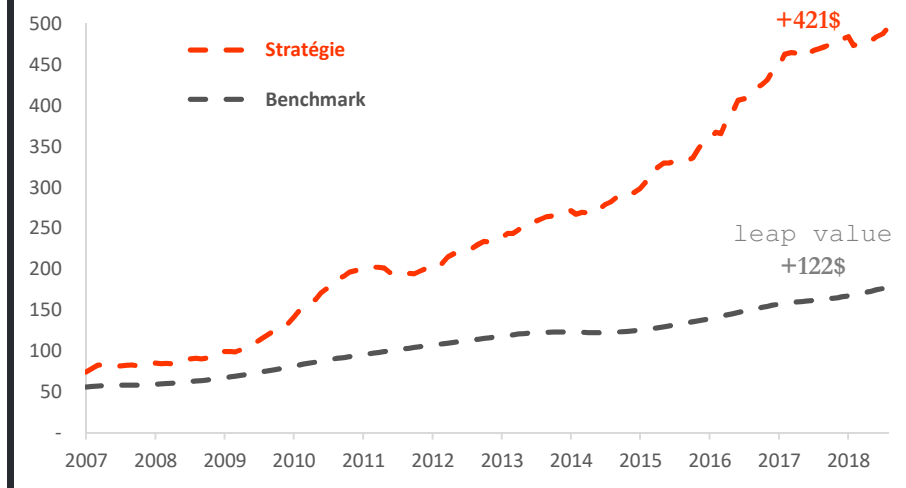
Actif Economique Net et performance : l'effet **leap price**



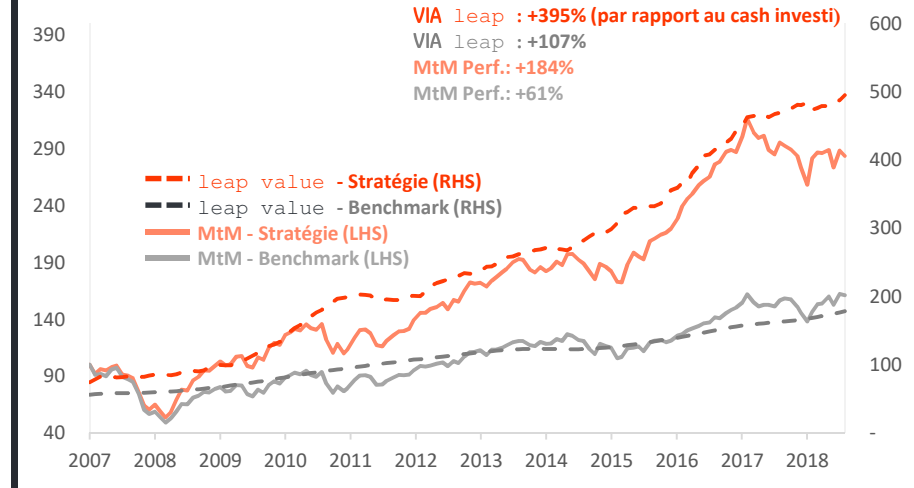
Création de valeur nette : l'effet **intrinsic leap**



leap value

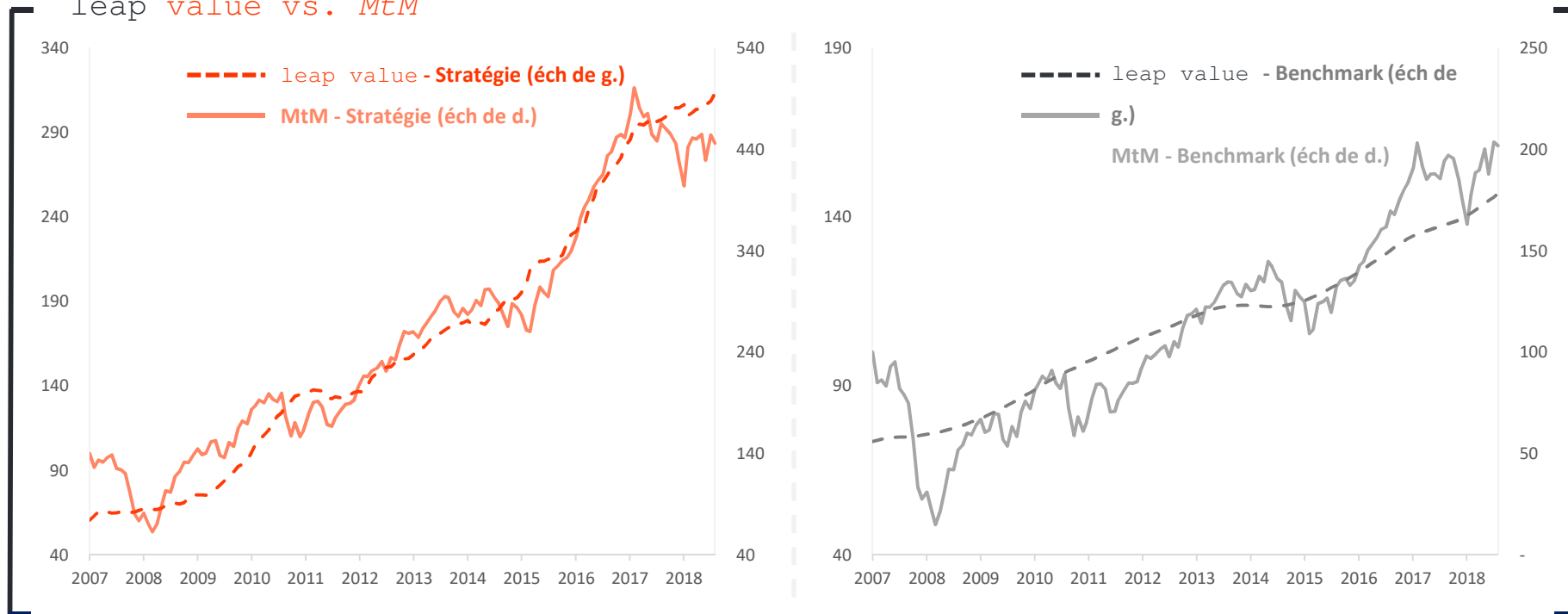


leap value vs. MtM



Sources : VIA AM, Bloomberg. Les métriques sont calculées en utilisant la donnée normalisée lorsque celle-ci est disponible. Dans le cas contraire, les équivalents comptables sont pris en compte pour la stratégie et le benchmark.

leap value vs. MtM



Sources : VIA AM, Bloomberg

Les métriques leap sont calculées en utilisant la donnée normalisée lorsque celle-ci est disponible. Dans le cas contraire, les équivalents comptables sont pris en compte pour la stratégie et le benchmark.

AVERTISSEMENT

Ce document a été préparé et publié par Veritas Investment Associates (VIA AM)*.

Ce document a seulement une vocation informative et ne constitue pas :

1. Une sollicitation d'achat ou de vente, ni ne peut servir de base ou de référence à un contrat ou un engagement quel qu'il soit ou
2. Un conseil d'investissement.

Ce document fait référence à certains instruments financiers (les « Instrument(s) Financier(s) ») autorisés et régulés dans leurs juridictions d'enregistrement.

Aucune action permettant l'offre Publique de ces instruments n'a été prise dans d'autres juridictions exceptées celles indiquées dans le prospectus le plus récent, tous les documents relatifs à l'offre ou à l'information, en fonction des règles établies, des Instruments Financiers concernés où une telle action serait requise, en particulier les Etats-Unis d'Amérique, pour des citoyens américains (tels que définis par la « Regulations of the United States Securities Act of 1933 »). Avant toute souscription dans un pays dans lequel de tels Instruments Financiers sont enregistrés, les investisseurs doivent vérifier s'il n'existe pas de contraintes légales ou des interdictions en lien avec la souscription, l'achat, la détention ou la vente de tels Instruments Financiers.

Les investisseurs qui souhaitent souscrire les Instruments Financiers contenus dans ce document doivent lire très attentivement le prospectus le plus récent, ou tout autre document et informations et consulter le rapport financier le plus récent. Le prospectus, et tous les autres documents et informations des Instruments Financiers présentés dans ce document sont disponibles auprès de votre vendeur, s'il existe, ou de l'entité qui assure le marketing des Instruments Financiers mentionnés.

Plusieurs conflits d'intérêt réels ou potentiels peuvent provenir de l'ensemble des activités d'investissement des parties engagées en rapport aux Instruments Financiers, tels que leurs professionnels de l'investissement, leurs affiliés. En particulier, les contreparties ou leurs affiliés peuvent offrir de gérer d'autres véhicules d'investissement, dont les intérêts peuvent être différents de ceux des porteurs des Instruments Financiers contenus dans ce document.

Les opinions incluses dans ce document sont celles de VIA au moment indiqué et peuvent changer sans notice préalable. VIA n'est pas obligé de mettre à jour ou de modifier les informations et opinions contenues dans ce document. Les investisseurs doivent consulter leur propre conseil juridique, fiscal et comptable lié à leur domicile, avant d'investir dans les Instruments Financiers afin d'obtenir un avis indépendant de la faisabilité et des conséquences d'un investissement dans les instruments présentés dans ce document. Merci de noter que les différents Instruments Financiers présentés dans ce document incluent des degrés et types de risque différents et qu'il n'y a pas de garantie que l'un des investissements soit adapté, approprié ou rentable pour le client ou les perspectives du portefeuille d'investissement du client.

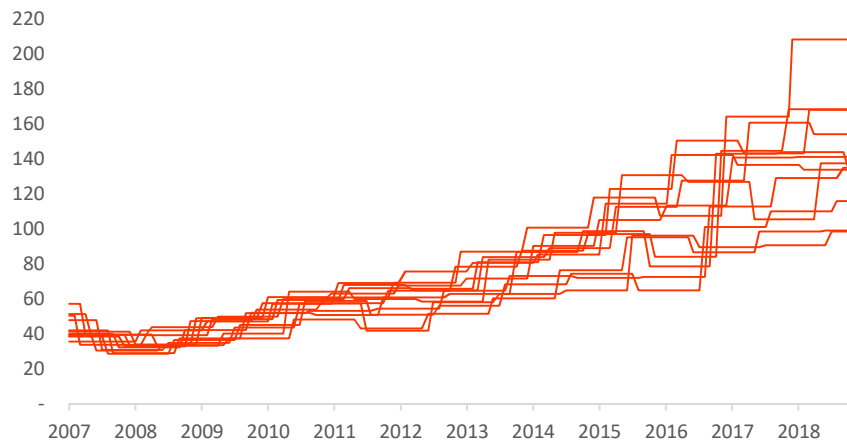
Etant donné les risques économiques et de marché, il n'existe pas de garantie que les Instruments Financiers atteignent leurs objectifs d'investissement respectifs. Les performances peuvent, entre autres, être affectées par les conditions matérielles des marchés financiers ou de l'économie, incluant les taux d'intérêts, les événements et les conditions de marché en général. Les différentes stratégies sur les Instruments Financiers peuvent avoir des effets significatifs sur les résultats présentés dans ce document. La performance passée n'est pas un bon indicateur de la performance future et la valeur des Instruments Financiers peut progresser aussi bien que baisser. Les investisseurs peuvent ne pas récupérer les sommes investies.

Les données de performance incluses dans ce document ne prennent pas en compte les commissions et les coûts engendrés par les créations, rédemptions et les taxes.

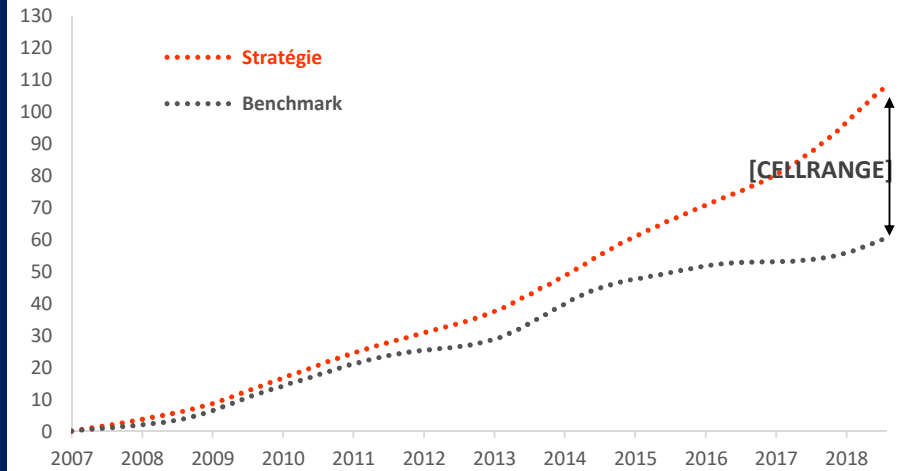
Le Représentant Suisse et Agent Payeur en Suisse est la Banque Eric Sturdza S.A, Rue du Rhône 112, P.O. Box 3024, CH-1211 Genève 3. Des copies du Prospectus, des KIIDs, des « Articles of Association », les rapports annuels et semi-annuels peuvent être obtenus sans frais auprès du siège du Représentant Suisse.

*VIA AM (Veritas Investment Associates) est une Société de Gestion enregistrée auprès de « l'Autorité des Marchés Financiers » (AMF) en France, sous le numéro GP-15000029 (le 13 novembre 2015). SAS au capital de 476 000 Euros dont le siège social est 25, place de la Madeleine 75008 Paris, France. RCS Paris 812 021 582 - Membre de l'Association Française de la Gestion Financière (AFG).

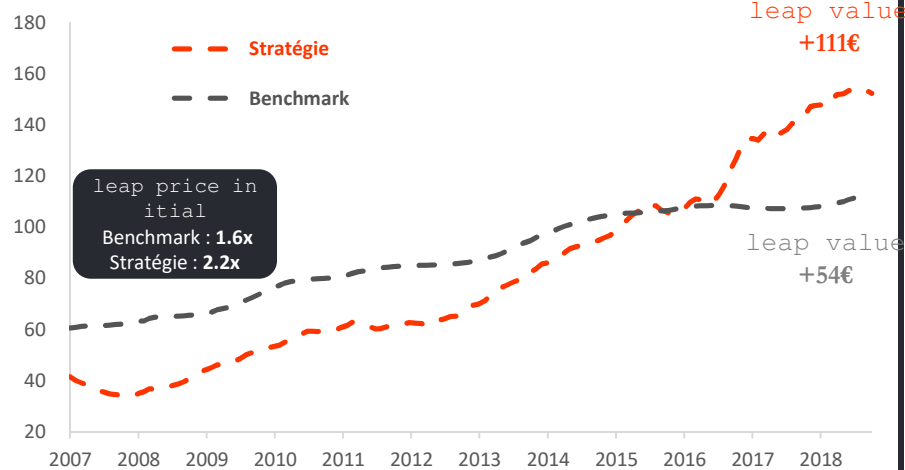
Actif Economique Net et performance : l'effet **leap price**



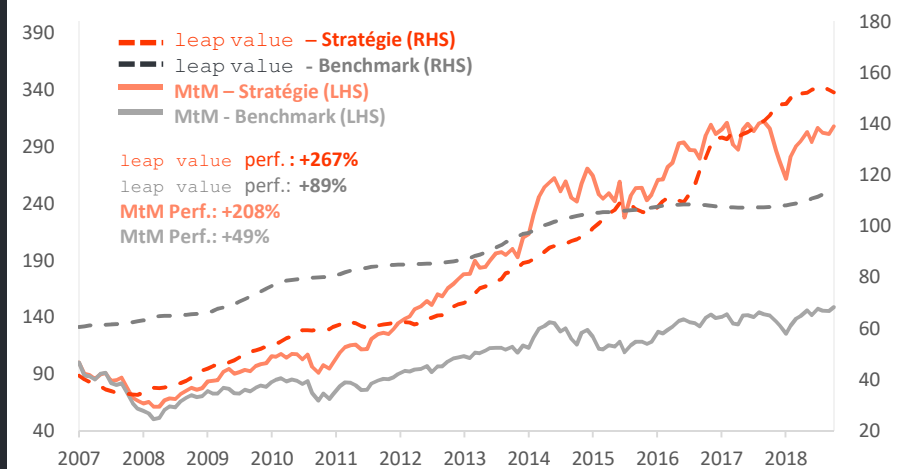
Création de valeur nette : l'effet **intrinsic leap**



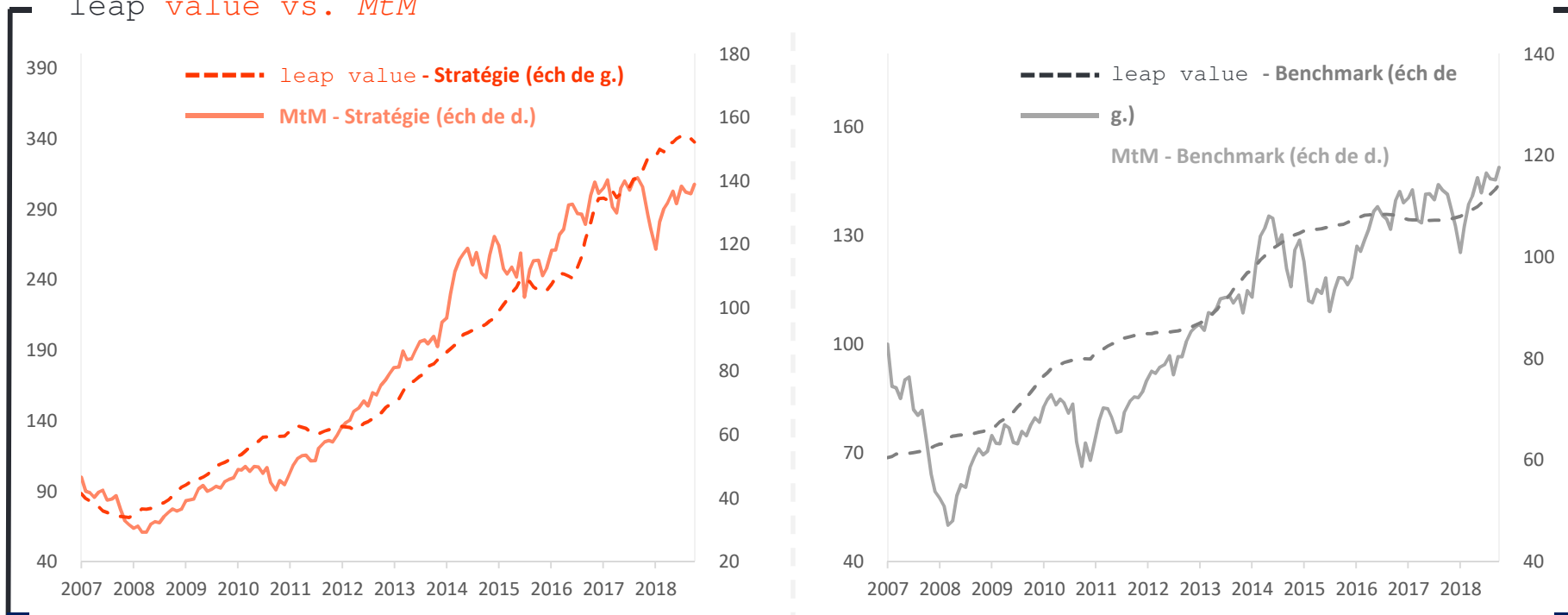
leap value



leap value vs. MtM



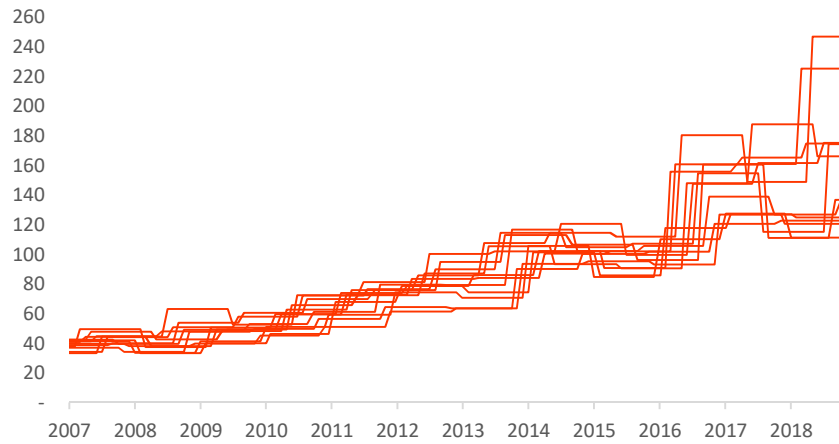
leap value vs. MtM



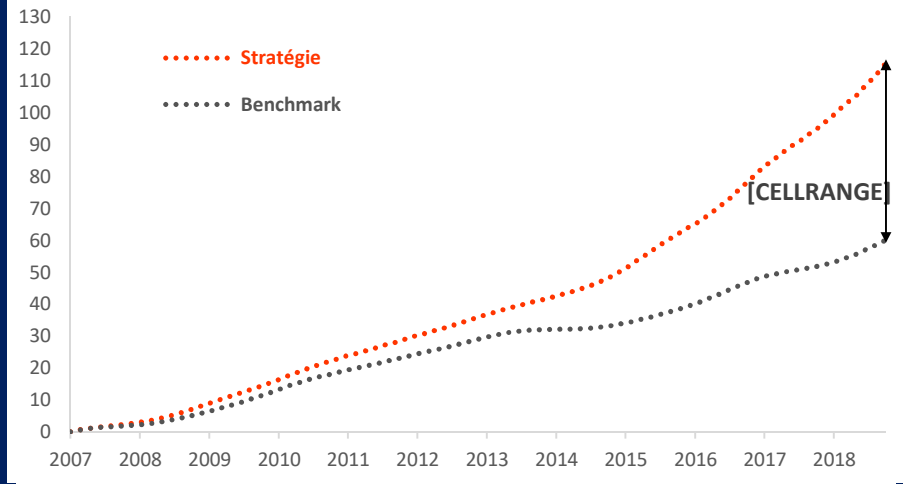
Sources : VIA AM, Bloomberg

Les métriques leap sont calculées en utilisant la donnée normalisée lorsque celle-ci est disponible. Dans le cas contraire, les équivalents comptables sont pris en compte pour la stratégie et le benchmark.

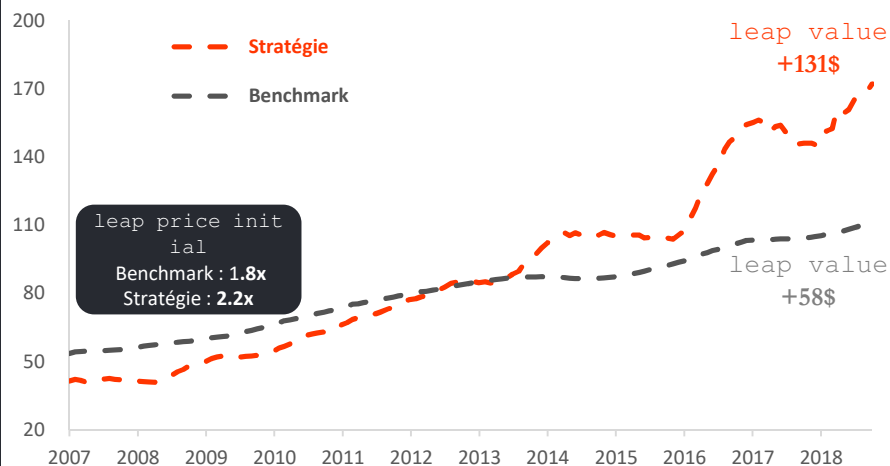
Actif Economique Net et performance : l'effet **leap price**



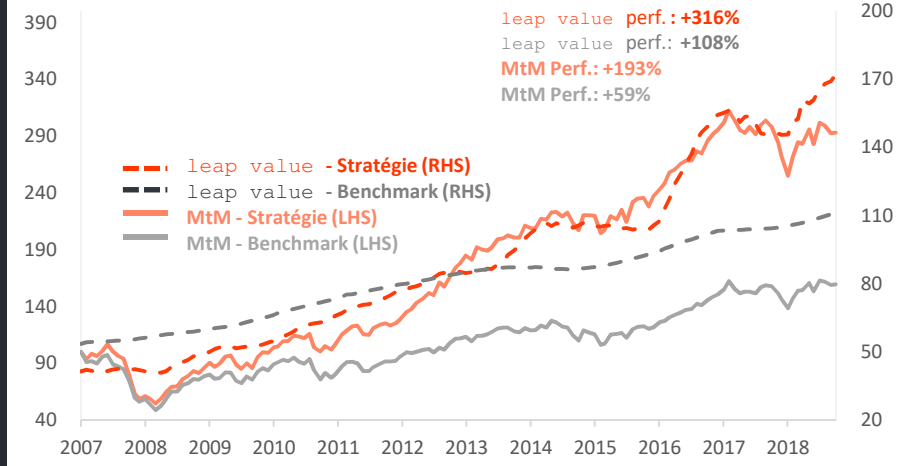
Création de valeur nette : l'effet **intrinsic leap**



leap value

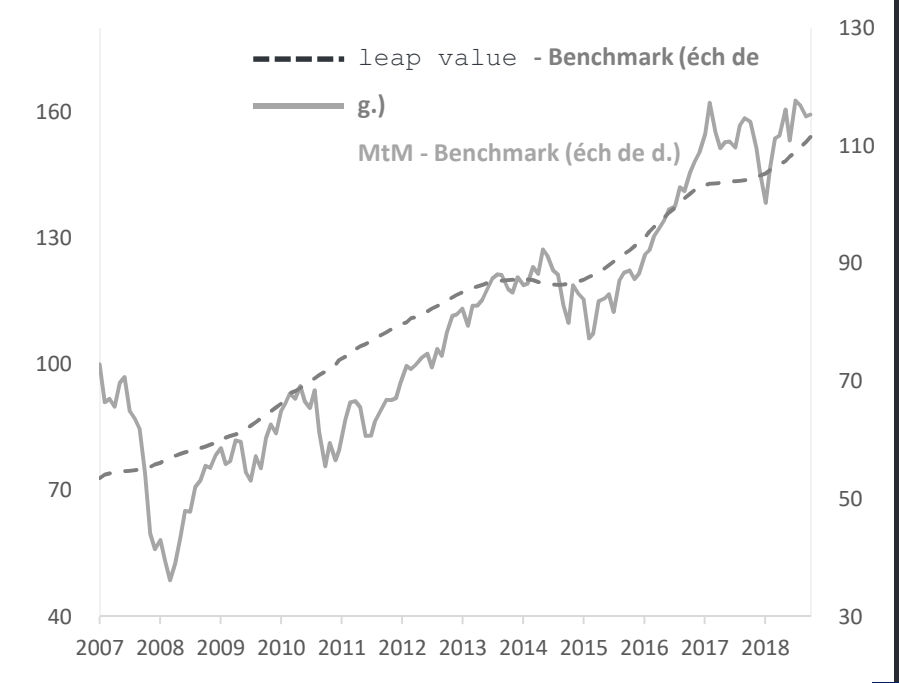
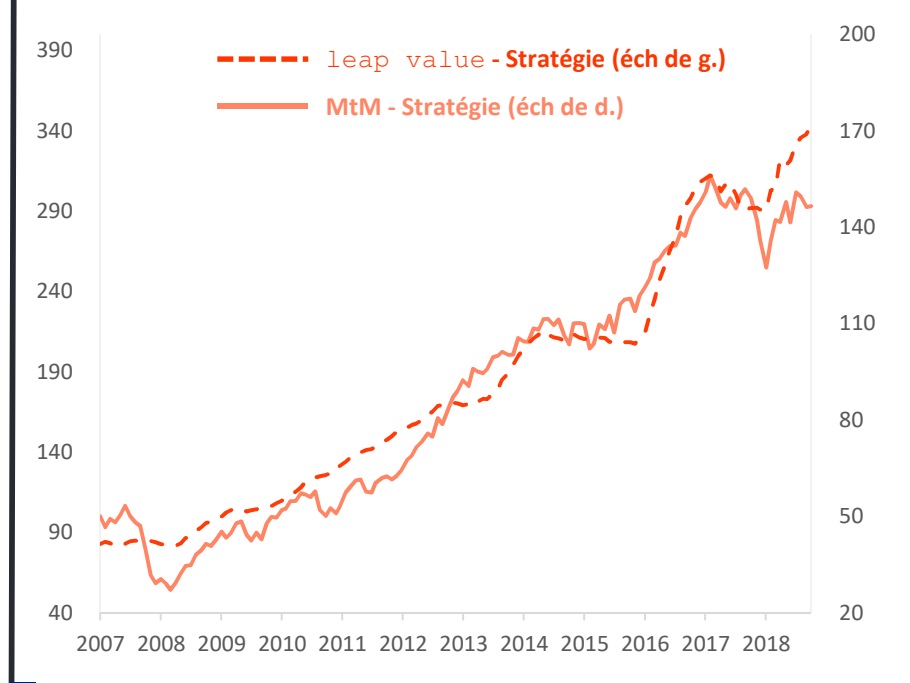


leap value vs. MtM



Sources : VIA AM, Bloomberg. Les métriques sont calculées en utilisant la donnée normalisée lorsque celle-ci est disponible. Dans le cas contraire, les équivalents comptables sont pris en compte pour la stratégie et le benchmark.

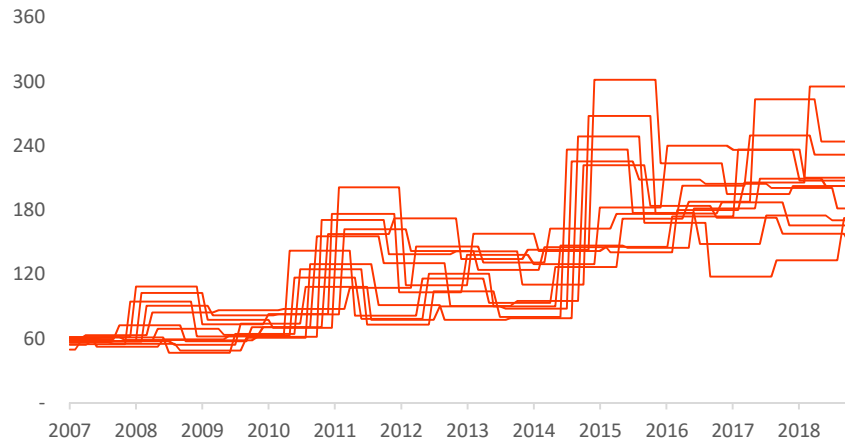
leap value vs. MtM



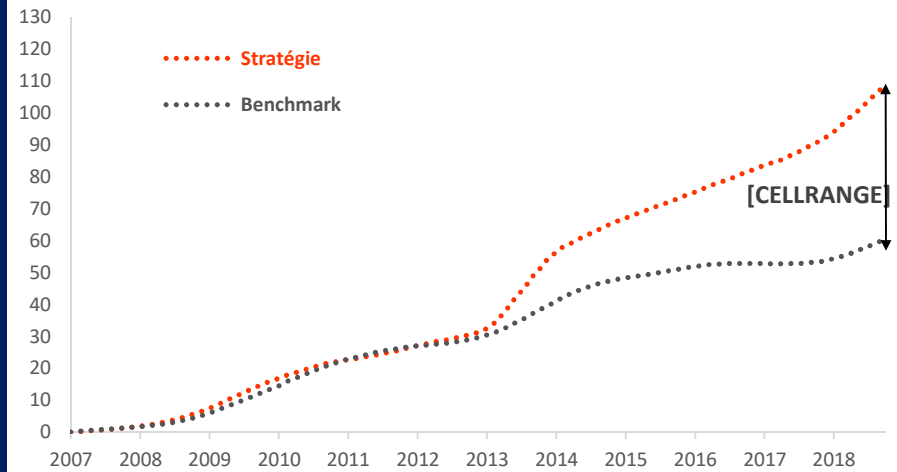
Sources : VIA AM, Bloomberg

Les métriques leap sont calculées en utilisant la donnée normalisée lorsque celle-ci est disponible. Dans le cas contraire, les équivalents comptables sont pris en compte pour la stratégie et le benchmark.

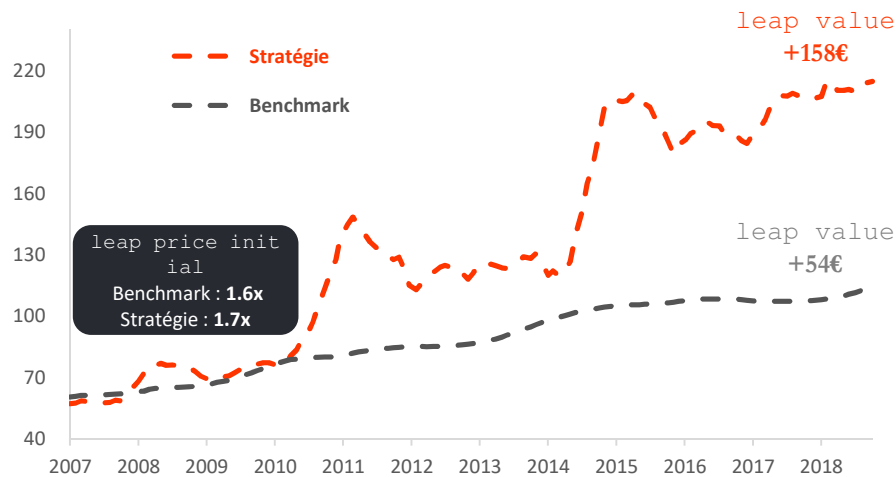
Actif Economique Net et performance : l'effet **leap price**



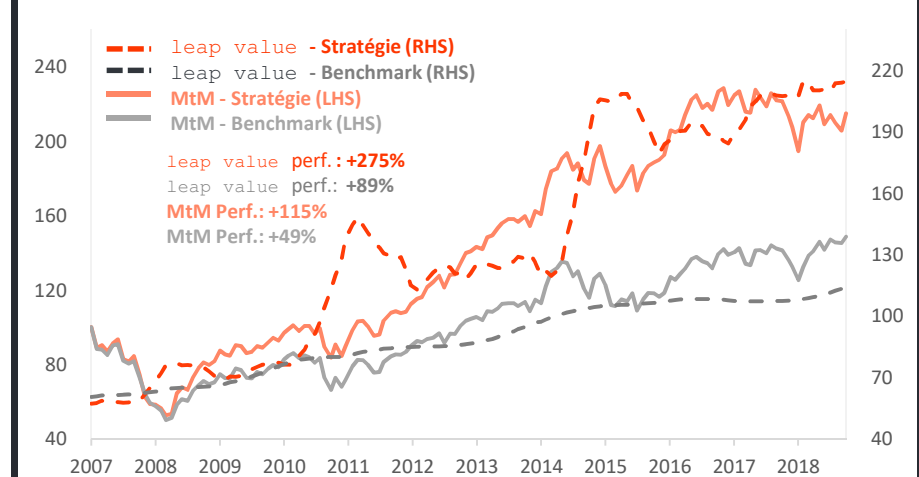
Création de valeur nette : l'effet **intrinsic leap**



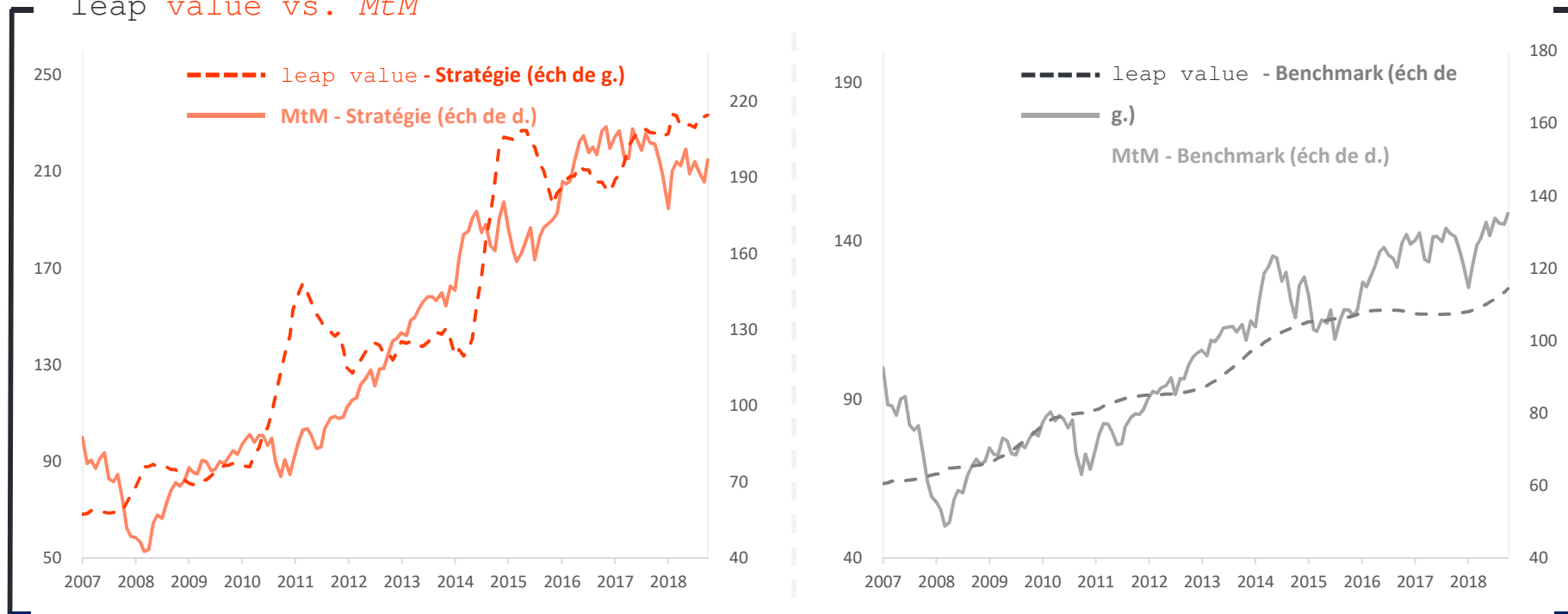
leap value



leap value vs. MtM



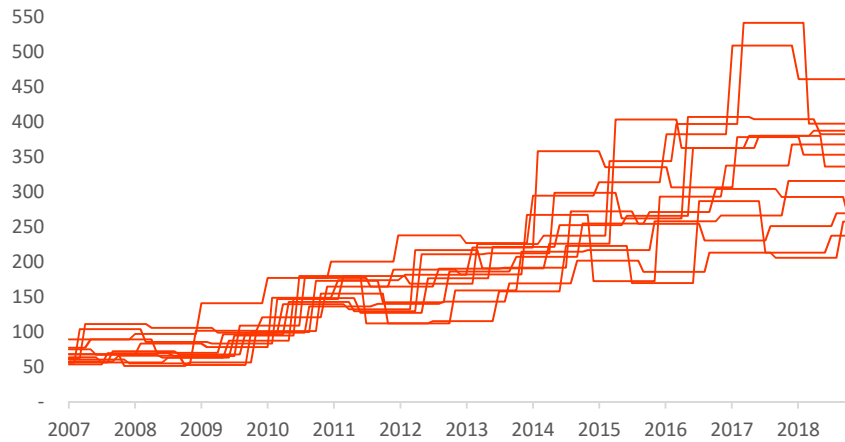
leap value vs. MtM



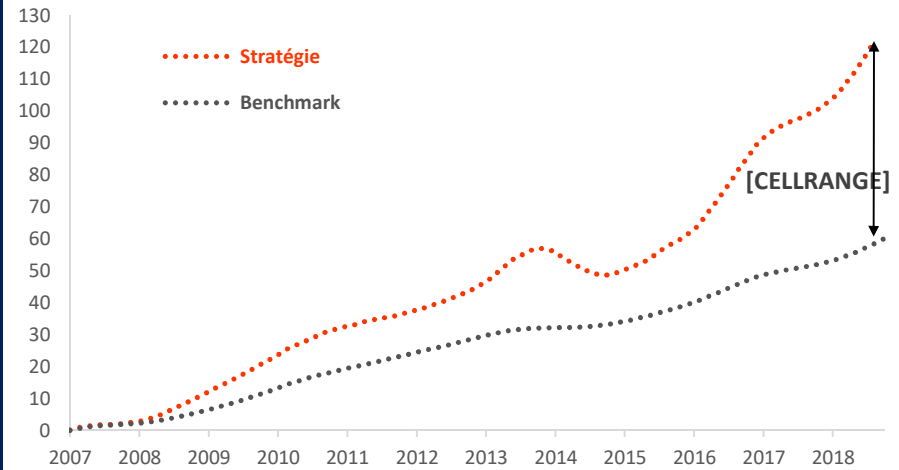
Sources : VIA AM, Bloomberg

Les métriques leap sont calculées en utilisant la donnée normalisée lorsque celle-ci est disponible. Dans le cas contraire, les équivalents comptables sont pris en compte pour la stratégie et le benchmark.

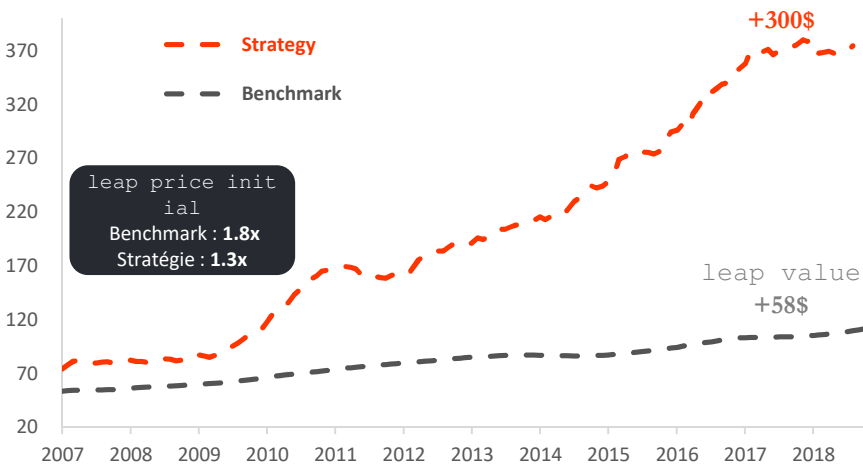
Actif Economique Net et performance : l'effet **leap price**



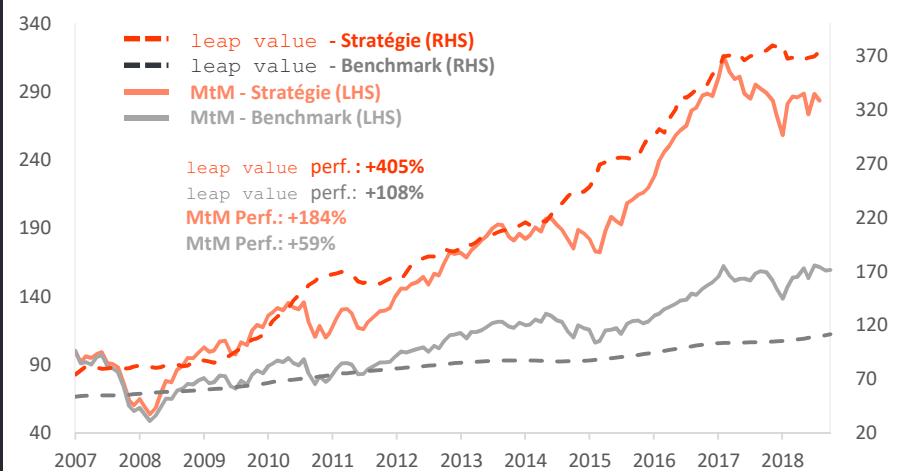
Création de valeur nette : l'effet **intrinsic leap**



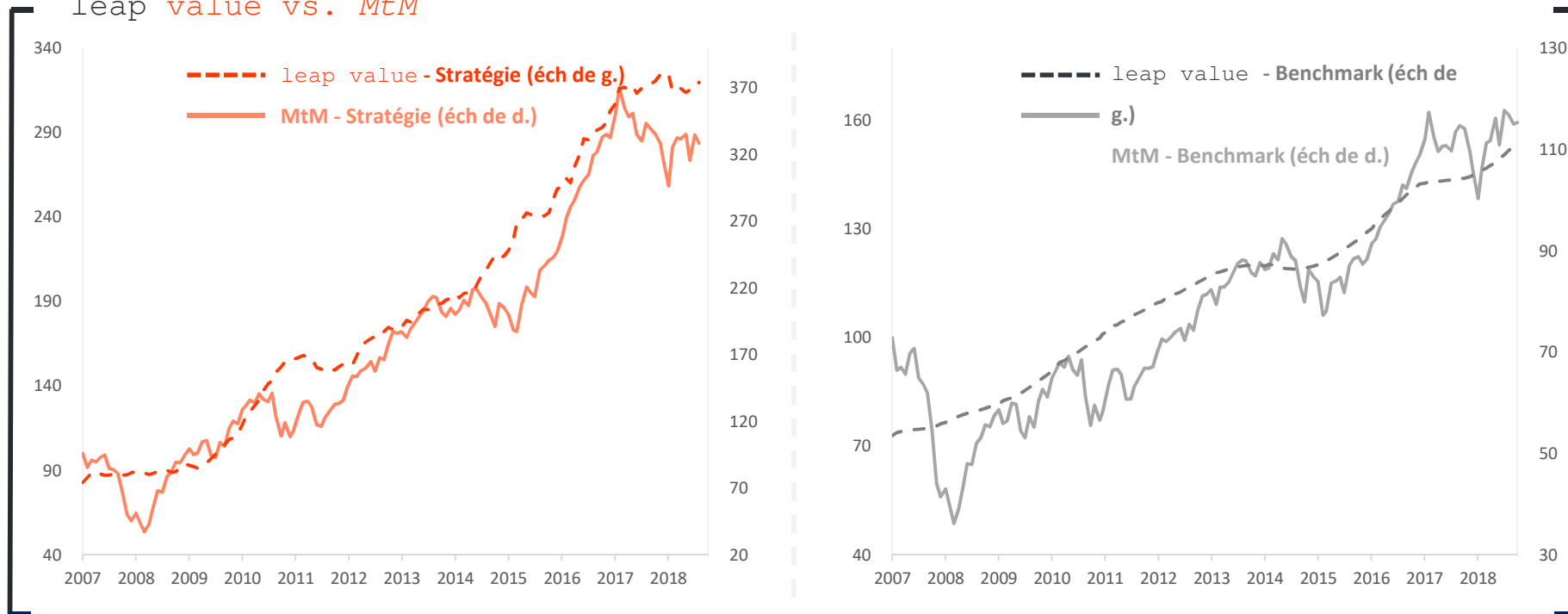
leap value



leap value vs. MtM



leap value vs. MtM



Sources : VIA AM, Bloomberg

Les métriques leap sont calculées en utilisant la donnée normalisée lorsque celle-ci est disponible. Dans le cas contraire, les équivalents comptables sont pris en compte pour la stratégie et le benchmark.

AVERTISSEMENT

Ce document a été préparé et publié par Veritas Investment Associates (VIA AM)*.

Ce document a seulement une vocation informative et ne constitue pas :

1. Une sollicitation d'achat ou de vente, ni ne peut servir de base ou de référence à un contrat ou un engagement quel qu'il soit ou
2. Un conseil d'investissement.

Ce document fait référence à certains instruments financiers (les « Instrument(s) Financier(s) ») autorisés et régulés dans leurs juridictions d'enregistrement.

Aucune action permettant l'offre Publique de ces instruments n'a été prise dans d'autres juridictions exceptées celles indiquées dans le prospectus le plus récent, tous les documents relatifs à l'offre ou à l'information, en fonction des règles établies, des Instruments Financiers concernés où une telle action serait requise, en particulier les Etats-Unis d'Amérique, pour des citoyens américains (tels que définis par la « Regulations of the United States Securities Act of 1933 »). Avant toute souscription dans un pays dans lequel de tels Instruments Financiers sont enregistrés, les investisseurs doivent vérifier s'il n'existe pas de contraintes légales ou des interdictions en lien avec la souscription, l'achat, la détention ou la vente de tels Instruments Financiers.

Les investisseurs qui souhaitent souscrire les Instruments Financiers contenus dans ce document doivent lire très attentivement le prospectus le plus récent, ou tout autre document et informations et consulter le rapport financier le plus récent. Le prospectus, et tous les autres documents et informations des Instruments Financiers présentés dans ce document sont disponibles auprès de votre vendeur, s'il existe, ou de l'entité qui assure le marketing des Instruments Financiers mentionnés.

Plusieurs conflits d'intérêt réels ou potentiels peuvent provenir de l'ensemble des activités d'investissement des parties engagées en rapport aux Instruments Financiers, tels que leurs professionnels de l'investissement, leurs affiliés. En particulier, les contreparties ou leurs affiliés peuvent offrir de gérer d'autres véhicules d'investissement, dont les intérêts peuvent être différents de ceux des porteurs des Instruments Financiers contenus dans ce document.

Les opinions incluses dans ce document sont celles de VIA au moment indiqué et peuvent changer sans notice préalable. VIA n'est pas obligé de mettre à jour ou de modifier les informations et opinions contenus dans ce document. Les investisseurs doivent consulter leur propre conseil juridique, fiscal et comptable lié à leur domicile, avant d'investir dans les Instruments Financiers afin d'obtenir un avis indépendant de la faisabilité et des conséquences d'un investissement dans les instruments présentés dans ce document. Merci de noter que les différents Instruments Financiers présentés dans ce document incluent des degrés et types de risque différents et qu'il n'y a pas de garantie que l'un des investissements soit adapté, approprié ou rentable pour le client ou les perspectives du portefeuille d'investissement du client.

Etant donné les risques économiques et de marché, il n'existe pas de garantie que les Instruments Financiers atteignent leurs objectifs d'investissement respectifs. Les performances peuvent, entre autres, être affectées par les conditions matérielles des marchés financiers ou de l'économie, incluant les taux d'intérêts, les événements et les conditions de marché en général. Les différentes stratégies sur les Instruments Financiers peuvent avoir des effets significatifs sur les résultats présentés dans ce document. La performance passée n'est pas un bon indicateur de la performance future et la valeur des Instruments Financiers peut progresser aussi bien que baisser. Les investisseurs peuvent ne pas récupérer les sommes investies.

Les données de performance incluses dans ce document ne prennent pas en compte les commissions et les coûts engendrés par les créations, rédemptions et les taxes.

Le Représentant Suisse et Agent Payeur en Suisse est la Banque Eric Sturdza S.A, Rue du Rhône 112, P.O. Box 3024, CH-1211 Genève 3. Des copies du Prospectus, des KIIDs, des « Articles of Association », les rapports annuels et semi-annuels peuvent être obtenus sans frais auprès du siège du Représentant Suisse.

*VIA AM (Veritas Investment Associates) est une Société de Gestion enregistrée auprès de « l'Autorité des Marchés Financiers » (AMF) en France, sous le numéro GP-15000029 (le 13 novembre 2015). SAS au capital de 476 000 Euros dont le siège social est 25, place de la Madeleine 75008 Paris, France. RCS Paris 812 021 582 - Membre de l'Association Française de la Gestion Financière (AFG).