

Janvier 2025

Cher investisseur,

Le tableau ci-dessous présente les chiffres de performance de la dernière année civile ainsi que la performance cumulée et annualisée du fonds Fundsmith Equity Fund – un compartiment de la SICAV Fundsmith (« Fonds » ou « SICAV ») et divers comparateurs. Veuillez noter les dates de début différentes pour les différentes classes d'actions, indiquées sous le tableau.

% Rendement total	Du 1 <sup>er</sup> janvier au 31 décembre 2024	Du lancement jusqu'au 31 décembre 2024		Ratio Sortino <sup>5</sup>
		Cumulé	Annualisé	
Fundsmith Equity Fund EUR Classe T <sup>1</sup>	+13,6	+541,8	+15,2	0,79
MSCI World Index EUR <sup>2</sup>	+26,6	+432,7	+13,5	0,65
Obligations européennes <sup>3</sup>	+0,3	+57,8	+3,5	
Liquidités <sup>4</sup>	+3,7	+5,5	+0,4	
Fundsmith Equity Fund CHF Classe I <sup>1</sup>	+15,7	+336,1	+12,2	
MSCI World Index CHF <sup>2</sup>	+29,0	+284,9	+11,2	
Fundsmith Equity Fund USD Classe I <sup>1</sup>	+6,9	+278,1	+11,9	
MSCI World Index USD <sup>2</sup>	+18,7	+219,3	+10,3	
Fundsmith Equity Fund GBP Classe I <sup>1</sup>	+8,7	+324,6	+14,4	
MSCI World Index GBP <sup>2</sup>	+20,8	+263,5	+12,8	

<sup>1</sup> Actions de capitalisation, nettes de commissions, cotées à 13 h CET, dates de lancement, **EUR T** : 2/11/11, **CHF I** : 5/4/12, **USD I** : 13/3/13,

**GBP I** : 15/4/14, source : Bloomberg. N.B. Avant mars 2019, la performance se rapporte au Fonds nourricier Fundsmith Equity

<sup>2</sup> MSCI World Index coté à la clôture des marchés, heure américaine, source : Bloomberg

<sup>3</sup> Bloomberg/EFFAS Bond Indices Euro Govt 10 yr., source : Bloomberg

<sup>4</sup> Taux d'intérêt €, source : Bloomberg

<sup>5</sup> Ratio Sortino depuis le lancement au 2/11/11 jusqu'au 31/12/24, taux sans risque de 3,5 %, source : Financial Express Analytics

Le Fonds n'est pas géré par rapport à un indice de référence, les comparateurs ci-dessus sont fournis à titre d'information uniquement.

Étant donné que nous ne couvrons pas l'exposition aux devises, la principale différence de performance entre les classes d'actions en devises est donc due aux fluctuations monétaires au cours de l'année. La performance relative par rapport au MSCI World Index (« Indice ») est donc similaire pour chaque classe d'actions. Le Fonds a sous-performé ce comparateur en 2024, mais une perspective à plus long terme peut être utile et est certainement plus cohérente avec nos objectifs et notre stratégie d'investissement. Depuis leur lancement, les classes d'actions présentées dans le tableau ont enregistré une surperformance. Depuis leur lancement, les actions de capitalisation de classe T ont surperformé l'indice MSCI World de 1,7 % par an, et ce, avec une volatilité des cours à la baisse nettement inférieure, comme l'indique le ratio Sortino de 0,79 par rapport à 0,65 pour l'Indice. Cela signifie simplement que le Fonds a réalisé un rendement d'environ 22 %  $((0,79 \div 0,65) - 1) \times 100$ , c'est-à-dire un montant supérieur à celui de l'indice de volatilité du prix par part.

Il ne faut pas s'attendre à ce que le Fonds atteigne un rendement supérieur à celui du marché ou même un rendement positif chaque année ou chaque période sous revue. En 2024, parvenir à un tel résultat s'est avéré, une fois de plus, bien plus ardu. Seules cinq actions (les « Fab Five » ?) Nvidia, Apple, Meta, Microsoft et Amazon ont fourni 45 % des rendements de l'indice S&P 500 (« S&P 500 ») en 2024. Cette situation est similaire à la concentration des rendements fournis par les « Magnificent Seven » en 2023. En outre, un seul titre (Nvidia) a généré plus de 20 % des rendements du S&P 500 en 2024.

Cette concentration des rendements dans une poignée d'entreprises technologiques n'est pas non plus un phénomène purement américain. En Allemagne, 41 % du rendement de l'indice DAX est généré par un seul titre ; SAP, la société de logiciels dont le cours a augmenté de 69 %, de sorte qu'elle se négocie désormais à 97 fois ses bénéfices.

Notre Fonds détient certaines de ces actions, mais pas toutes, et il s'avère difficile de réaliser une performance conforme à l'indice si leur pondération au sein de portefeuille n'est pas conforme à celle au sein de l'indice. Je n'ai pas l'intention de vous expliquer pourquoi nous ne détenons pas tous ces titres, mais je vais fournir de plus amples détails à ce sujet par la suite dans cette lettre.

En ce qui concerne la contribution individuelle de chaque titre à la performance, je préfère démarrer par les problèmes.

Les cinq derniers détracteurs de la performance du Fonds en 2024 étaient :

Action	Répartition
L'Oréal	-1,6 %
IDEXX	-1,1 %
Nike	-0,7 %
Brown-Forman	-0,7 %
LVMH	-0,5 %

Source : Northern Trust

L'Oréal et LVMH ont tous les deux été affectés négativement par les événements en Chine où l'économie est en difficulté, sous le poids d'un secteur immobilier résidentiel morose et de problèmes de solvabilité associés. Dans les deux cas, cela ne change en aucun cas notre opinion selon laquelle il s'agit fondamentalement d'entreprises de qualité. De plus, la bonne nouvelle concernant les segments d'activité qui affichent de mauvaises performances est que leur importance est en baisse. La Chine était le plus grand pays/la plus grande région au monde en matière de ventes d'articles de luxe, mais ses récentes performances l'ont placée derrière l'Amérique et peut-être même l'Europe, de sorte que l'impact de ses problèmes pourrait s'atténuer avec le temps.

IDEXX, qui fabrique des équipements et fournitures pour les tests de diagnostic vétérinaire souffre d'un ralentissement du rythme des visites vétérinaires après l'engouement pour l'adoption d'animaux de compagnie pendant la pandémie. En tant que leader de l'industrie dans une zone présentant de réelles perspectives de croissance à long terme et un titre que nous aurions probablement du mal à racheter si nous avions vendu notre position, nous avons l'intention de continuer à détenir IDEXX en essayant de tirer le meilleur parti d'une situation de sous-performance.

Nike est un titre que nous avons acheté après la chute du cours de l'action pendant la pandémie, lorsque les investisseurs semblaient convaincus qu'il y aurait beaucoup moins d'acheteurs de baskets. En fait, Nike avait fait de grands progrès dans le domaine du marketing et de la vente en ligne. Ce que nous n'avions pas réalisé, c'est que la direction de l'époque transformerait ce succès en un problème en ignorant le canal de vente au détail traditionnel, qui s'est rétabli à la fin de la pandémie, ouvrant ainsi littéralement la porte à la concurrence. Pour être exact, il faut également mentionner d'autres problèmes tels qu'une dépendance croissante à l'égard de la mode et moins à l'égard de l'exercice physique traditionnels. Cependant, la bonne nouvelle est qu'il y a eu un changement de CEO cette année. Nous constatons que de nombreux commentateurs s'interrogent sur les raisons du succès de l'économie américaine. L'une des raisons est peut-être une plus grande réactivité lorsque les cadres supérieurs ne sont pas à la

hauteur. Dans ce contexte, nous constatons que les actions d'Unilever ont progressé de 20 % en 2024. Nous attendons des éléments nouveaux provenant de la nouvelle direction de Nike, qui, en fin de compte, hérite de ce qui est toujours la part de marché dominante du secteur.

Brown-Forman, l'une des cinq premières entreprises de boissons au monde et le distillateur de Jack Daniel's Tennessee Whiskey, a souffert de la chute de la consommation après les pics enregistrés lors de la pandémie et doit faire face probablement aux premiers signes de l'impact négatif des médicaments pour maigrir. Nous avons vendu notre participation Diageo au cours de l'année (je vais en toucher un mot plus tard) mais en conservant Brown-Forman, nous maintenons une présence dans un secteur qui a longtemps été caractérisé par de bonnes performances commerciales et qui présente les avantages d'un contrôle familial. Cela peut favoriser une bonne prise de décision à long terme, et un penchant plus marqué envers les spiritueux haut de gamme par rapport à Diageo, ce qui peut atténuer l'impact des médicaments pour maigrir (« boire moins, mais de meilleure qualité »). Il s'agit d'une entreprise qui a survécu à la Prohibition. Nous espérons donc que l'ADN de cette entreprise recèle des atouts cachés qui vont l'aider à surmonter ces circonstances défavorables.

Au cours de l'année, les cinq principaux contributeurs à la performance du Fonds ont été les suivants :

Action	Répartition
Meta Platforms	+4,5 %
Microsoft	+1,9 %
Philip Morris	+1,7 %
Stryker	+1,6 %
Automatic Data Processing	+1,5 %

Source : Northern Trust

Pour Meta et Microsoft, je vais simplement réitérer mes commentaires contenus dans la lettre de l'année dernière, mais au goût du jour :

La performance de « Meta Platforms » (anciennement Facebook) m'amène à me demander si je ne devrais pas avoir, dans notre portefeuille, un fonds dédié chaque année à l'investissement dans cette action pour laquelle nous avons dû faire face aux commentaires les plus défavorables. Meta fait sa *troisième* apparition dans cette liste des meilleurs contributeurs, tandis que Microsoft apparaît pour la *neuvième* fois après avoir fait l'objet de vives critiques lorsque nous avons commencé à acheter le titre à environ 25 US\$ en 2011 (prix de fin d'année 2023 : 376 US\$). Le prix en fin d'année 2024 était de 422 US\$.

Philip Morris fait sa troisième apparition, car l'entreprise continue d'afficher les avantages liés à sa position de leader dans les produits du tabac à risque potentiellement réduit (« PRR »), tels que les produits de tabac chauffé et non brûlé, et de son acquisition de Swedish Match avec son activité de sachets de nicotine sans tabac. Vous pouvez constater la pertinence de certaines approches en observant les personnes qui s'y opposent. La prise de position des gouvernements et organismes de santé défaillants contre ces PRR (aide précieuse à la réduction de risque pour les fumeurs) est un autre indicateur que Philip Morris est sur la bonne voie.

Stryker, qui fait sa cinquième apparition, bénéficie du travail effectué pour résorber le retard accumulé pendant la pandémie en matière d'interventions chirurgicales non urgentes.

À l'occasion de sa deuxième apparition, ADP confirme sa performance métronomique. Il est rare que le titre fasse des étincelles en termes de performance, mais il ne déçoit pas non plus, ce qui en fait un bon titre dans le cadre de notre stratégie.

Compte tenu du nombre d'apparitions répétées parmi nos cinq meilleurs contributeurs, je suis tenté de répéter l'un de nos mantras, à savoir « L'on gagne de l'argent avec de vieux amis ». Cependant, deux de ces vieux amis, contributeurs à des nombreuses reprises, se sont transformés en détracteurs cette année, à savoir L'Oréal et IDEXX. Toutefois, je considère qu'il s'agit là d'un incident de parcours et nous avons l'intention d'attendre (le plus souvent) patiemment un retour à meilleure forme. Selon nous, il s'agit de titres de qualité qu'il faut éviter de vendre et qui risquent d'être non investis lorsque le vent tournera en leur faveur.

Nous continuons d'appliquer une stratégie d'investissement simple en trois étapes:

- Acheter les bonnes sociétés
- Éviter de surpayer
- Ne rien faire

Je vais examiner nos performances par rapport à chacun d'entre elles.

Comme d'habitude, nous essayons de donner un aperçu de la première et de la plus importante d'entre elles (si nous détenons les bonnes sociétés) en vous présentant le tableau suivant. Ce dernier montre à quoi ressemblerait le fonds Fundsmith Equity Fund si, au lieu d'être un fonds, il s'agissait d'une entreprise qui comptabilisait ses participations détenues en portefeuille sur une base « look-through », en les comparant au marché, en l'occurrence le FTSE 100 et le S&P 500. Cela vous permet de voir également comment le portefeuille a évolué au fil du temps.

Exercice clos	Fonds nourricier Fundsmith Equity/Portefeuille Sicav								S&P 500	FTSE 100
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2024	2024
RCI	28 %	29 %	29 %	25 %	28 %	32 %	32 %	31 %	16 %	17 %
Marge brute	63 %	65 %	66 %	65 %	63 %	63 %	63 %	64 %	45 %	42 %
Marge opérationnelle	26 %	28 %	27 %	23 %	26 %	27 %	29 %	30 %	16 %	15 %
Conversion en espèces	102 %	95 %	97 %	101 %	96 %	88 %	91 %	86 %	85 %	90 %
Couverture des intérêts	17x	17x	16x	16x	23x	20x	20x	27x	9x	9x

Source : Fundsmith LLP/Bloomberg.

Le RCI (Rendement du Capital Investi), la marge brute, la marge opérationnelle et la conversion des espèces sont la moyenne pondérée des entreprises sous-jacentes dans lesquelles le Fonds nourricier Fundsmith Equity/Sicav investit et la moyenne des Indices FTSE 100 et S&P 500. Les chiffres du FTSE 100 et du S&P 500 excluent les titres financiers. La couverture des intérêts est médiane.

Les ratios 2017-2019 sont basés sur les derniers comptes annuels déclarés au 31 décembre et, pour 2020-24, sur les douze derniers mois, tels que définis par Bloomberg.

La conversion en espèces compare le flux de trésorerie disponible par action au revenu net par action.

En 2024, les marges bénéficiaires d'exploitation des entreprises en portefeuille ont été plus élevées que par le passé. Les marges brutes et le rendement du capital sont restés stables. Il est important de noter que tous ces indicateurs restent nettement meilleurs que ceux des entreprises au sein des principaux indices (qui incluent nos sociétés). De plus, si vous détenez des actions d'entreprises pendant une période d'inflation, il est préférable de détenir celles qui présentent des rendements et des marges brutes élevés.

Les rendements de capital élevés de façon constante sont l'un des signes que nous recherchons lorsque nous sélectionnons les entreprises dans lesquelles investir. Un autre signe est le moteur de croissance : les rendements élevés ne sont pas très utiles si l'entreprise n'est pas en mesure de croître et de déployer davantage de capitaux à ces taux élevés. Comment nos entreprises se sont-elles comportées à cet égard en 2024 ? Le flux de trésorerie disponible moyen pondéré (les liquidités générées par les entreprises après avoir tout payé sauf le dividende, et notre mesure préférée) a augmenté de 15 % en 2024.

Le seul indicateur qui reste en deçà par rapport à sa performance historique est la conversion en espèces, c'est-à-dire le degré auquel les bénéfices sont distribués en espèces. Bien que ce taux se soit légèrement amélioré pour atteindre 91 % en 2023, il reste toujours inférieur à son niveau historique d'environ 100 % et a de nouveau baissé en 2024 à 86 %. Cela s'explique par une forte hausse des dépenses d'investissement dans un petit groupe d'entreprises : Alphabet, Microsoft, Meta et Novo Nordisk. Novo s'efforce de développer ses capacités de production afin de fournir des quantités suffisantes de Wegovy, son médicament pour maigrir, et a clôturé l'année en dépensant 10 milliards d'euros pour l'achat

de trois sites de production. Les entreprises technologiques sont en train de développer des capacités en matière d'intelligence artificielle (« IA ») sous la forme de puces GPU et de centres de données. Si cette tendance actuelle produit des bénéfices et des rendements adéquats par rapport aux montants dépensés reste une question ouverte sur laquelle je reviendrai plus tard. Pour le moins Novo se dote de capacités de production pour un médicament pour lequel il existe une demande et une rentabilité établies et pour lequel l'entreprise dispose actuellement d'un avantage concurrentiel.

L'année moyenne de création de nos entreprises en portefeuille à la fin de l'année était 1920. Collectivement, elles ont plus d'un siècle d'existence.

La deuxième partie de notre stratégie concerne la valorisation. Le rendement moyen pondéré du flux de trésorerie disponible (« FCF ») (le flux de trésorerie disponible généré en pourcentage de la valeur de marché) du portefeuille au début de 2024 était de 3,0 % et a clôturé l'année à 3,1 %. Le rendement FCF médian en fin d'année du S&P 500 s'élevait à 3,7 %.

Notre portefeuille se compose d'entreprises qui sont fondamentalement bien meilleures que la moyenne de celles du S&P 500. Il n'est donc pas surprenant qu'elles soient mieux valorisées que la moyenne des entreprises du S&P 500. En soi, cela ne rend pas nécessairement les actions chères, pas plus qu'une faible notation rend une action bon marché. Cependant, nous nous attendons à ce qu'une partie de cette disparité de valorisation soit éradiquée en 2025 si, comme nous le prévoyons, la conversion en espèces de nos entreprises en portefeuille s'améliore.

Quant au troisième volet de notre stratégie que nous intitule en peu de mots « Ne rien faire », un faible taux de rotation du portefeuille reste l'un de nos objectifs et cela a été à nouveau atteint avec une rotation du portefeuille de -1,2 % sur la période. Il est peut-être plus utile de savoir que nous n'avons dépensé au total que 0,004 % (moins de la moitié d'un point de base) de la valeur moyenne du Fonds sur l'année en transactions volontaires (qui excluent les coûts de négociation associés aux souscriptions et aux rachats car ils sont involontaires). Nous avons vendu trois entreprises et en acheté deux. Tout comme l'an dernier, cela ressemble à une grande liste de noms pour un chiffre d'affaires réduit. En effet, dans certains cas, la taille de la participation vendue ou achetée était faible. Nous détenons sept des entreprises du portefeuille depuis leur création en 2011, neuf depuis plus de dix ans et 15 depuis plus de cinq ans.

Pourquoi est-ce important ? Cela permet de minimiser les coûts et

la minimisation des coûts d'investissement est une contribution essentielle à l'obtention d'un résultat satisfaisant en tant qu'investisseur. Trop souvent, les investisseurs, les commentateurs et les conseillers sont absorbés, voire obsédés par, les Frais de gestion annuels (« FGC ») ou le Chiffre des frais courants (« FCO »), qui inclut certains frais au-delà des FGC qui sont facturés au fonds. En ce qui concerne les actions de capitalisation de classe T, le FCO pour 2024 s'élevait à 1,08 % (actions de classe I 0,94 %). Le problème est que le FCO n'inclut pas un élément important de coûts : les coûts de négociation. Lorsqu'un gestionnaire de fonds négocie en achetant ou en vendant, le fonds encourt généralement une commission payée à un courtier, l'écart d'offre sur les actions négociées et, dans certains cas, des taxes sur les transactions, comme un droit de timbre au Royaume-Uni. Cela peut augmenter considérablement les coûts d'un fonds, mais n'est pas inclus dans le FCO.

Nous fournissons notre propre version de ce coût total (y compris les coûts de négociation) que nous avons appelé le coût total d'investissement (« CTI »). Le CTI pour les actions de capitalisation de classe T en 2024 s'élevait à 1,09 % (action de classe I 0,95 %), y compris tous les coûts de négociation pour les flux entrants et sortants du Fonds, pas seulement nos opérations volontaires. Nous sommes heureux de constater que notre CTI ne dépasse notre FCO que de 0,01 % (1 point de base) lorsque les frais de transaction sont pris en compte. Cependant, nous mettons à nouveau en garde contre une telle obsession pour les frais au point de perdre de vue la performance du fonds. Il convient de souligner que la performance de notre Fonds présentée au début de cette lettre est obtenue après déduction de tous les frais, ce qui devrait être l'objectif principal.

Nous avons vendu nos participations dans Diageo, McCormick et Apple au cours de l'année.

Diageo, que nous détenions depuis sa création, a connu des problèmes avec sa nouvelle direction, comme en témoigne le manque d'information sur son activité en Amérique latine, avec des résultats bien inférieurs à ceux du secteur dans ce domaine. De plus, nous soupçonnons que l'ensemble du secteur des boissons n'est qu'à l'aube d'une phase de baisse due aux effets négatifs causés par les médicaments pour maigrir. En effet, il semble probable que les médicaments seront finalement utilisés pour traiter l'alcoolisme tant leur effet sur la consommation est important.

Nous avons vendu McCormick car nous avons été déçus non seulement, par la lenteur avec laquelle l'entreprise a répercuté l'inflation issue du coût des achats, comprimant de ce fait ses marges, mais aussi par son exposition à la concurrence de ses propres marques qui s'est intensifiée à mesure que l'inflation a

poussé les consommateurs à réduire leurs dépenses.

Nous avons commencé à acheter Apple, il y a deux ans, à environ 156 US\$ par action, lorsque son ratio PER était inférieur à la moyenne du S&P 500 et que la croissance des revenus issus des services nous avait quelque peu convaincus que l'écosystème, dont on parle tant, qui lie les utilisateurs aux produits, pouvait vraiment exister. Nous avons correctement anticipé un certain nombre de périodes de reporting en tablant sur des ventes timides et avons donc acheté une petite participation dans l'espoir de l'augmenter avec les mauvaises performances commerciales à venir. Nous avons raison en ce qui concerne les performances commerciales : ses ventes n'ont augmenté que de 2 % l'année dernière —mais nous nous sommes trompés sur le cours de l'action en forte hausse, plaçant les actions sur une notation d'environ 50 % supérieure à celle du S&P 500. Dans ce contexte, nous n'allions pas acheter davantage d'actions, et puisqu'elle occupait une place dans notre portefeuille, nous avons donc vendu notre participation.

Nous avons commencé à acheter des participations dans Atlas Copco et Texas Instruments au cours de l'année.

Atlas Copco est une entreprise industrielle suédoise qui fabrique des compresseurs, des équipements de vide, des outils électriques et pneumatiques et qui présente trois caractéristiques que nous trouvons attrayantes:

- elle sous-traite une grande partie de la fabrication, ce qui lui permet d'être peu gourmande en capital en améliorant ainsi les rendements ;
- elle est fortement décentralisée avec plus de 600 entités opérationnelles qui disposent d'une autonomie considérable pour aborder leur marché local ; et
- la famille Wallenberg détient une participation majoritaire, ce qui devrait favoriser la prise de décision à long terme puisqu'elle fête ses 151 ans d'activité cette année.

Texas Instruments est un fabricant de microprocesseurs analogiques et intégrés, destinés à une large gamme d'appareils grand public et industriels, d'automobiles et d'équipements de communication. L'entreprise investit en prévision d'une reprise probable du cycle des semi-conducteurs, bien qu'il soit désormais évident qu'il n'existe pas seulement un cycle. Loin d'être dans un cycle baissier, la demande de processeurs graphiques (GPU) du genre fabriqués par Nvidia, a suivi une trajectoire à la hausse et il existe des différences claires entre le cycle des puces automobiles classiques et celui des puces pour les véhicules électriques ou des

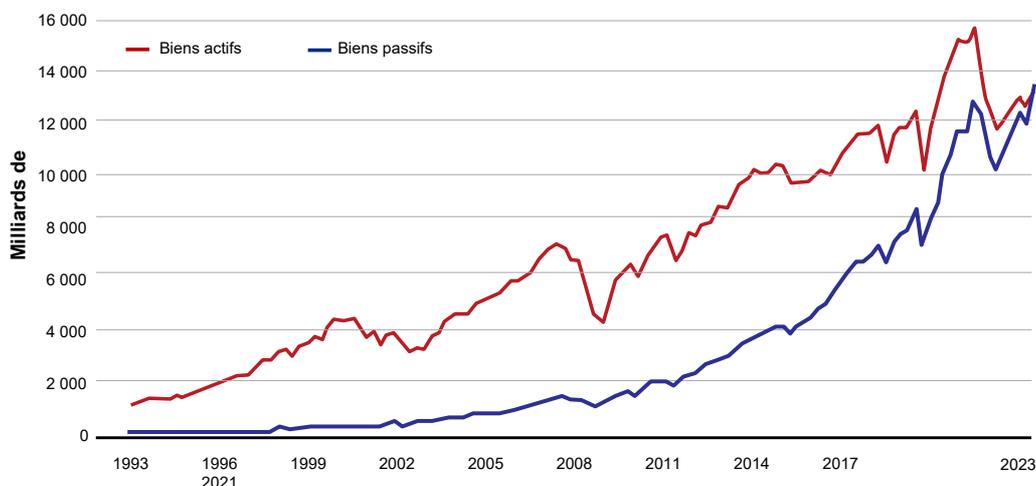
puces pour d'autres appareils. On note également des différences entre les régions. Cependant, Texas Instruments a été apte par le passé à anticiper les hausses de la demande en effectuant les investissements requis pour y faire face, en produisant de la sorte de beaux rendements. Elle bénéficie également de la délocalisation de la fabrication de semi-conducteurs décidée pour faire face aux risques géopolitiques du conflit qui oppose Taïwan à la Chine.

L'année dernière, j'ai mentionné dans cette lettre l'intérêt croissant pour l'IA, l'une des forces motrices de la hausse de la plupart des titres des « Magnificent Seven » et notamment de Nvidia. Ce boom/hype (à vous de choisir) s'est poursuivi en 2024, mais certaines de ses caractéristiques ont changé. L'une d'entre elles étant qu'elle est peut-être davantage ciblée. Elle avait été perçue comme un facteur déterminant dans le cours des actions d'entreprises précédemment détenues, telles qu'Adobe et Intuit. Ces entreprises nous avaient fait faux bond en se lançant dans des acquisitions ou des tentatives d'acquisition surévaluées et apparemment mal ficelées. Ces deux titres ont considérablement sous-performé le marché en 2024, les investisseurs semblant se rendre compte que l'IA ne comporte pas forcément des avantages dans l'immédiat et/ou de manière universelle et qu'elle risque même de porter préjudice. Par contre, cela a eu pour effet de concentrer l'attention des investisseurs sur les bénéficiaires immédiats du boom de l'IA moins nombreux, comme Nvidia.

Au cours de cette période, les commentateurs se sont souvent demandé si le boom de l'IA était identique à celui de l'ère Dotcom et s'il connaîtrait la même fin. En réponse, je suis tenté de citer Mark Twain : « L'histoire ne se répète pas elle-même, mais elle rime. » Il ne fait aucun doute qu'une partie de l'enthousiasme suscité par l'IA relève du battage médiatique, tout comme la manie des Dotcom, mais il existe quelques différences essentielles :

1. L'entreprise leader du boom de l'IA, Nvidia, est très rentable, bien qu'elle ait connu quelques ralentissements, alors que lors du boom des dotcom, une grande partie de la performance du cours de l'action se basait sur du vent en l'absence de bénéfices ou même de revenus. Même les entreprises qui allaient renaître de leurs cendres à la manière d'un phénix après l'effondrement des dotcom, comme Amazon, n'étaient pas encore rentables ; et
2. L'essor des fonds dits passifs ou indiciels.

## L'essor des fonds indiciels



Source : Morningstar.

À la fin de l'année 2023, l'investissement passif via des fonds indiciels a dépassé pour la première fois le montant des actifs détenus dans des fonds actifs. Il représente désormais plus de la moitié des actifs sous gestion (« ASG »). Cependant, pendant le boom des dotcom, seuls environ 10 % des actifs sous gestion étaient investis dans des fonds passifs. Comme d'habitude, nous ne facilitons pas la compréhension avec les libellés que nous utilisons parfois dans les investissements. Les fonds indiciels ne constituent pas véritablement une stratégie passive. Il n'y a peut-être pas de gestionnaire de fonds qui prend les décisions d'investissement, mais un tel investissement indicial répond aux critères d'une stratégie dynamique.

La grande majorité des fonds indiciels sont pondérés en fonction de la capitalisation boursière, comme les indices sur lesquels ils se basent. La taille des participations dans les entreprises du fonds indicial est basée sur leur valeur de marché par rapport à la valeur de marché de l'indice. Ainsi, lorsqu'il y a des apports aux fonds indiciels, la majorité est attribuée aux plus grandes entreprises, et inversement lorsqu'il y a des sorties.

Par conséquent, à mesure que l'argent quitte les fonds actifs vers des fonds indiciels, comme c'est le cas actuellement, cela stimule la performance des plus grandes sociétés, qui sont des entreprises dont les actions ont déjà enregistré de bonnes performances, ce qui explique qu'elles soient devenues des premières valeurs en termes de capitalisation boursière.

On appelle ce phénomène une boucle de rétroaction renforcée qui fonctionnera jusqu'à ce que ce ne soit plus le cas. Par exemple, en cas de ralentissement économique entraînant une réduction des dépenses technologiques, qui représentent désormais une proportion si importante des dépenses globales qu'elles ne peuvent

pas être non cycliques, les dépenses consacrées à l'IA pourraient constituer un domaine vulnérable, car elle ne génère actuellement pas beaucoup de revenus. Si les plus grandes entreprises engendraient des résultats décevants, le cours de leurs actions serait susceptible de réagir négativement, ce qui aurait un impact négatif plus important sur la performance de l'indice que sur celle des gestionnaires de fonds actifs dont les portefeuilles sont sous-pondérés en actions de ces entreprises. Mais même si un tel scénario nous attend à l'avenir, il est difficile, voire impossible, de prévoir exactement la cause et quand cela va se produire.

Cela me ramène à la question de la volatilité évoquée au début de cette lettre. Nous ne sommes pas d'accord sur le fait que la véritable volatilité est mesurée par des ratios tels que le ratio Sharpe ou Sortino qui analysent la volatilité des cours des fonds ou des cours des actions, mais qui sont largement acceptés comme outil de mesure. De plus, bien que les investisseurs doivent se concentrer rationnellement sur la volatilité de la valeur fondamentale des entreprises dans lesquelles ils investissent et accepter une volatilité plus élevée des prix si cela entraîne des rendements plus élevés, c'est plus facile à dire qu'à faire. L'un des problèmes est qu'il est difficile de rester calme et de se concentrer sur les caractéristiques fondamentales lorsque la volatilité des prix est fortement négative. Prenez un titre comme Nvidia, qui a enregistré une performance spectaculaire ces deux dernières années. Le cours de l'action Nvidia a chuté de plus de deux tiers depuis 2021-2022. Est-ce que l'on serait à l'aise en détenant ce titre dans de telles circonstances, et si ce n'est pas le cas, cette performance du cours de l'action pourrait-elle nous amener à prendre de mauvaises décisions ? Nous avons l'expérience de ce type de titre, comme le montre la performance de Meta, mais étant donné la difficulté représentée par sa détention en un portefeuille, il se peut qu'une seule action suffise à tout moment pour notre portefeuille. En 2021-2022, le cours de l'action Meta a chuté de 76 % et même si malgré cela, nous la conservons dans notre portefeuille, certes, à notre avantage pour l'instant, il existe plusieurs différences importantes entre la situation de Meta alors et celle de Nvidia aujourd'hui :

- Meta dessert quelque 3,3 milliards de consommateurs et plusieurs millions d'annonceurs. La demande de Nvidia est dominée par une poignée « d'hyperscalers » qui construisent des centres de données pour gérer les grands modèles linguistiques pour l'IA.
- Les gens nous demandent parfois s'il est dangereux de posséder des actions des biens de consommation en période de ralentissement économique. Nous répondons que oui, mais que ce n'est pas aussi dangereux que de ne pas être

proche du consommateur dans ces circonstances. Si vous pensez que la performance des entreprises de biens de consommation est un sujet d'inquiétude dans un contexte de baisse, attendez de voir ce qu'il advient de leurs fournisseurs, notamment les fournisseurs de biens d'équipements tels que les machines d'usine. Une baisse de 5 à 10 % du chiffre d'affaires des entreprises de biens de consommation peut se traduire par un arrêt des commandes auprès de certains fournisseurs. Nvidia fournit des biens d'investissement (son serveur GPU de dernière génération se vend environ à 3 millions de US\$, l'exemplaire) et une baisse significative de la demande de la part de ses clients qui desservent les consommateurs serait intéressante à observer à distance.

- Avant la chute du cours de l'action, Meta affichait un ratio PER de 28x alors que Nvidia affiche actuellement un ratio PER de 54x.

Tout cela me rappelle ce que nous cherchons à réaliser avec notre Fundsmith Equity Fund, à savoir atteindre une probabilité élevée de rendements satisfaisants plutôt qu'une probabilité de rendements spectaculaires qui pourraient être particulièrement bons ou particulièrement mauvais.

Enfin, je vous souhaite une fois de plus bonne année et vous remercie pour votre soutien constant à notre Fonds.

Cordialement,



Terry Smith  
CEO  
Fundsmith LLP

Disclaimer : Un document d'informations clés et un prospectus en anglais du Fundsmith Equity Fund (Sicav) sont disponibles via le site Internet de Fundsmith ou sur demande et les investisseurs doivent consulter ces documents avant d'acheter des actions du fonds. Les performances passées ne préjugent pas nécessairement des performances futures. La valeur des investissements et les revenus qu'ils génèrent peuvent augmenter ou diminuer et être affectés par les variations des taux de change, et il se peut que vous ne récupériez pas le montant de votre investissement initial. Fundsmith LLP n'offre pas de conseils en matière d'investissement et ne formule aucune recommandation quant au caractère approprié de ses produits. Le présent document est communiqué par Fundsmith LLP qui est autorisé et réglementé par l'Autorité de conduite financière.

FundRock Management Company S.A. est une société de gestion d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières (« OPCVM ») au sens de la Directive OPCVM et est autorisée à proposer des actions de la SICAV Fundsmith aux investisseurs sur une base transfrontalière.

Fundsmith Equity Fund (Sicav) qui fait l'objet du présent document, n'est pas lié à un organisme de placement collectif autorisé en vertu de l'article 286 du Securities and Futures Act, Chapitre 289 de Singapour (le « SFA ») ou reconnu en vertu de l'article 287 du SFA. Ce document n'a pas été enregistré en tant que prospectus auprès de l'Autorité monétaire de Singapour (la « MAS »). En conséquence, le présent document et tout autre document ou matériel lié à l'offre ou à la vente, ou à l'invitation à souscrire ou à acheter des parts du Fonds ne peuvent être diffusés ou distribués, ni les parts ne peuvent être offertes ou vendues, ni faire l'objet d'une invitation à souscrire ou à acheter, directement ou indirectement, à des personnes à Singapour autres que 1) à un investisseur institutionnel en vertu de l'article 304 du SFA ; ou 2) à une personne concernée en vertu de l'article 305(1) du SFA ou à toute personne en vertu de l'article 305(2) du SFA, et conformément aux conditions spécifiées à l'article 305 du SFA ; ou 3) autrement en vertu et conformément aux conditions de toute autre disposition applicable du SFA. Notamment, pour les fonds d'investissement qui ne sont pas autorisés ou reconnus par la MAS, les parts de ces fonds ne peuvent pas être proposées au public de détail. Le présent document et tout autre document ou matériel émis dans le cadre de l'offre ou de la vente ne constituent pas un prospectus tel que défini dans le SFA. Par conséquent, la responsabilité légale en vertu du SFA en ce qui concerne le contenu des prospectus ne s'applique pas et les investisseurs doivent examiner attentivement si l'investissement leur convient. Notamment, pour les fonds d'investissement qui ne sont pas autorisés ou reconnus par la MAS, les parts de ces fonds ne peuvent pas être proposées au public de détail. Le présent document et tout autre document ou matériel émis dans le cadre de l'offre ou de la vente ne constituent pas un prospectus tel que défini dans le SFA. Par conséquent, la responsabilité légale en vertu du SFA en ce qui concerne le contenu des prospectus ne s'applique pas et les investisseurs doivent examiner attentivement si l'investissement leur convient.

Les points de vue et opinions exprimés dans les présentes sont ceux de Fundsmith à la date des présentes et sont susceptibles d'être modifiés en fonction des conditions économiques et de marché en vigueur et ne seront pas mis à jour ou complétés.

Sources : Fundsmith LLP, Bloomberg et FE Analytics, sauf indication contraire.

Données au 31 décembre 2024, sauf indication contraire.

La rotation du portefeuille est une mesure de l'activité de négociation du fonds et a été calculée en prenant le total des achats et ventes d'actions moins le total des créations et liquidations divisé par la valeur liquidative moyenne du fonds.

Les ratios PER et les rendements du flux de trésorerie disponible sont basés sur les données des douze derniers mois et au 31 décembre 2024, sauf indication contraire. La variation en pourcentage n'est pas calculée si la période TTM contient une perte nette.

L'indice MSCI World Index est un indice des pays industrialisés composé d'actions globales issues de tous les secteurs et, à ce titre, constitue une comparaison équitable compte tenu de l'objectif et de la politique d'investissement du fonds.

L'indice Bloomberg/EFFAS Bond Indices Euro Govt 10 yr montre ce que vous auriez pu gagner si vous aviez investi dans la dette publique.

Le taux d'intérêt en € indique ce que vous auriez pu gagner si vous aviez investi en liquidités.

L'indice MSCI World Index est la propriété exclusive de MSCI Inc. MSCI ne donne aucune garantie ou déclaration, expresse ou implicite, et décline toute responsabilité quant aux données MSCI contenues dans le présent document. Les données MSCI ne peuvent pas être redistribuées ou utilisées comme base pour d'autres indices ou pour d'autres titres ou produits finaux. Ce rapport n'est pas approuvé, examiné ou produit par MSCI. Le Global Industry Classification Standard (GICS) a été développé par et est la propriété exclusive de MSCI et Standard & Poor's et « GICS® » est une marque de service de MSCI et Standard & Poor's.