

Luglio 2023

Gentile investitore,

La tabella seguente mostra la performance del Fundsmith Equity Fund, un comparto della SICAV Fundsmith ("Fondo" o "Sicav") e di altri comparatori durante la prima metà del 2023 e dalla data di lancio. Si prega di notare le diverse date di inizio per le varie classi di azioni, riportate di seguito.

% rendimento totale	Dal 1 gennaio al 30 giugno 2023	Dal lancio al 30 giugno 2023	
		Cumulativo	Annualizzato
Fundsmith Equity Fund EUR T Class <sup>1</sup>	+10,9	+452,7	+15,8
MSCI World Index EUR <sup>2</sup>	+12,6	+296,1	+12,5
Obbligazioni europee <sup>3</sup>	+5,0	+49,5	+3,5
Liquidità <sup>4</sup>	+1,3	-0,1	-0,0
Fundsmith Equity Fund CHF I Class <sup>1</sup>	+10,2	+298,0	+12,8
MSCI World Index CHF <sup>2</sup>	+12,0	+195,1	+10,1
Fundsmith Equity Fund USD I Class <sup>1</sup>	+12,8	+238,8	+12,6
MSCI World Index USD <sup>2</sup>	+15,1	+150,2	+9,3
Fundsmith Equity Fund GBP I Class <sup>1</sup>	+7,4	+277,2	+15,5
MSCI World Index GBP <sup>2</sup>	+8,9	+180,5	+11,8

<sup>1</sup> Azioni ad accumulazione, al netto delle commissioni, con prezzo alle 13:00 CET, date di lancio, **EUR T**: 2.11.11, **CHF I**: 5.4.12, **USD I**: 13.3.13,

**GBP I**: 15.4.14, fonte: Bloomberg. NB Prima di marzo 2019 la performance si riferisce a Fundsmith Equity Fund Feeder

<sup>2</sup> MSCI World Index alla chiusura del periodo di attività USA, fonte: Bloomberg

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

<sup>4</sup> € Tasso di interesse, fonte: Bloomberg

Il Fondo non è gestito facendo riferimento ad alcun benchmark; i comparatori di cui sopra sono forniti solo a scopo informativo.

Le azioni ad accumulazione di classe T in euro sono aumentate del 10,9% nei primi sei mesi dell'anno, 1,7 punti percentuali in meno rispetto al comparatore

forse più evidente, l'indice MSCI World (€ net). (Nota: non copriamo l'esposizione valutaria, quindi la principale differenza di performance tra le diverse classi di azioni in valuta è dovuta ai movimenti valutari nel periodo di riferimento. Tali movimenti valutari incidono anche sulla performance del comparatore, l'indice MSCI World.)

Cosa è andato bene nei primi sei mesi del 2023? Ecco i cinque principali contributi positivi alla performance:

Azioni	Attribuzione
Microsoft	+2,9%
Piattaforme Meta	+2,7%
L'Oréal	+1,6%
Novo Nordisk	+1,2%
LVMH	+1,1%

Fonte: Northern Trust

Microsoft ha continuato a registrare una buona performance nonostante un rallentamento della crescita dei ricavi.

In questo medesimo periodo lo scorso anno Meta era uno dei nostri principali contributi negativi e abbiamo scritto, le azioni di "Meta" ora sono scambiate con un FCF yield dell'8,7%. A questo livello rappresenta un'occasione d'acquisto o una cosiddetta "trappola di valore". Vi faremo sapere quale tra le due opzioni appena lo scopriamo, ma siamo propensi a credere che sia la prima." Abbiamo avuto una risposta almeno parziale a questa domanda, con le azioni in crescita del 70% rispetto allo scorso anno, anche se siamo troppo paranoici per dichiarare vittoria. Cosa può dimostrare tutto ciò? Chiaramente che il prezzo delle azioni di Meta è stato volatile, e questo è il punto importante, che sia stato molto più volatile della performance dei suoi fondamentali, che dovrebbe essere il nostro principale obiettivo. Inoltre, dobbiamo tutti cercare di ignorare la cacofonia di rumori proveniente dai commentatori, che può essere inutile, o peggio, laddove costoro abbiano secondi fini.

L'Oréal continua a stupire per la sua performance, in particolare in Cina e online, attività indissolubilmente collegate. Questo è in netto contrasto con Estée Lauder, di cui parleremo più avanti. La performance di LVMH è stata ugualmente impressionante.

Abbiamo accennato a Novo Nordisk lo scorso anno, quando è apparsa. L'azienda ha un enorme successo con il suo farmaco contro l'obesità Wegovy. Il commento sulle azioni quest'anno si è focalizzato soprattutto sulla concorrenza effettiva o potenziale di Eli Lilly, forse di Sanofi, Boehringer Ingelheim e Zealand Pharma, e delle formulazioni generiche (probabilmente alcune di esse illegali).

Questi problemi spesso ci colpiscono come se vi fosse una sola dimensione. Qualcuno ha in effetti pensato che ci sarà un solo farmaco per trattare un

disturbo (obesità), che è di proporzioni pandemiche tali da far stimare in 54 miliardi di dollari i ricavi annui entro il 2030. Questo mi ricorda i commenti, spesso affannati, che riceviamo sull'ultima start-up fintech di elaborazione dei pagamenti e la minaccia che rappresenta per gli operatori storici come Mastercard e Visa. La gestione dei pagamenti è un settore così ampio e in rapida crescita che c'è spazio per diversi concorrenti, i quali possono inoltre contribuire a far accettare il prodotto e quindi a espandere il mercato. Non è un gioco a somma zero.

Tuttavia, dobbiamo aspettarci uno tsunami continuo di commenti sui farmaci per l'obesità e su Novo Nordisk, in cui le parole concorrenza, effetti collaterali e farmaci delle celebrità vengono sbandierate in modo sconsiderato alla stregua di un bingo, mentre servizi sanitari e assicuratori vengono citati *ad infinitum* o meglio ad nauseam. Sovente possiamo giudicare cosa dovrebbe accadere immaginando l'opposto di ciò che molti di essi propongono: come sottolineò Churchill in un altro contesto, faranno la cosa giusta dopo aver esaurito tutte le altre possibilità.

I cinque principali fattori che hanno penalizzato la performance del nostro fondo nel periodo di riferimento sono:

Azioni	Attribuzione
Estée Lauder	-1,1%
Waters	-0,9%
ADP	-0,4%
Mettler-Toledo	-0,4%
Nike	-0,2%

Fonte: Northern Trust

Estée Lauder è l'unico dei cinque sopracitati che ci preoccupa. La società è crollata a fronte dei numeri negativi causati da un apprezzamento, e successiva svalutazione, delle azioni accumulate in previsione di una ripresa dei viaggi da parte dei cinesi dopo il lockdown. Anche se vi è stata una ripresa dei viaggi domestici, sembra che i consumatori cinesi stiano acquistando per prima cosa orologi, borse e altri beni di lusso, che erano più difficili da reperire online durante il lockdown. Si è manifestata una grave carenza nella catena di approvvigionamento di Estée Lauder, che non ha nessuna struttura produttiva in Asia.

Estée Lauder è un'azienda cosmetica complementare a L'Oréal, con una forte presenza in America, prestigio e canali di distribuzione tradizionali rispetto ai punti di forza di L'Oréal in Cina, nel mercato retail e online. Aspettiamo di vedere come verrà gestita la recente debacle.

Su Waters e Mettler-Toledo ha influito il calo delle spese di laboratorio dopo la pandemia. Tale dato non è, a nostro avviso, da ritenersi rilevante. Di fatto, ci auguriamo che questa circostanza rappresenti per noi un'opportunità per incrementare le nostre posizioni.

ADP ha risentito dei problemi macroeconomici del mercato del lavoro dopo un forte 2022.

Le azioni di Nike hanno visto una debole crescita dopo la forte performance che ha fatto seguito ai minimi storici da pandemia, quando le abbiamo acquistate, e una certa riduzione dei margini lordi, con l'azienda impegnata a disfarsi delle azioni in eccesso.

Passando alla valutazione, il free cash flow yield ("FCF") del portafoglio, che aveva chiuso il 2022 al 3,1%, è sceso al 2,7% circa alla fine di giugno 2023 per una combinazione dell'aumento dei prezzi delle azioni e della continua interruzione della conversione degli utili in cash e la conseguente mancata crescita del FCF. È impossibile avere una visione definitiva con numeri semestrali, data la stagionalità e il fatto che si tratti di un breve periodo, ma il nostro portafoglio è più costoso dell'indice S&P 500 su questa misura, sebbene l'S&P includa numeri estremi come importanti società petrolifere e alcuni fornitori di servizi sanitari con FCF del 20% o superiore.

Nel primo semestre il fatturato del nostro portafoglio è stato del 2,9%. La negoziazione volontaria (negoziatura non causata da riscatti o sottoscrizioni) è costata 164.930 euro durante il semestre (0,002% o 0,2 punti base). Il valore OCF, spese correnti, per le azioni ad accumulazione di classe T è stato dell'1,08% e, aggiungendo il costo di tutte le operazioni, il costo totale dell'investimento è stato pari all'1,09%.

La voce della performance più importante è stata probabilmente la vendita di Amazon, che avevamo iniziato ad acquistare a luglio 2021. La causa immediata della vendita era la nostra preoccupazione circa una potenziale cattiva allocazione del capitale. Andy Jassy, nuovo CEO di Amazon, ha enunciato alcuni principi di investimento che i progetti d'investimento dovevano avere, ovvero:

1. Essere grandi e in grado di offrire buoni rendimenti sul capitale.
2. Servire un'area del mercato dove i consumatori non sono già ben serviti.
3. Amazon doveva avere un approccio differenziato alla concorrenza e
4. Amazon doveva avere o essere in grado di acquisire le competenze per metterlo in pratica.

La nostra opinione era che ci fosse molto da apprezzare in questa dichiarazione, il che ci diede fiducia nell'acquistare un'azione da cui prima ci eravamo tenuti alla larga. Tuttavia, è sempre più facile limitarsi a parlare che non passare ai fatti e la dichiarazione del CEO che voleva che Amazon cercasse nuove strade per crescere nella vendita al dettaglio di prodotti alimentari era in contrasto con tutti questi principi. A nostro avviso, il settore della vendita al dettaglio di prodotti alimentari non ha nessuna di queste caratteristiche e Amazon ha già battuto il naso in questo settore con l'acquisizione di Whole Foods.

---

Inoltre, la nostra recente esperienza di coinvolgimento con società che riteniamo stiano effettuando allocazione di capitale e altri errori ha prodotto un elenco molto più lungo di coloro che ci hanno ignorato rispetto a coloro che ci hanno ascoltato e quindi è probabile che noi siamo più attivi nell'uscire da simili situazioni laddove non siamo d'accordo con il modo in cui il capitale dei nostri investitori viene allocato. Laddove le aziende scelgono di investire al di fuori di un forte franchise core dove hanno già competenze, riteniamo probabile che esse distruggano valore, soprattutto laddove entrano in un settore che già presenta scarsi rendimenti.

Un simile ragionamento ci ha spinti a uscire da Adobe.

Malgrado io sospetti che la performance del Fondo sia e rimarrà l'obiettivo primario dei nostri investitori, noi cerchiamo di rimanere concentrati su ciò che sta accadendo con la performance fondamentale delle società in cui investiamo.

In questo periodo l'anno scorso abbiamo notato che, nonostante le performance generalmente scarse dei prezzi delle azioni, vi è stata una forte crescita dei ricavi del nostro portafoglio, addirittura molto forte per alcune delle nostre società, anche se abbiamo profeticamente sottolineato che ci potrebbe anche essere motivo di preoccuparsi circa la loro capacità di replicare questa performance nei prossimi due anni.

A che punto siamo ora?

Negli ultimi sei mesi abbiamo registrato un rallentamento della crescita dei ricavi delle nostre società tecnologiche, una performance resiliente dei nostri titoli sanitari e una costante pressione sulla redditività delle nostre attività consumer.

Le grandi aziende tecnologiche sono diventate in un certo senso vittime del proprio successo. Alla luce della loro crescita nell'ultimo decennio, queste oggi rappresentano una parte così ampia delle economie in cui operano da essere inevitabilmente divenute più cicliche. Nel periodo della recessione 2008-2009, Apple, Microsoft, Alphabet e Meta avevano un fatturato combinato di 125 miliardi di dollari. Oggi Apple genera da sola un fatturato di tre volte superiore e il fatturato complessivo di queste quattro aziende si avvicina a 1 trillione di dollari. Di conseguenza, per rallentamento economico si intende che, laddove Microsoft lo scorso anno ha incrementato il suo fatturato del 18%, consideriamo per quest'anno un incremento di oltre il 7%. Meta sta crescendo dell'8% circa, dove prima l'incremento era ben oltre il 20%. Apple e Alphabet avranno quasi certamente un calo nel 2023, ma prevediamo un discreto rimbalzo per il 2024.

Nel settore sanitario, aziende come Stryker continuano a beneficiare dell'incremento della domanda (repressa dal Covid), che ha guidato una crescita dei ricavi del 13% negli ultimi risultati trimestrali, diversi punti al di sopra del tasso di gestione storico. Altri, come Coloplast o IDEXX, sembrano un metronomo quanto ad affidabilità e hanno generato una crescita dei ricavi rispettivamente dell'8% e del 10%. Analogamente Novo Nordisk è da sempre

---

un'azienda estremamente affidabile, con un tasso di crescita intorno al 10%, oggi cresciuto al 25%, grazie al suo farmaco per la perdita di peso Wegovy.

Le nostre società consumer in generale continuano a generare una discreta crescita del fatturato, sebbene perlopiù trainata dai prezzi. Estée Lauder rappresenta purtroppo un'eccezione, con un calo delle vendite dell'8% nel suo report più recente, ma abbiamo assistito alle performance eccezionali di LVMH, che è cresciuta del 17%, PepsiCo, cresciuta del 14% e L'Oréal, cresciuta del 13%. Tuttavia, l'aumento dei costi delle materie prime ha esercitato una pressione sui margini, in particolare sui margini lordi, ovvero la differenza tra quanto costa a un'azienda realizzare i propri prodotti e a quanto può venderli. Così Procter & Gamble era abituata a "realizzare beni" per 0,50 dollari e "venderle" a 1 dollaro, ma ora la produzione gli costa 0,53 dollari. McCormick produceva a 0,58 dollari e vendeva a 1 dollaro, ora invece produrre gli costa 0,63 dollari. Estée Lauder realizzava prodotti a 0,20 dollari e li vendeva a 1 dollaro, ora invece la produzione costa 0,28 dollari. Questo lascia ancora i margini lordi delle nostre aziende ben al di sopra della media del mercato, il che significa che pur essendo la loro bottom line protetta, non possono però contrastare del tutto questi venti contrari.

Dei nostri titoli che non rientrano nelle tre categorie settoriali di cui sopra, Waters ha incrementato il fatturato "solamente" del 3%, laddove in tempi recenti abbiamo beneficiato di un incremento da due a tre volte tanto, il che significa un primo semestre deludente per il titolo. I modelli di vendita in questo tipo di attività possono essere onerosi e ci aspettiamo un miglioramento nella seconda metà. Anche per ADP un primo semestre da dimenticare quanto al prezzo del titolo, ma questo presumibilmente è in funzione della performance record delle azioni nel 2022 da un punto di vista commerciale; la crescita del 10% del fatturato resta perfettamente in linea con il tasso di gestione storico.

Per riassumere, le condizioni sono più difficili e le nostre aziende devono principalmente far fronte a una crescita più lenta dei ricavi e/o a costi delle materie prime più elevati. Tuttavia, questo è ciò che accade di tanto in tanto, quindi rimaniamo perlopiù ottimisti. Di conseguenza ci rimane ancora qualche timore, ma non una preoccupazione generale per ciò che sta succedendo.

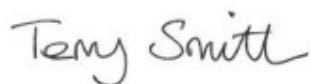
Passando dai fondamentali aziendali al contesto macroeconomico, che livello di tassi di interesse sarà necessario per domare l'inflazione? Non sappiamo. Ci sarà una recessione? Naturalmente, ma non abbiamo idea sul quando. Cosa succederà in Ucraina? Non ne abbiamo idea. La Cina intraprenderà un'azione su Taiwan e come reagiranno gli Stati Uniti? Non ne abbiamo idea. Anche se ne avessimo, non siamo sicuri di come i mercati reagirebbero.

Fortunatamente, come sempre noi non investiamo sulla base delle nostre previsioni sulla macroeconomia e la geopolitica.

Aspettando di vedere come si risolveranno queste sfide economiche e geopolitiche, cercheremo di continuare a fare ciò che ci eravamo prefissati. E

cioè creare un portafoglio di società di prestigio e detenerle in modo tale che la loro capacità intrinseca di accrescere il valore determini la nostra performance nel lungo termine.

Cordiali saluti,



Terry Smith  
CEO  
Fundsmith LLP  
Distributore e promotore di Fundsmith SICAV.

Disclaimer: Un Prospetto informativo in lingua inglese e un Documento contenente le informazioni chiave per gli investitori (KIID) per il Fundsmith Sustainable Equity, SICAV Fundsmith sono disponibili su richiesta e sul sito web di Fundsmith che gli investitori sono tenuti a consultare prima di acquistare azioni del fondo. Le performance passate non sono necessariamente indicative delle performance future. Il valore degli investimenti e il reddito da essi derivante possono aumentare o diminuire ed essere influenzati dalle variazioni dei tassi di cambio e l'investitore potrebbe non recuperare l'importo del suo investimento originale. Fundsmith LLP non offre consulenza in materia di investimenti né fornisce alcuna raccomandazione in merito all'idoneità del suo prodotto. Il presente documento è comunicato da Fundsmith LLP, che è autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority (Organismo di regolamentazione finanziaria del Regno Unito).

FundRock Management Company S.A. è una società di gestione di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari ("OICVM") ai sensi della Direttiva OICVM ed è autorizzata a offrire azioni della SICAV Fundsmith agli investitori su base transfrontaliera.

Fundsmith Equity Fund, Sicav Fundsmith, oggetto del presente documento, non si riferisce a un organismo di investimento collettivo autorizzato ai sensi della sezione 286 del Securities and Futures Act, capitolo 289 di Singapore (l'"SFA") o riconosciuto ai sensi della sezione 287 dell'SFA. Il presente documento non è stato registrato come prospetto presso l'Autorità monetaria di Singapore (la "MAS"). Di conseguenza, il presente documento e qualsiasi altro documento o materiale in relazione all'offerta, alla vendita, o all'invito alla sottoscrizione o all'acquisto di quote del Fondo non possono essere diffusi o distribuiti, né le quote possono essere offerte o vendute, o essere oggetto di un invito alla sottoscrizione o all'acquisto, direttamente o indirettamente, a soggetti a Singapore diversi da: 1. Un investitore istituzionale ai sensi della sezione 304 dell'SFA; o 2. Un soggetto pertinente ai sensi della sezione 305 (1) dell'SFA o a qualsiasi soggetto ai sensi della sezione 305 (2) dell'SFA (e tale distribuzione è conforme alle condizioni specificate nella sezione 305 dell'SFA); o 3. Altrimenti ai sensi e in conformità alle condizioni di qualsiasi altra disposizione applicabile dell'SFA. In particolare, per i fondi di investimento non autorizzati o non riconosciuti dalla MAS, le quote di tali fondi non possono essere offerte al pubblico al dettaglio. Il presente documento e qualsiasi altro documento o materiale emesso in relazione all'offerta o alla vendita non sono prospetti ai sensi dell'SFA. Di conseguenza, la responsabilità legale ai sensi dell'SFA in relazione al contenuto dei prospetti non si applica e gli investitori devono valutare attentamente se l'investimento è adatto a loro. In particolare, per i fondi di investimento non autorizzati o non riconosciuti dalla MAS, le quote di tali fondi non possono essere offerte al pubblico al dettaglio. Il presente documento e qualsiasi altro documento o materiale emesso in relazione all'offerta o alla vendita non sono prospetti ai sensi dell'SFA. Di conseguenza, la responsabilità legale ai sensi

dell'SFA in relazione al contenuto dei prospetti non si applica e gli investitori devono valutare attentamente se l'investimento è adatto a loro.

Fonti: Fundsmith LLP e Bloomberg, salvo diversa indicazione.

I dati sono aggiornati al 30 giugno 2023, salvo diversa indicazione.

La performance del portafoglio mette a confronto il totale degli acquisti e vendite di azioni, meno le creazioni e le liquidazioni totali, con il valore patrimoniale netto medio del fondo.

I rendimenti del free cash flow si basano su dati di dodici mesi finali e al 30 giugno 2023, salvo diversa indicazione. La variazione percentuale non viene calcolata se il periodo TTM (12 mesi finali) contiene una perdita netta.

L'Indice MSCI World è di proprietà esclusiva di MSCI Inc. MSCI non rilascia garanzie o dichiarazioni esplicite o implicite e non ha alcuna responsabilità in merito ai dati MSCI contenuti nel presente documento. I dati MSCI non possono essere ulteriormente ridistribuiti o utilizzati come base per altri indici o per qualsiasi titolo o prodotto finale. La presente relazione non è approvata, rivista o prodotta da MSCI. Il Global Industry Classification Standard (GICS) è stato sviluppato da ed è di proprietà esclusiva di MSCI e Standard & Poor's e "GICS®" è un marchio di servizio di MSCI e Standard & Poor's.

