

Julio de 2023

Estimado/a inversor/a:

En la siguiente tabla se muestra la rentabilidad de Fundsmith Equity Fund, un subfondo de la SICAV de Fundsmith (el «Fondo» o la «SICAV») y otros comparadores durante el primer semestre de 2023 y desde su creación. Tenga en cuenta las diferentes fechas de inicio para las diferentes clases de acciones, indicadas a continuación de la tabla.

% de rentabilidad total	Del 1 de enero al 30 de junio de 2023	Creación hasta el 30 de junio de 2023	
		Acumulada	Anualizada
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
Bonos europeos <sup>3</sup>	+5,0	+49,5	+3,5
Efectivo <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> Acciones de capitalización, netas de comisiones, cotizadas a las 13:00 h CET, fechas de lanzamiento, **EUR T**: 2.11.11, **CHF I**: 5.4.12, **USD I**: 13.3.13,

**GBP I**: 15.4.14, fuente: Bloomberg. Nota: Antes de marzo de 2019, la rentabilidad se refiere a Fundsmith Equity Fund Feeder

<sup>2</sup> MSCI World Index cotizado al cierre de las actividades comerciales en EE. UU., fuente: Bloomberg

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

<sup>4</sup> Tipo de interés en €, fuente: Bloomberg

El Fondo no se gestiona basándose en ningún índice de referencia, sino que los comparadores anteriores se proporcionan únicamente con fines informativos.

Las acciones de capitalización de clase T en euros subieron un 10,9 % en los primeros seis meses del año, 1,7 puntos porcentuales menos que en el caso del que quizás sea el comparador más obvio: MSCI World Index (€ netos). (Téngase en cuenta que no cubrimos la exposición a divisas, por lo que la principal diferencia de rentabilidad entre las diferentes clases de acciones de divisas se debe a los movimientos de divisas en el periodo. Estos movimientos de las divisas también afectan a la rentabilidad del comparador, MSCI World Index).

¿Qué ha ido bien en los primeros seis meses de 2023? Estos son los cinco factores positivos más importantes que contribuyen al rendimiento:

Acción	Atribución
Microsoft	+2,9 %
Meta Platforms	+2,7 %
L'Oréal	+1,6 %
Novo Nordisk	+1,2 %
LVMH	+1,1 %

Fuente: Northern Trust

Microsoft siguió presentando un buen rendimiento a pesar de la ralentización del crecimiento de los ingresos.

En esta etapa del año pasado, Meta fue uno de nuestros mayores detractores y escribimos: «Las acciones de Meta cotizan ahora con un rendimiento del flujo de caja libre («FCF», por sus siglas en inglés) del 8,7 %. En este nivel, se trata de un rendimiento barato o lo que se conoce como trampa de valor. Se lo comunicaremos diremos cuando lo averigüemos, pero consideramos que se trata del primer caso.» Ahora hemos tenido al menos una respuesta parcial a esa pregunta, con un aumento de las acciones del 70 % durante el último año, aunque somos demasiado paranoicos para declarar la victoria alguna vez. ¿Qué podría ilustrar esta situación? Claramente, la rentabilidad del precio de las acciones de Meta ha sido volátil, y este es el punto importante, es mucho más volátil que su rentabilidad fundamental, que debería ser nuestro enfoque principal. Además, debemos intentar ignorar la cacofonía del ruido de los comentaristas, que puede ser inútil, o peor que inútil cuando tienen un hacha que afilar.

L'Oréal sigue impresionando con su ejecución, especialmente en China y en línea, ambos inseparablemente vinculados. Esto contrasta mucho con Estée Lauder, del cual hablaremos más tarde. LVMH también ha mostrado un rendimiento impresionante.

El año pasado hablamos de Novo Nordisk, cuando entró en escena. Obtuvo un éxito rotundo con su medicamento contra la obesidad Wegovy. La principal característica de los comentarios sobre las acciones de este año ha sido la competencia real o potencial de Eli Lilly, tal vez de Sanofi, Boehringer Ingelheim

y Zealand Pharma, y de formulaciones genéricas (y probablemente ilegales en algunos casos).

Estas preocupaciones a menudo nos afectan de forma dimensional. ¿Alguien pensó realmente que solo habría un medicamento para atender una enfermedad (obesidad) que sea de tales proporciones pandémicas que se estimaran unos ingresos anuales de 54 000 millones de dólares para 2030? Me recuerda a los comentarios a menudo despiadados que recibimos sobre la última puesta en marcha de la tecnología financiera en el procesamiento de pagos y la amenaza que representan para las grandes empresas históricas como Mastercard y Visa. El mercado de procesamiento de pagos es tan grande y está creciendo tan rápido que hay espacio para varios competidores y también pueden ayudar a ganar aceptación para el producto y así expandir el mercado. No es un juego de suma cero.

No obstante, deberíamos esperar un tsunami continuo de comentarios sobre los medicamentos para la obesidad y Novo Nordisk en el que las palabras competencia, efectos secundarios y drogas famosas se ven afectadas por abandono descuidado como un juego de palabras de moda del bingo; y los servicios sanitarios nacionales y las aseguradoras son citados ad infinitum o incluso ad nauseum. A menudo podemos juzgar lo que debería suceder por el contrario de lo que muchos de ellos proponen; como señaló Churchill en otro contexto, harán lo correcto después de haber agotado todas las demás posibilidades.

Los cinco detractores más importantes de la rentabilidad de nuestro fondo durante el periodo fueron:

Acción	Atribución
Estée Lauder	-1,1 %
Waters	-0,9 %
ADP	-0,4 %
Mettler-Toledo	-0,4 %
Nike	-0,2 %

Fuente: Northern Trust

Estée Lauder es la única de las cinco que nos preocupa. Sufrió una caída en respuesta a las malas cifras provocadas por una acumulación y posterior amortización de las acciones acumuladas en previsión de una reapertura de los desplazamientos por parte de China tras el confinamiento. Aunque los desplazamientos nacionales han regresado, parece que los consumidores chinos compran primero relojes, bolsos y otros artículos de lujo que era más difícil comprar en línea durante el confinamiento. Esto ha revelado algunas debilidades graves en la cadena de suministro de Estée Lauder sin capacidad de fabricación en Asia.

Conocemos a Estée Lauder como una empresa cosmética complementaria a L'Oréal, con fortaleza en América, prestigio y canales de distribución

tradicionales en contraste con las fortalezas de L'Oréal en China, el mercado masivo y en línea. Esperamos ver cómo se gestiona el reciente debacle.

Tanto Waters como Mettler-Toledo se han visto afectados por la ralentización de los gastos de laboratorio tras la pandemia. En ningún caso esto es algo que nos preocupe. De hecho, esperamos que nos ofrezca la oportunidad de comprar más.

ADP se ha visto afectado por las preocupaciones macroeconómicas sobre el mercado laboral después de un 2022 fuerte.

Las acciones de Nike tuvieron un periodo débil tras un fuerte rendimiento tras los mínimos de la pandemia, donde las compramos, y una cierta reducción de los márgenes brutos a medida que trabajaban para eliminar el exceso de acciones.

En cuanto a la valoración, el rendimiento del FCF de la cartera, que había finalizado el 2022 al 3,1 %, cayó a aproximadamente el 2,7 % a finales de junio de 2023 a través de una combinación de la subida de los precios de las acciones y la interrupción continuada de la conversión de los beneficios en efectivo y la consiguiente falta de crecimiento del flujo de caja libre. Es imposible considerar definitivas las cifras de mitad de año, dada la estacionalidad y el hecho de que es un periodo corto, pero nuestra cartera es más cara que S&P 500 Index en esta medida, aunque S&P contiene algunas cifras extremas, como las principales empresas petroleras y algunos proveedores de atención médica, aparentemente con rendimientos del FCF del 20 % o más.

La facturación de nuestra cartera en el primer semestre fue del 2,9 %. Las operaciones voluntarias (no causadas por reembolsos o suscripciones) tuvieron un coste de 164 930 € durante el semestre (0,002 % o 0,2 puntos básicos). La cifra de gastos corrientes de las acciones de acumulación de la clase T fue del 1,08 % y con el coste de todas las operaciones añadido, el coste total de la inversión fue del 1,09 %.

El punto más destacado del volumen de negocios fue probablemente nuestra venta de Amazon, del que comenzamos a comprar en julio de 2021. La causa inmediata de la venta fue nuestra preocupación por una posible asignación incorrecta de capital. El relativamente nuevo Director general Andy Jassy presentó algunos principios de inversión que los proyectos de inversión debían tener, a saber:

1. Ser grandes y capaces de ofrecer buenos rendimientos del capital.
2. Servir a un área del mercado en la que los consumidores aún no están bien atendidos.
3. Amazon tenía que tener un enfoque diferenciado con respecto a la competencia
4. Amazon tenía que tener o ser capaz de adquirir la competencia para ejecutar.

Nuestro punto de vista fue que había mucho que admirar de esa afirmación, y nos dio cierta comodidad a la hora de comprar unas acciones de las que nos habíamos alejado antes. Sin embargo, siempre es más fácil hablar sin paños calientes y el director general afirma que quería que Amazon buscara rutas para aumentar el tamaño de la venta minorista de comestibles en contra de todos estos principios. En nuestra opinión, el comercio minorista de alimentación no tiene ninguna de estas características y Amazon ya ha arraigado su posición en este sector con la adquisición de Whole Foods.

Además, nuestra reciente experiencia de interacción con empresas que creemos que están realizando asignaciones de capital y otros errores ha generado una lista mucho más larga de aquellos que nos han ignorado que aquellos que nos han escuchado, por lo que es probable que seamos más activos a la hora de salir de dichas situaciones en las que no estamos de acuerdo con la forma en que se asigna el capital de nuestros inversores. Cuando las empresas optan por invertir fuera de una poderosa franquicia central en la que ya tienen experiencia, creemos que es probable que destruyan el valor, y especialmente cuando entran en un sector que ya tiene rentabilidades deficientes.

Un proceso de pensamiento similar nos llevó a salir de Adobe.

Aunque sospecho que la rentabilidad de los precios del fondo es y seguirá siendo el enfoque principal de nuestros inversores, tratamos de mantenernos centrados en lo que está sucediendo con el rendimiento fundamental de estos negocios.

En este momento del año pasado, señalamos que, a pesar de los malos resultados generales en cuanto a los precios de las acciones, el crecimiento de los ingresos de nuestra cartera fue fuerte, limpiándose a ser muy fuertes en algunas de nuestras empresas, aunque hemos observado, de forma fehaciente, que podríamos estar preocupados por su capacidad para replicar este rendimiento en los próximos dos años.

¿En qué punto nos encontramos en este momento?

En los últimos seis meses, nuestras empresas tecnológicas han experimentado una ralentización en el crecimiento de los ingresos, un rendimiento sólido de nuestras acciones del sector sanitario y una presión continua sobre la rentabilidad de nuestros negocios de consumo.

En cierto modo, las grandes empresas tecnológicas se han convertido en víctimas de su propio éxito. Su crecimiento durante la última década significa que ahora son una parte tan importante de las economías en las que operan que inevitablemente se han vuelto más cíclicas. En el momento de la recesión 2008-2009, Apple, Microsoft, Alfabeto y Meta tenían unas ventas combinadas de 125 000 millones de dólares. Hoy en día, Apple genera el triple de esa cifra por su cuenta y las ventas combinadas de estas cuatro empresas son cercanas al billón de dólares. Como resultado, la desaceleración económica implica que,

si bien Microsoft aumentó las ventas en un 18 % el año pasado, estamos considerando más del 7 % este año. Meta está creciendo en torno al 8 %, donde el crecimiento anteriormente superaba con creces el 20 %. Apple y Alphabet casi con total seguridad tendrán una caída de años en 2023, pero esperamos un repunte decente en 2024.

En el sector sanitario, empresas como Stryker siguen beneficiándose de la demanda acumulada tras la COVID, que impulsó el crecimiento de los ingresos en los resultados trimestrales más recientes de la empresa del 13 %, varios puntos por encima de su tasa de ejecución histórica. Otros, como Coloplast o IDEXX, siguen siendo similares al metrónomo en cuanto a su fiabilidad y generaron un crecimiento de los ingresos del 8 % y el 10 %, respectivamente. Mientras tanto, Novo Nordisk también fue un negocio extremadamente fiable que creció alrededor de un 10 %, que ahora se ha transformado en uno que creció al 25 %, gracias a su medicamento para la pérdida de peso Wegovy.

Nuestras empresas de consumo siguen generando un crecimiento decente de los ingresos brutos, aunque en su mayoría liderado por el precio. Estée Lauder fue, desafortunadamente, la excepción con una reducción de las ventas del 8 % en su informe más reciente, pero vimos un desempeño sobresaliente de LVMH que creció un 17 %, PepsiCo que creció un 14% y L'Oréal que creció un 13 %. Sin embargo, el aumento de los costes de los insumos ha ejercido presión sobre los márgenes, especialmente sobre los márgenes brutos o la diferencia entre lo que cuesta a una empresa fabricar sus productos y lo que pueden vender. Por lo tanto, Procter & Gamble solía «hacer las cosas» por 0,50 dólares y «venderlas» por 1,00 dólar, pero ahora cuesta 0,53 dólares fabricarlas. McCormick solía hacer cosas por 0,58 dólares y venderlas por 1,00 dólar, pero ahora las hace por 0,63 dólares. Estée Lauder solía fabricar cosas por 0,20 dólares y venderlas por 1,00 dólar, ahora cuesta 0,28 dólares fabricarlas. Esto sigue dejando los márgenes brutos de nuestras empresas muy por encima de la media del mercado, lo que significa que sus resultados financieros están mejor protegidos, pero no pueden compensar por completo estos vientos en contra.

De nuestras acciones que no entran en las tres categorías sectoriales anteriores, Waters «solo» aumentó las ventas en un 3 %, mientras que más recientemente nos hemos beneficiado de un aumento del doble y el triple, lo que significa que las acciones tuvieron una primera mitad de año deficiente. Los patrones de ventas en este tipo de negocios pueden ser escarpados y esperamos mejorar en la segunda mitad del año. ADP también vivió una primera mitad de año para olvidar desde la perspectiva del precio de las acciones, pero esto supuestamente tuvo que ver con lo bien que las acciones rindieron en 2022 desde una perspectiva empresarial; el crecimiento de la línea superior del 10 % sigue estando en línea con la tasa de ejecución histórica.

En resumen, las condiciones son más duras y nuestras empresas tienen que lidiar principalmente con un crecimiento más lento de los ingresos y/o unos costes de entrada más altos. Sin embargo, eso es lo que sucede de vez en

cuando, por lo que la mayoría de nosotros somos optimistas al respecto. Como resultado, tenemos algunas preocupaciones más, pero no una preocupación mayoritaria sobre lo que está sucediendo.

Al pasar de los fundamentos de la empresa al entorno macroeconómico, ¿qué nivel de tipos de interés se requerirá para controlar la inflación? No lo sabemos. ¿Habrá recesión? Por supuesto, pero no sabemos cuándo. ¿Qué pasará en Ucrania? No tenemos ni idea. ¿Aprobará China medidas sobre Taiwán y cómo responderá Estados Unidos? No podemos saberlo. Incluso si lo supiéramos, no podemos estar seguros de cómo reaccionarían los mercados.

Afortunadamente, sigue siendo el caso de que no invertimos según nuestras predicciones sobre macroeconomía y geopolítica.

Mientras esperamos el resultado de estos dilemas económicos y geopolíticos, intentaremos seguir haciendo lo que nos propusimos hacer. A saber, reunir una cartera de empresas de alta calidad y mantenerlas para que su capacidad inherente de ganar valor determine cómo nos comportamos a largo plazo.

Un cordial saludo,



Terry Smith  
Director general  
Fundsmith LLP  
Distribuidor y promotor de la SICAV de Fundsmith.

Descargo de responsabilidad: Hay disponible un documento de datos fundamentales y un folleto en inglés para Fundsmith Equity Fund - Fundsmith SICAV en la web de Fundsmith o bajo previa solicitud, y los inversores deben consultar estos documentos antes de comprar acciones del fondo. Las rentabilidades pasadas no son necesariamente una guía para las rentabilidades futuras. El valor de las inversiones y los ingresos derivados de las mismas pueden tanto aumentar como disminuir y verse afectados por los cambios en los tipos de cambio, y es posible que no recupere el importe de su inversión original. Fundsmith LLP no ofrece asesoramiento de inversión ni hace recomendaciones sobre la idoneidad de su producto. Este documento lo comunica Fundsmith LLP, que está autorizado y regulado por la Autoridad de Conducta Financiera.

FundRock Management Company S.A. es una sociedad gestora de organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios («OICVM») en el sentido de la Directiva sobre OICVM y está autorizada a ofrecer acciones de la SICAV de Fundsmith a inversores transfronterizas.

Fundsmith Equity Fund - Fundsmith Sicav, que es el objeto de este documento, no hace referencia a un plan de inversión colectiva autorizado en virtud del artículo 286 de la Ley de Valores y Futuros, capítulo 289 de Singapur (la «SFA») o Reconocido en virtud del artículo 287 de la SFA. Este documento no se ha registrado como un folleto ante la Autoridad Monetaria de Singapur (la «MAS»). En consecuencia, este documento y cualquier otro documento o material relacionado con la oferta o venta, o invitación a la suscripción o compra,

de las participaciones del Fondo no podrá distribuirse ni distribuirse, ni podrá ofrecerse o venderse las participaciones, ni tampoco podrá ser objeto de una invitación a la suscripción o compra, ya sea directa o indirectamente, a personas en Singapur que no sean 1. A un inversor institucional en virtud del artículo 304 de la SFA; o 2. A una persona relevante de conformidad con la sección 305(1) de la SFA o a cualquier persona de conformidad con la sección 305(2) de la SFA (y dicha distribución se realiza de acuerdo con las condiciones especificadas en la sección 305 de la SFA); o 3. De lo contrario, de conformidad con, y de conformidad con las condiciones de, cualquier otra disposición aplicable de la SFA. En particular, para los fondos de inversión no autorizados o reconocidos por la MAS, las participaciones en dichos fondos no se pueden ofrecer al público minorista. Este documento y cualquier otro documento o material emitido en relación con la oferta o venta no es un folleto como se define en la SFA. En consecuencia, no se aplica la responsabilidad legal en virtud de la SFA en relación con el contenido de los folletos y los inversores deben considerar cuidadosamente si la inversión es adecuada para ellos. En particular, para los fondos de inversión no autorizados o reconocidos por la MAS, las participaciones en dichos fondos no se pueden ofrecer al público minorista. Este documento y cualquier otro documento o material emitido en relación con la oferta o venta no es un folleto como se define en la SFA. En consecuencia, no se aplica la responsabilidad legal en virtud de la SFA en relación con el contenido de los folletos y los inversores deben considerar cuidadosamente si la inversión es adecuada para ellos.

Fuentes: Fundsmith LLP y Bloomberg a menos que se indique lo contrario.

Los datos corresponden al 30 de junio de 2023, a menos que se indique lo contrario.

La rotación de la cartera compara las compras y ventas totales de acciones menos las creaciones y liquidaciones totales con el valor liquidativo medio del fondo.

Los rendimientos del flujo de caja libre se basan en los datos de los últimos doce meses y a 30 de junio de 2023, a menos que se indique lo contrario. El cambio porcentual no se calcula si el periodo TTM (últimos doce meses) contiene una pérdida neta.

MSCI World Index es propiedad exclusiva de MSCI Inc. MSCI no ofrece garantías ni declaraciones explícitas o implícitas, y no asume ninguna responsabilidad en relación con los datos de MSCI contenidos en este documento. Los datos de MSCI no podrán redistribuirse más ni utilizarse como base para otros índices, valores ni productos finales. MSCI no aprueba, revisa ni elabora este informe. El Global Industry Classification Standard (GICS) ha sido desarrollado por y es propiedad exclusiva de MSCI y Standard & Poor's, y «GICS®» es una marca de servicio de MSCI y Standard & Poor's.