



AS Swiss Equity Cadmos Engagement Fund

Rapport annuel 2024

Philosophie d'investissement

AS Swiss Equity Cadmos Engagement est un fonds long-only en actions suisses. Le fonds vise une croissance régulière du capital sur le long terme avec une corrélation aux marchés plus faible. La gestion du portefeuille est active, basée sur la génération d'alpha. Le fonds offre une combinaison d'investissement dans des titres de valeur et de croissance. L'engagement actionnarial est au cœur de la stratégie. Le fonds investit dans des sociétés leader pouvant bénéficier des changements de paradigmes, comme la transition digitale, la croissance démographique et les changements climatiques. Les sociétés sélectionnées ont les capacités d'améliorer leur compétitivité tout en générant des externalités positives sociales et environnementales. L'engagement systématique avec les sociétés sélectionnées génère un impact additionnel positif et renforce les convictions d'investissement. Cette combinaison devrait permettre de délivrer une meilleure performance à long terme avec un risque minimisé.

La performance du fonds



Depuis son lancement du 1er juillet 2020 au 31 décembre 2024, le fonds AS Swiss Equity Cadmos Engagement (classe IF) affiche une performance de +34.5%, une surperformance de 10% par rapport à celle de son indice de référence le SPI (Swiss Performance Index) en hausse de +24.4%. En 2024, le fonds a généré une performance de +5.0% (pour la part IF), une hausse inférieure à celle de son indice de référence, le SPI en hausse de +6.2%.

L'année 2024 s'annonçait difficile mais l'économie mondiale a mieux résisté qu'attendu notamment aux Etats-Unis où la croissance s'est poursuivie, en partie grâce au secteur de la technologie. L'augmentation de l'inflation a ralenti et les banques centrales ont pu procéder à plusieurs baisses de taux. Toutefois l'année a été volatile, influencée par les incertitudes politiques (l'élection présidentielle américaine, la dissolution de l'assemblée nationale française, la crise politique en Allemagne entre autres), les tensions géopolitiques (guerres en Ukraine et au Moyen Orient), une situation économique toujours tendue en Europe et en Chine ainsi qu'une inflation difficile à contenir aux Etats-Unis. Au final les marchés financiers ont enregistré une performance positive. En Suisse, la BNS a baissé plusieurs fois ses taux. Le marché suisse a affiché une performance positive en 2024, l'indice SMI a gagné +4.2%.

En 2024, le fonds a enregistré une hausse de +5.0% pour la part IF, de +4.8% pour la part I, de +4.2% pour la part A et de +5.1% pour la part J, inférieure à celle de son indice de référence, le SPI en hausse de +6.2%. Cette sous-performance s'explique par la baisse de certaines positions importantes dans le fonds, comme Inficon, Sika, Straumann, entre autres qui ont connu un retournement de performance par rapport à l'année 2023.

Gestion active du portefeuille

Le fonds investit principalement dans des sociétés qui montrent un bilan solide, une croissance des bénéfices stable et régulière, un rendement élevé des capitaux investis et une génération importante de cash après investissements. Le choix des titres découle d'une analyse fondamentale primaire. La solidité financière d'une société, son niveau d'endettement, sa croissance future des ventes, l'amélioration de ses marges, sa capacité à créer de la valeur, ses retours sur investissement sur le moyen terme, sa résilience face aux cycles économiques, entre autres sont analysés et modélisés. Pour la majorité des sociétés, un modèle financier est construit avec un historique de 5 ans minimum et des projections sur 5 ans. Afin de peaufiner au mieux leurs projections et leurs opinions sur les sociétés, les gérants se basent sur les publications des sociétés, assistent aux conférences données par ces dernières et ont régulièrement des meetings avec des membres du management (directeur général ou directeur financier) et/ou avec les relations investisseurs plusieurs fois dans l'année.

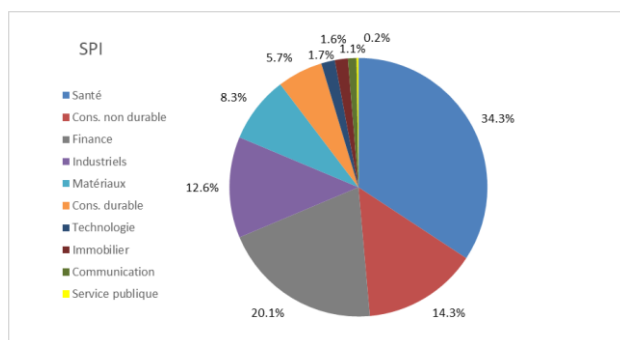
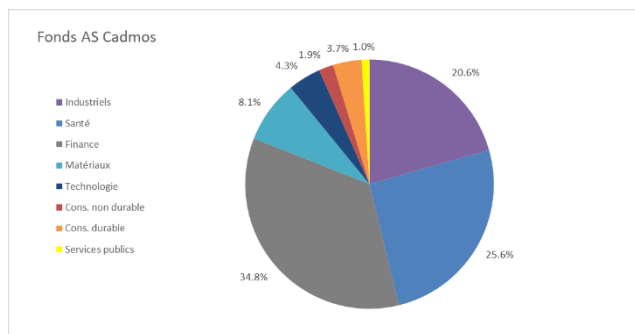
Durant 2024, les gérants ont eu plus de 100 réunions avec les managements des sociétés pour discuter de leur stratégie, des résultats et de leurs perspectives d'un point de vue financier. Les gestionnaires ont également eu des meetings d'engagement avec des personnes responsables de la durabilité des entreprises et/ou le management des sociétés et/ou les relations investisseurs. Le but est d'engager avec toutes les sociétés détenues dans le fonds dans un délai de 3 ans et de générer des impacts positifs additionnels pour la majorité des titres en portefeuilles dans les 5 ans. Lors de ces réunions, ce sont les aspects sociaux, environnementaux et de gouvernance qui sont abordés. Sur la base de ces analyses, un rating est déterminé, rating qui aura un impact direct sur le modèle de valorisation à travers le taux d'escompte utilisé dans le modèle d'actualisation des flux de trésorerie générés. Une société est achetée ou vendue selon sa valeur juste déterminée par le modèle d'actualisation appliqué aux flux de trésorerie et aux dividendes générés sur une durée de cinq ans. L'objectif est de garder les titres en portefeuille sur une longue période et d'avoir de fortes convictions dans les investissements.

Fin 2024, la masse sous gestion du fonds s'élevait à CHF 76.1 millions contre CHF 61.9 millions fin décembre 2023. Cette hausse est due à la performance positive du fonds et à des entrées de capitaux (pour CHF 11.2 millions). Le prix de la part IF est de CHF 132.98, la part I de CHF 132.13, la part A de CHF 129.39 et la part J de CHF 133.43 au 31 décembre 2023.

La composition du fonds

Les actions des sociétés représentent chacune entre 1% et 7% du fonds. Le fonds est composé de 36 titres à fin décembre 2024. Les liquidités à fin décembre 2024 représentent moins de 1% du fonds.

Au niveau sectoriel, le fonds a la composition suivante, bien différente de celle de son indice de référence, le SPI.



Les 10 principales positions du fonds sont les suivantes :

Sociétés	% du fonds	Sociétés	% du fonds
UBS	7%	Swissquote	4%
ABB	6%	Alcon	4%
Zurich	6%	Givaudan	4%
Swiss Life	6%	Sika	4%
Partners Group	5%	Lonza	4%

En 2024, le fonds a intégré trois nouvelles positions : Galderma, Swissquote et Swiss Re. Galderma, l'entreprise spécialisée dans les soins dermatologiques et l'esthétique injectable qui a fait son entrée en bourse cette année, bénéficie d'un marché en forte croissance, d'une expansion géographique et de la mise sur le marché de nouveaux produits. Swissquote, la banque digitale, montre une forte croissance, en partie grâce à l'appel du trading des crypto-monnaies mais également grâce à sa stratégie de croissance en Suisse et à l'international. Afin d'augmenter l'exposition aux assurances, Swiss Re est entrée dans le portefeuille. La société de réassurance s'est renforcée financièrement avec l'augmentation de ses réserves pour sa division « property & casualty ». Elle a annoncé ses objectifs pour 2025, dont un résultat net à 4,4 milliards de dollars. Elle vise une croissance minimum du dividende de 7 % par an au cours des trois prochaines années et maintient son objectif de ROE supérieur à 14%.

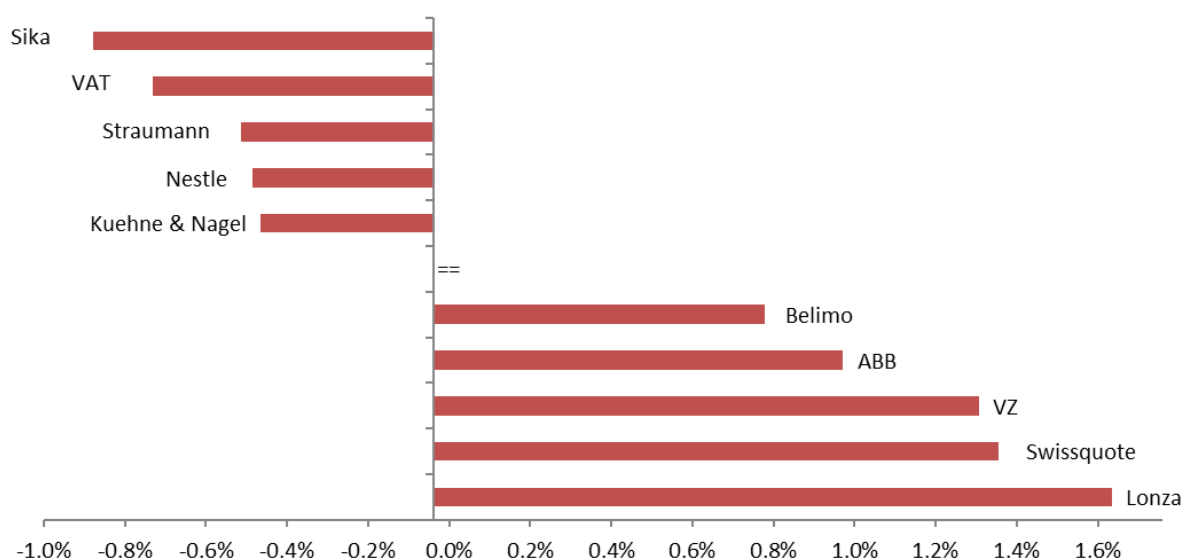
De nombreux titres ont été accumulés pour investir les nouvelles liquidités du fonds (ABB, Belimo, Georg Fischer, Givaudan, Inficon, Logitech, Lonza, Partners Group, Siegfried, Sika, Swiss Life, UBS, VAT, VZ Holding, Ypsomed, Zurich).

Quatre titres ont été sortis du portefeuille : Also, Emmi, EMS Chemie et SIG Combibloc. Suite à de mauvais résultats pour le distributeur de logiciels Also et profitant d'un rebond du secteur de la technologie, le titre a été sorti du portefeuille. La baisse de la consommation américaine pèse sur les ventes d'Emmi et de SIG Combibloc. Le secteur automobile est en ralentissement et il y a peu d'amélioration en vue à court terme ce qui impacte les affaires d'EMS Chemie.

Trois positions ont été réduites : BKW, Lem et Nestlé.

Les contributions à la performance

Les principales contributions à la performance en 2024 (ex-dividendes)



Les satisfactions

La performance des différentes positions du portefeuille a été très inégale comme en 2023. Des titres qui avaient fortement souffert en 2023 ont retrouvé les faveurs des investisseurs en 2024 et à l’opposé des titres qui avaient connu une forte performance en 2023 ont chuté.

Les mouvements des taux ont été bénéfiques pour les sociétés financières, notamment les assurances. Swiss Life a publié de bons résultats tout au long de l’année. Lors de l’annonce de « Swiss Life 2027 », elle a revu à la hausse l’objectif de retour sur ses capitaux propres à 17-19%, a augmenté son taux de distribution des dividendes et a annoncé un programme de rachats d’actions. Zurich a également publié de bons résultats, elle a déjà atteint ses objectifs 2025. Son bilan est solide ce qui lui permet de verser un dividende attractif. VZ Holding a continué à attirer de nouveaux actifs sous gestion et à publier de bons résultats. Swissquote, la banque digitale, affiche une forte croissance de ses résultats, en partie grâce au trading sur les crypto-monnaies. UBS a publié de bons résultats et l’intégration de Crédit Suisse se passe bien. Néanmoins le titre a été volatil durant l’année en raison du rapport de la FINMA et ses conclusions « too big to fail ». Elle enjoint UBS à fournir davantage de garanties pour faire face à une éventuelle crise et à revoir sa stratégie de liquidation. La performance sur l’année a été toutefois positive. Partners Group a connu une performance positive plus modeste que le reste du secteur. La société de private equity devrait enregistrer en 2024 des commissions de performance basses car l’environnement n’est pas favorable à la concrétisation de ventes ou la mise sur le marché d’actifs privés.

Les titres cycliques ont connu des sorts contrastés. ABB est dans une tendance positive grâce à l’augmentation des besoins en électrification. Belimo est stimulée par la forte demande des datacenters aux Etats-Unis pour ses solutions de refroidissement. Malgré une évolution dans la construction et l’automobile négative, Georg Fischer a dégagé une performance positive grâce à la bonne intégration d’Uponor et surtout grâce à l’annonce de son recentrage sur ses activités Piping, avec la vente de sa division Machining et l’étude de séparation de sa division Casting.

Dans le secteur de la santé, les grandes pharmas, Roche et Novartis ont bien tenu et enregistré une performance similaire à celle du marché. Novartis a publié de bons résultats. Malgré les pertes de patentes à venir, le groupe a révisé à la hausse ses perspectives de croissance moyenne des ventes à 5% pour les années 2024-29. En novembre 2024, Novartis a annoncé l’acquisition de Kate Therapeutics spécialisé dans les thérapies génétiques. Roche a publié de bons résultats et a confirmé vouloir maintenir un niveau de marges élevé en privilégiant la recherche interne. Le titre a été influencé par les espoirs dans ses médicaments contre l’obésité (suite à son

acquisition en 2023 de Carmot Therapeutics) dont les résultats cliniques ont soulevé quelques questions et dont les ventes pourraient être moins élevées qu'attendues. Ypsomed, le producteur de système injectable pour médicaments, a décidé de se concentrer uniquement sur sa division de systèmes d'injection et de se séparer de sa division Diabete Care. Porté par l'engouement pour le médicament contre l'obésité, GLP-1, le titre a poursuivi sa forte hausse jusqu'en octobre. Malgré de bons résultats et une forte croissance les craintes qu'au final les ventes globales des médicaments contre l'obésité soient moins fortes qu'attendues ont fait perdre une partie des gains sur le titre au 4ème trimestre. Alcon a connu une belle performance légèrement entachée suite à la publication de ventes sous les attentes et une légère révision à la baisse de ses résultats pour l'année 2024. En revanche, le groupe améliore sa rentabilité et de nombreux lancements en 2025 devraient soutenir sa croissance pour les années à venir. Sonova a regagné du terrain cette année grâce au lancement de sa nouvelle plateforme d'appareils auditifs Infineo et des gains de parts de marché. Elle a gagné un nouveau contrat avec Cotsco pour des appareils auditifs sous sa marque Sennheiser, dont les ventes resteront modestes dans un premier temps.

Après une mauvaise année 2023, Lonza a retrouvé les faveurs des investisseurs. Plusieurs événements majeurs ont jalonné son année, tout d'abord l'acquisition de l'usine de production de produits biologiques de Roche à Vacaville, puis la nomination d'un nouveau CEO Wolfgang Wienand, alors CEO de Siegfried, de bons résultats et enfin une revue de son portefeuille avec la décision de se séparer de sa division Capsule & Health Ingredients dont la rentabilité n'a fait que décroître depuis son achat. Malgré le départ de son CEO, Siegfried a connu également une bonne année. La société a publié de bons résultats, elle augmente ses capacités de production et fait des acquisitions ciblées pour assurer sa croissance future.

Givaudan a enregistré tout au long de l'année une accélération de la croissance de ses ventes couplée à une amélioration de sa rentabilité. Malgré des ventes horlogères en retrait, en raison de la baisse de la demande chinoise, le titre Richemont a montré une hausse soutenue, grâce à la bonne résilience de sa division joaillerie, de la marque Cartier notamment.

SGS a été soutenue par l'arrivée d'une nouvelle CEO et par sa volonté de simplifier le groupe, de mettre en place des mesures d'économie de coûts afin d'augmenter la rentabilité.

Dans le secteur de l'énergie, la baisse du prix de l'électricité a incité les investisseurs à prendre des bénéfices sur BKW. Le titre s'est repris suite à la présentation de sa stratégie 2030 avec des objectifs ambitieux de 1 milliard de bénéfice opérationnel et l'annonce d'un large programme d'investissement. BKW veut participer à la transition vers un environnement de production d'énergie plus durable.

Les déceptions

Le ralentissement du secteur de la construction a pesé sur les résultats de Geberit et Sika. Lem a subi la plus grosse perte du portefeuille, elle souffre notamment de sa forte dépendance à la Chine et au secteur automobile en baisse. La conjoncture économique ainsi que les perturbations sur le canal de Suez et le canal du Panama ont fait grimper les taux de fret en 2024. Ces perturbations ont impacté Kuehne + Nagel. Interroll souffre du déstockage de ses clients, les nouveaux projets peinent à revenir.

Les titres de la technologie, VAT, Inficon et Logitech, qui avaient bondi en 2023 avec l'essor de l'IA ont fortement chuté cette année. Les dépenses d'investissement des sociétés semiconducteurs ont baissé et le rebond attendu a été différé. Néanmoins VAT s'attend à une année record en 2025. Logitech a beaucoup fluctué cette année malgré de bons résultats. La pression du fondateur pour changer de CEO ainsi que les craintes de tarifs accrus des Etats-Unis envers la Chine, où se situent une grande partie de ses sites de production, ont pesé sur le titre.

L'inflation toujours élevée aux Etats-Unis et un environnement économique morose dans le reste du monde ont pesé sur la demande des consommateurs. Nestlé n'arrive pas à renouer avec ses taux de croissance réelle historiques ce qui a poussé son CEO à la démission après des résultats décevants. Un successeur interne a été nommé et a la lourde tâche de redonner confiance aux investisseurs.

Après une forte performance en 2023, Straumann s'est repliée cette année, malgré des résultats corrects à l'exception des Etats-Unis où le marché des implants est en baisse. Le groupe a annoncé la vente de DrSmile en Europe peu profitable, ce qui lui a permis de relever ses prévisions. Tecan a à nouveau connu une année très difficile. La réduction des dépenses de l'industrie biopharmaceutique a conduit à une baisse de la demande pour ses instruments de recherche et la faiblesse du marché chinois a affecté nombre de ses clients.

Bachem et Dottikon ont également été impactées par la baisse des dépenses des sociétés de biotechnologie. Bachem a subi un incident sur son site en construction et a changé certains plans provoquant des retards et des coûts supplémentaires. En fin d'année, les résultats décevants du nouveau médicament contre l'obésité de Novo Nordisk ont pesé également.

Daetwyler enregistre une baisse de la croissance dans sa division santé en raison de la diminution des stocks chez ses clients et des ventes de produits destinés à l'automobile plus faibles. Le titre a fortement chuté.

Les perspectives

L'évolution de l'économie mondiale est incertaine pour 2025. Les taux d'intérêt toujours à des niveaux élevés aux Etats-Unis pourraient freiner la croissance bien que présentement les perspectives restent bonnes. L'économie européenne peine à se redresser. En Suisse, le SECO anticipe une croissance du PIB de 1.5% pour 2025. Si le niveau de l'inflation continue de se normaliser, les banques centrales devraient procéder à d'autres baisses de taux en 2025, ce qui pourrait soutenir les marchés. En revanche, les inconnues telles la politique commerciale mise en place par le nouveau gouvernement américain pourraient peser sur les marchés.

L'agrégat des bénéfices des sociétés suisses pourrait augmenter de 10% en 2025. Le marché suisse se traite à 17x les bénéfices escomptés pour l'année 2025, niveau historique toujours élevé. Le rapport entre le rendement des actions et des obligations gouvernementales suisses ou « corporate » est d'environ 5% et donc favorable aux actions. La BNS a procédé à des baisses de taux en 2024 pour un total de 100pb, le taux SARON est passé de 1.7% fin décembre 2023 à 0.45% fin décembre 2024.

L'engagement actionnarial

Le vote : ASIM est un actionnaire actif et vote lors des assemblées générales de toutes les sociétés en portefeuille. Le vote fournit aux gérants de portefeuille des informations précieuses sur la qualité de la gouvernance d'une entreprise. La compétence, l'indépendance et la disponibilité du conseil d'administration sont essentielles pour l'avenir d'une entreprise. L'effet d'une augmentation de capital, par exemple, se fera sentir immédiatement. L'exercice du droit de vote est une responsabilité financière. Les gestionnaires de portefeuille définissent leurs positions de vote en étudiant les analyses des assemblées générales annuelles (AGM) et les recommandations de vote fournies par le conseiller en vote par procuration.

Les dialogues : Au cours de l'année 2024, vingt réunions avec des sociétés investies ont été organisées pour traiter des sujets environnementaux, sociaux et de gouvernance. Lors de ces réunions d'engagement, les gérants poussent les entreprises au progrès et à promouvoir des impacts de durabilité positifs. Les dialogues et engagements auprès des sociétés sont destinés à les motiver non seulement à considérer les risques financiers d'inaction ou de négligence au niveau de la durabilité mais surtout à les pousser à intégrer des sujets clés environnementaux, sociaux et de gouvernance dans leur stratégie et communication. Ainsi avec l'appui du conseiller ESG, les thèmes les plus importants sont étudiés et discutés. L'expert ESG fournit des recommandations d'amélioration aux entreprises et une analyse approfondie des lacunes de leurs publications. Les sociétés sont souvent conscientes de leurs challenges et prêtes à ajuster et à suivre certains conseils.

Après chaque rencontre un rapport détaillé est publié, accessible aux actionnaires du fonds et à la société en question entre autres. Un rapport d'engagement actionnarial est publié chaque année, incluant toutes les sociétés dans le portefeuille. Ces rapports sont accessibles sur demande.

Pour plus de détails sur l'engagement actionnarial, le vote et les dialogues, se référer au rapport annuel d'engagement 2024, « Shareholder Engagement Report 2024 », disponible en anglais sur le site internet d'ASIM ou sur demande.

Contact

AS Investment Management

Cours des Bastions 15
1205 Genève

Suisse

T: +41 22 716 52 00

F: +41 22 716 52 01

Info@as-im.com

www.as-im.com

Sources : AS Investment Management, GERIFONDS SA, Bloomberg

L'information contenue dans ce document ne représente en aucun cas une offre de conclure, le but n'est qu'informatif. Les performances passées ne sauraient garantir leur évolution future. Les parts de ce fonds ne peuvent être souscrites que sur la base des informations contenues dans le prospectus du fonds. Les données de performance ne tiennent pas compte des commissions et frais qui peuvent être perçus lors de la souscription et du rachat de parts.

Le prospectus avec contrat de fonds, les informations clés pour l'investisseur ainsi que les rapports annuels et semestriels sont disponibles gratuitement auprès de la direction de fonds GERIFONDS SA (www.gerifonds.ch) ou du service de paiement Banque Cantonale Vaudoise, Place St-François 14, 1003 Lausanne.