

**Rédigé par :***Kira Huppertz*
Analyste*Alexandre Narboni*
Analyste/Gérant
de portefeuille*Laure Négiar*
Analyste/Gérante
de portefeuille*Zak Smerczak*
Analyste/Gérant
de portefeuille

L'équipe de gestion de Comgest Monde a voyagé !

Durant le 1^{er} trimestre 2023, les membres de **l'équipe de recherche** ont voyagé aux **États-Unis, au Japon, en Corée et à Taïwan**. Ce voyage aura permis de prendre le pouls des marchés locaux et de mieux cerner les perspectives pour les prochaines années. L'intelligence artificielle (IA) reste la question brûlante du moment y compris dans des secteurs comme la santé, les fournisseurs de données et évidemment les semi-conducteurs. Petit tour d'horizon de ce carnet de route des thématiques parmi les plus prégnantes chez nos sociétés en portefeuille.

ÉTATS-UNIS

Optimisme prudent dans la santé et la technologie

Sur la côte ouest des États-Unis, Kira Huppertz a participé, aux côtés de 8 000 autres personnes, à la conférence annuelle de J.P. Morgan consacrée à la santé qui s'est tenue en plein cœur de San Francisco. Si le mois de janvier n'est pas particulièrement connu pour être clément dans la Région de la Baie, des hordes de participants ont toutefois bravé les pluies diluviennes, qui ont battu un record de 152 ans, pour rencontrer les quelques 600 entreprises présentes à la plus grande conférence mondiale consacrée à la santé.

Fil conducteur de la conférence, la demande pour les bioprocédés (fabrication de médicaments biologiques), apparemment solide en début d'année, est depuis sous pression comme peut en témoigner les récentes publications de **Danaher**¹, grand conglomérat américain spécialiste des sciences de la vie.

Outre ce grand rendez-vous consacré à la santé, Kira est également allée à la rencontre d'entreprises bien connues de la région et que nous détenons dans nos portefeuilles ou dans notre univers d'investissement. **Intuit**, leader des logiciels de gestion fiscale et comptable pour les petites et moyennes entreprises et les particuliers, s'est déclarée confiante dans sa capacité à intégrer ses dernières acquisitions venues étoffer son écosystème telles que **Mailchimp** et des services de paiements additionnels. **Nvidia**, premier fournisseur de cartes graphiques (GPU) haut de gamme qui améliorent la qualité de l'image et de la vidéo, s'est félicité de sa position dominante, la plus forte en 20 ans d'existence, dans le domaine des GPU dédiées au jeu, des

¹ Les sociétés surlignées en vert sont détenues par Comgest. Les participations du portefeuille sont sujettes à modification sans préavis. Aucune mention de ces sociétés ne saurait être interprétée comme une recommandation d'acheter ou de vendre un titre/investissement en particulier.

infrastructures et des logiciels de *data centers* et du secteur automobile. **Equinix**, hébergeur de données, a toujours toute confiance en son potentiel de croissance rentable, malgré le renchérissement de l'électricité et un environnement économique plus difficile.

Plus au sud, Alexandre Narboni s'est rendu à Los Angeles ainsi que dans la région de la Silicon Valley, à la rencontre d'entreprises évoluant dans plusieurs secteurs, dont la technologie, les équipementiers médicaux, les technologies propres, le divertissement et une banque qui dernièrement a fait les gros titres dans le monde entier, First Republic Bank. Hasard du calendrier, cette visite a eu lieu au lendemain de l'effondrement de Silicon Valley Bank. Bien que Comgest investisse rarement dans les banques, nous aimons rencontrer des entreprises issues de différents secteurs afin de nous faire une idée plus précise de l'environnement économique.

Exception faite de la crise bancaire de 2023, la Californie semble offrir des opportunités de croissance à long terme à profusion. L'IA suscite un vif intérêt parmi les entreprises technologiques telles que Intuit et Nvidia (voir ci-dessus) ainsi que **Ziprecruiter** (concurrent du moteur de recherche d'emploi « Indeed », détenu par la société japonaise **Recruit**, une de nos participations depuis 2019) et **Synopsis** dans le secteur des semi-conducteurs. La dynamique liée à la durabilité est également palpable après l'élan insufflé par la **Loi américaine de 2022 sur la réduction de l'inflation**, qui incite les entreprises américaines à décarboner. À court terme, les entreprises n'anticipent pas un fort ralentissement de la demande. Toutefois, conscientes que le temps de « l'argent gratuit » dans le sillage du Covid est définitivement révolu et confrontées à la hausse des coûts, les entreprises sont généralement plus prudentes et ralentissent le rythme des recrutements.

Sur la côte Est, Laure Négiar a participé au Verisk Investor Day dans le New Jersey puis, sur l'autre rive du fleuve Hudson, à la conférence J.P. Morgan Industrials à New York. **Verisk**, leader de la fourniture de données essentielles aux assureurs IARD aux États-Unis, a tenu sa première Journée Investisseur depuis plus de quatre ans, l'occasion idéale de nous entretenir en personne avec l'équipe dirigeante pour rompre avec nos habituelles vidéoconférences. L'événement a été à la hauteur des attentes : démonstrations de produits et échanges informels en tête-à-tête avec les responsables de division. La conférence officielle a renoué avec les objectifs de croissance à moyen terme, Verisk confirmant son statut de société autonome axée sur l'assurance, après s'être délestée d'actifs dans les domaines de l'énergie et des services financiers. En tant qu'actionnaires de la société depuis 2021, nous nous sommes engagés de manière significative auprès de Verisk sur les questions de gouvernance et d'exécution et, jusqu'à présent, les progrès de la société nous donnent entière satisfaction.

Nous nous sommes entretenus avec de nombreuses entreprises lors de la conférence J.P. Morgan Industrials, dont plusieurs sociétés appartenant à de petits groupes, telles que les acteurs de l'industrie du chauffage, de la ventilation et de la climatisation, **Carrier**, **Trane** et **Watsco** (concurrents de **Daikin**), la société de produits chimiques, **Westlake** (dont une partie des activités concurrence **Shin-Etsu Chemical**), le spécialiste du traitement de l'eau, **Ecolab**, **Otis** (leader mondial des ascenseurs et escalators) et la compagnie gazière et chimique, **Air Products** (un concurrent de **Linde**). Ces entretiens avaient pour fil conducteur les thématiques suivantes : 1) la Loi américaine de 2022 sur la réduction de l'inflation (IRA) qui a vocation à drainer des investissements significatifs aux États-Unis, 2) la tendance à la relocalisation largement alimentée par le contexte géopolitique et les défis liés à la chaîne d'approvisionnement post-Covid prend corps et offre d'importants débouchés à un certain nombre d'industriels américains et 3) l'ESG, désormais une activité majeure pour les industriels américains, qui ont pour la plupart reconnu ses enjeux.

THÈMES CLÉS ABORDÉS LORS DE NOS ÉCHANGES :

– INFLATION REDUCTION ACT (« IRA ») :

attirer des investissements
majeurs aux États-Unis

– RELOCALISATION :

Un gisement d'opportunités pour
les industriels américains

– ESG : un marché de grande envergure aux États-Unis

ASIE

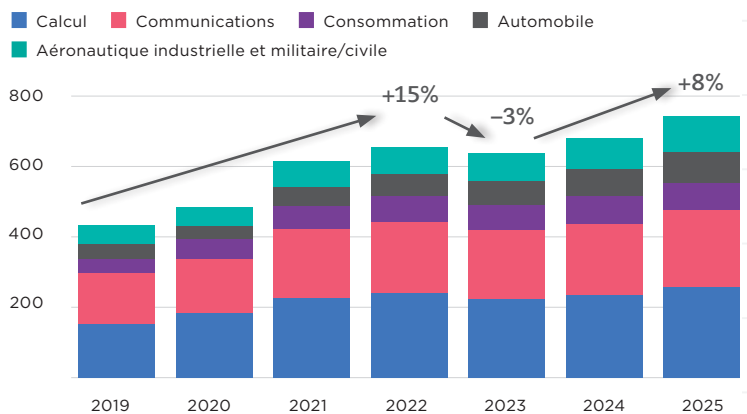
Semi-conducteurs, un marché dominant en pleine transition

Cheville ouvrière de la vie moderne, le semi-conducteur est un composant omniprésent et indispensable aux smartphones, ordinateurs, transports, équipements médicaux, industrie et bien d'autres aspects du quotidien. Leur chaîne d'approvisionnement est parmi les plus complexes au monde et la demande devrait augmenter à l'avenir (voir Figure 1)² Étant donné l'importance critique des infrastructures pour l'industrie et les tensions géopolitiques persistantes entre les États-Unis et la Chine, 2023 a été dominée par des tendances macroéconomiques contraires, au gré des mesures de représailles prises pour freiner les exportations de part et d'autre.

Souhaitant sonder la chaîne d'approvisionnement du secteur, Zak Smerczak a participé, en février, à une tournée consacrée aux technologies sur le continent asiatique (Japon, Corée du Sud et Taïwan). Après plusieurs rencontres avec des entreprises, il apparaît clairement que malgré quelques turbulences passagères dans la chaîne d'approvisionnement impactant la technologie ASIC (circuits intégrés destinés à des applications spécifiques), les GPU (processeurs graphiques) et d'autres puces logiques, les volumes et les prix des semi-conducteurs devraient revenir aux niveaux de 2022, portés par la demande croissante, toutes industries confondues, une tendance que plusieurs leaders régionaux ont confirmée :

Figure 1. Vente de semi-conducteurs par marché final

En milliards de dollars, 2019 - 2025E



Source : [Oliver Wyman](#), mai 2023.

- **UMC** : deuxième plus grand fabricant de puces de Taïwan et troisième plus grande fonderie du monde
- **Renesas** : le fabricant de puces japonais **va produire des semi-conducteurs nouvelle génération** en carbure de silicium à partir de 2025
- **Global Wafers** : ce fabricant taïwanais de puces produit des wafers en silicium
- **Tokyo Electron** : le fabricant japonais d'équipements de puces bénéficie de la **concurrence autour de l'IA générative**



Taiwan Semiconductor Manufacturing Company (**TSMC**), plus grande fonderie au monde et société dans laquelle Comgest est investie depuis 2007, fournit aux entreprises telles que **Apple** et **Nvidia** les puces électroniques qui font fonctionner leurs appareils et leurs processeurs. TSMC anticipe une activité plus robuste encore au second semestre 2023, portée par ses avancées technologiques. Sa capacité à fabriquer de toutes petites puces, mesurant entre 2 et 3 nanomètres (nm) soit environ 30 000 fois plus petit qu'un cheveu humain, permet ainsi d'augmenter la densité des transistors. Dans un contexte de demande grandissante, pour des smartphones plus intelligents ou provenant de serveurs et de centres de données, les futures puces 2nm de TSMC devraient fournir jusqu'à 15 % de gains de vitesse et 30 % d'économies d'énergie.³ Malgré la décision de Pékin

² [Oliver Wyman](#), mai 2023.

³ [Communiqué de presse de TSMC](#), 27 avril 2023.

de limiter les exportations de deux métaux largement utilisés dans la fabrication des semi-conducteurs (le gallium et le germanium), TSMC ne redoute à ce stade aucun impact direct sur la production.⁴

Au sein de la chaîne d'approvisionnement des semi-conducteurs, la technologie de la lithographie par rayonnement ultraviolet extrême (EUV) permet d'imprimer des motifs complexes qui abritent les transistors d'une puce. Cette technologie reste le meilleur moyen d'améliorer en permanence les puces. Dans un contexte marqué par les tensions géopolitiques persistantes entre les États-Unis et la Chine, ce type de machines, comprenant de nombreux composants et valant plusieurs milliards de dollars d'investissements, sont essentielles à la puissance informatique de demain.⁵ Nous avons rencontré des fournisseurs de premier plan dans ce domaine, notamment : **Hoya** (Japon ; produit des ébauches de masque, un composant clé des semi-conducteurs), **Gudeng** (Taïwan ; fournit des solutions de transport), **Lasertec** (Japon ; développe des systèmes d'assurance qualité pour les fabricants de puces).



À l'instar des discussions en cours dans d'autres secteurs, l'engouement autour de la capacité de l'IA en libre accès et des applications capables de reconnaître, prédire, traduire et générer du texte et d'autres contenus semble changer la donne. En revanche, son impact sur la fabrication de puces reste difficile à quantifier, bien que Nvidia soit actuellement la plateforme la plus prolifique, **Microsoft et Google se livrant une lutte sans merci pour mener la course en tête**. Sachant que l'IA générative aura besoin de davantage de CPU (puce qui sert de cerveau de l'ordinateur) et de GPU (puce qui sert à améliorer le rendu graphique) pour formuler des réponses plus précises, rien ne permet de prédire à ce stade une future augmentation des volumes ou une accélération de la technologie. Plusieurs sociétés se concentrent sur ce marché de niche, notamment **ASpeed** (société de conception de circuits intégrés sans usine) et **Alchip** (fabricant de puces sans usine spécialisé dans les solutions ASIC).

Conscients de l'importance des puces pour les semi-conducteurs, les États en font une priorité absolue, étant donné que le monde entier a subi de plein fouet les tensions sur les chaînes d'approvisionnement engendrées par la pandémie, lesquelles ont entraîné une pénurie mondiale de puces. Dans ces conditions, rapatrier la fabrication de semi-conducteurs sur son territoire revêt une importance stratégique pour les pays dans le monde entier, et plus particulièrement aux États-Unis, où la Loi CHIPS et Science Act (Loi CHIPS) de 2022 et la Loi sur la réduction de l'inflation. L'Union européenne et le Japon encouragent également les initiatives incitant à rapatrier les usines.



Pendant ce temps, le marché des puces mémoire, un produit banalisé dont les coûts fixes de fabrication restent conséquents, demeure cyclique, les fabricants de DRAM (mémoires vives) ou de la technologie flash NAND (stockage de données qui ne requiert pas d'alimentation électrique) ayant les coûts les plus bas prenant des parts de marché. La Corée du Sud, fer de lance dans ce secteur, accueille les plus grands fabricants, à savoir **Samsung** et **SK Hynix**. Le marché des puces mémoire est prêt pour accompagner la future croissance, car les modèles de langage de grande taille, tels que Chat GPT, et leurs modèles d'IA générative ont besoin de puces mémoire haute performance pour formuler des réponses proches du raisonnement humain basées sur les historiques de conversations et les préférences des utilisateurs.⁶

⁴ Reuters, 6 juillet 2023.

⁵ MIT Technology Review, 23 juin 2023.

⁶ CNBC, 6 juillet 2023.

CONCLUSION

Nous entrons dans une ère post-Covid dans laquelle les rapports de force géopolitiques et la dette publique motivent les dépenses d'investissement. Malgré le fort engouement pour l'IA, les secteurs oscillent entre énergie, incertitude et prudence, tout le monde cherchant à comprendre son efficacité et ses limites.

Dans le domaine des semi-conducteurs, la course à la sécurisation des chaînes d'approvisionnement rebat les cartes et beaucoup d'entreprises et de pays souhaitent participer à ce marché dont la croissance à long terme semble assez visible.

PRINCIPAUX RISQUES

- Tout investissement comporte des risques, y compris la perte éventuelle du capital initialement investi.
- La valeur de tous les investissements et les revenus qui en découlent peuvent fluctuer à la hausse comme à la baisse.
- Les fluctuations des taux de change peuvent avoir un impact négatif à la fois sur la valeur de votre investissement et sur le niveau des revenus perçus.
- Les marchés émergents peuvent être plus fluctuants et moins liquides que les marchés développés et peuvent donc comporter des risques plus importants.

STRICTEMENT RÉSERVÉ AUX INVESTISSEURS PROFESSIONNELS

INFORMATIONS IMPORTANTES

Sauf mention contraire, les informations contenues dans ce document s'entendent au 30 juin 2023. Le présent document a été préparé à l'attention exclusive d'investisseurs professionnels/qualifiés et ne pourra être utilisé que par ces derniers.

Ce document ne tient pas lieu de conseil en investissement

Ce document n'est publié qu'à titre d'information et ne constitue pas un conseil d'investissement. Il ne doit pas être considéré comme une sollicitation en vue de l'achat d'un titre ni comme une offre de vente d'un titre. Il ne prend pas en compte les objectifs d'investissement, les stratégies, le statut fiscal ou l'horizon de placement propres aux investisseurs. Il est incomplet sans l'exposé oral fourni par les représentants de Comgest. Les opinions exprimées dans ce document sont sujettes à modification sans préavis.

Ce document ne tient pas lieu de recommandation d'investissement

Cette carte postale contient des références à des sociétés spécifiques, que les professionnels de l'investissement de Comgest ont rencontrées lors de leur(s) dernier(s) déplacement(s). Aucune discussion faisant référence à des sociétés spécifiques ne saurait être considérée comme une recommandation d'acheter ou de vendre un titre/investissement en particulier. Il est possible que les positions auxquelles il est fait référence dans ce document ne soient plus détenues par le portefeuille au moment où vous recevrez ce document. Ces positions sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Il ne saurait être supposé que les sociétés dont il est question dans ce document ont été ou seront rentables, ou que des recommandations ou décisions futures seront rentables.

Comgest ne fournit pas de conseils fiscaux ou juridiques à ses clients, et il est vivement recommandé à tous les investisseurs de consulter leurs propres conseillers fiscaux ou juridiques concernant tout investissement potentiel.

Ce document ne tient pas lieu de recherches en investissement

Les informations contenues dans ce document ne constituent pas des « recherches d'investissement » et relèvent des « communications marketing » au sens de MIFID II. Cela signifie que ces informations publicitaires (a) n'ont pas été préparées en application d'obligations légales ayant pour objet de promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement et (b) ne sont soumises à aucune interdiction d'opération préalablement à la diffusion de la recherche en investissement.

Avis de non-responsabilité en matière de performance

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Les informations fournies sont susceptibles d'être modifiées sans préavis.

Certaines informations contenues dans ce document ont été obtenues auprès de sources tierces et ces informations n'ont fait l'objet d'aucune vérification indépendante de la part de Comgest. Comgest ni aucune autre personne ne saurait donner aucune déclaration, garantie ou engagement, explicite ou implicite, quant à l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Comgest n'a pas nécessairement cherché à vérifier l'ensemble de ces informations et n'en garantit nullement l'exactitude. Aucune des sociétés mentionnées dans ce Carnet de route ne saurait être considérée comme une recommandation d'investissement et elles ne sont fournies qu'à titre d'illustration. L'ensemble des opinions et estimations reflètent notre jugement à la date du document et peuvent être modifiées sans préavis.

Restrictions relatives à l'utilisation des informations

Ce document et les informations qu'il contient ne peuvent être reproduits (dans leur totalité ou en partie), republiés, distribués, transmis, présentés ou exploités de toute autre manière que ce soit par des tiers sans l'accord écrit préalable de Comgest.

Limitation de responsabilité

Certaines des informations contenues dans cette présentation proviennent de sources réputées fiables, mais leur exactitude ne saurait être garantie. Comgest décline toute responsabilité quant à l'exactitude ou au caractère exhaustif des informations.

Avis de non-responsabilité concernant les marques déposées

Les noms de produits, de sociétés ainsi que les logos mentionnés dans ce document sont les marques commerciales ou marques déposées de leurs propriétaires respectifs.

Informations relatives à l'entité juridique

Comgest S.A est une société de gestion de portefeuilles réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers et dont le siège social se situe 17, square Édouard VII, 75009 Paris.

Comgest Asset Management International Limited est une société d'investissement réglementée par la Banque centrale d'Irlande et enregistrée en qualité de conseiller en investissements auprès de la Securities Exchange Commission aux États-Unis. Elle a son siège social 46 St. Stephen's Green, Dublin 2, Irlande.

Les professionnels de l'investissement de Comgest sont employés soit par Comgest S.A., Comgest Asset Management International Limited, Comgest Far East Limited, Comgest Asset Management Japan Ltd., soit par Comgest Singapore Pte. Ltd.

Comgest Far East Limited est réglementée par la Securities and Futures Commission de Hong Kong.

Comgest Asset Management Japan Ltd est réglementée par la Financial Service Agency au Japon (enregistrée auprès du Kanto Local Finance Bureau (Numéro Kinsho 1696)).

Comgest Singapore Pte Ltd est une société de gestion de fonds autorisée disposant du statut de conseiller financier exempté (pour les investisseurs institutionnels et accrédités) et elle est réglementée par l'Autorité monétaire de Singapour.

POUR LE ROYAUME-UNI UNIQUEMENT :

Ce document n'est pas diffusé par une personne autorisée au sens de la Loi FSMA et n'a pas été approuvé aux fins de l'article 21 de la Loi de 2000 sur les services et les marchés financiers (« Financial Services and Markets Act 2000 » ou FSMA). Cette présentation n'est communiquée qu'aux personnes qui sont des professionnels de l'investissement relevant de l'article 19(5) du Financial Services and Markets Act 2000 Financial Promotions) Order 2005 (le FPO). Les

Carnet de route



Rédigé par l'équipe de gestion de Comgest Monde

JUILLET 2023

Investissements sont réservés aux professionnels de l'investissement, et toute invitation, offre ou accord d'achat ne sera conclu qu'avec ces derniers. Il est déconseillé à toute personne qui n'est pas un professionnel de l'investissement de se fier ou de prendre une décision sur la base de cette présentation ou des informations qu'elle contient. Les personnes en possession de ce document sont tenues de s'informer de toute restriction applicable. Aucune partie de cette présentation ne doit être publiée, distribuée ou autrement mise à disposition, dans son intégralité ou en partie, à une autre personne.

INFORMATIONS EXCLUSIVEMENT DESTINÉES À HONG KONG :

Cette publication n'a pas été revue par la Securities and Futures Commission de Hong Kong.

INFORMATIONS EXCLUSIVEMENT DESTINÉES À SINGAPOUR :

Cette publication n'a pas été revue par l'Autorité monétaire de Singapour.

INFORMATIONS EXCLUSIVEMENT DESTINÉES À L'AUSTRALIE :

Comgest Far East Limited est réglementée par la Securities and Futures Commission en vertu du droit de Hong Kong, qui diffère du droit australien. Comgest Far East Limited est exonérée de l'obligation de détenir un agrément de services financiers en Australie en vertu de la loi australienne sur les sociétés au titre des services financiers qu'elle fournit. Cette publication s'adresse à des « clients de gros » uniquement et n'est en aucun cas destinée à des « investisseurs particuliers » (au sens de la Loi australienne sur les sociétés) et ceux-ci ne sauraient s'y fier.

Comgest Singapore Pte Ltd est réglementée par l'Autorité monétaire de Singapour en vertu du droit singapourien, qui diffère du droit australien. Comgest Singapore Pte. Ltd est exonérée de l'obligation de détenir un agrément de services financiers en Australie en vertu de la loi australienne sur les sociétés au titre des services financiers qu'elle fournit. Cette publication s'adresse à des « clients de gros » uniquement et n'est en aucun cas destinée à des « investisseurs particuliers » (au sens de la Loi australienne sur les sociétés) et ceux-ci ne sauraient s'y fier.

comgest.com

AMSTERDAM	HONG KONG	SYDNEY
BOSTON	LONDRES	TOKYO
BRUXELLES	MILAN	VIENNE
DUBLIN	PARIS	
DÜSSELDORF	SINGAPOUR	