LETTRE MENSUELLE

—

SAM CLOUD REVOLUTION

Septembre 2026

ISIN

PART I : FR0014006JL9
PART M : FR0014006JI5
PART R : FR0014006JN5
PART S : FR00140102D9

ECHELLE DE RISQUE - SRI



SUNNY AM

PERFORMANCE DU MOIS

SUR LE MOIS		
Part R	Part I	Indice de Ref *
+5,18%	+5,39%	+0,64%

YTD		
Part R	Part I	Indice de Ref *
+14,14%	+15,16%	+15,31%

**Indice de reference : Bloomberg Developed Markets Large, Mid & Small Cap Total Return, en euros.*
Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.
La performance est communiquée nette de frais.

COMMENTAIRE DE GESTION

Muse

En mai, le trafic internet des agents IA dépassait celui des humains. **En septembre, une nouvelle population d'agents s'est ajoutée à cette vague exponentielle : les agents personnalisés tels que Muse et Instinct.** Lancé par Meta au début du mois, Muse est passé de 250k à 5m d'utilisateurs en deux semaines. Instinct, une start-up US proposant un agent personnalisé natif aux smartphones, créée en Dec 2025, a connu depuis août une croissance de 10% par jour ; sa valorisation est passée de $2,5mds en août à $10mds en sept. Ces agents s'apprêtent à gérer nos vies : lire, écrire et envoyer des mails, réserver un voyage, payer ou renégocier une facture, analyser un impôt, rappeler ou changer un rdv, mettre à jour un dossier médical… l'application travaille dans le Cloud, pendant que vous dormez. Muse est devenu l'application gratuite la plus téléchargée aux US en septembre. De son côté, Microsoft a relancé Copilot autour d'Autopilot, un agent persistant qui n'attend plus de prompt, présenté comme un « OS du travail » ; il rejoint Grok Bot, lancé en août par Xai/SpaceX. Autopilot et Grok Bot visent l'entreprise, Muse et Instinct le grand public.

La distribution

Les agents « grand public » que nous adoptons désormais en masse, résident dans nos téléphones, nos laptops, et bien sûr, le Cloud. Pour la plupart d'entre nous, la différence entre Muse et Instinct est insignifiante. Ce qui compte c'est la normalité, l'interopérabilité, l'efficacité. Ressembler le plus vite possible à un écosystème tel que iOS d'Apple ou Android de Google. Pour Meta, avec 3 milliards d'utilisateurs WhatsApp, Facebook et Instagram, l'effet réseau est instantané. Pour Instinct, un marketing viral extrêmement malin a su les faire décoller ; Google arrive aussi ; Apple est toujours absent… A la différence de l'instant ChatGPT de décembre 2022, ou Claude Code en dec 2025, **avec Muse et Instinct, l'utilisateur confie une tâche à sa machine et ne choisit plus de LLM. Le modèle passe en arrière-plan ; il devient une infrastructure, comme internet aujourd'hui, et la distribution devient le facteur décisif.** L'avantage revient donc aux écosystèmes fermés, et nous pensons que cette tendance va se répliquer en entreprise. Déjà Microsoft a introduit ChatGPT directement dans son Autopilot, qu'il va progressivement rendre interopérable avec tous les LLMs préqualifiés. Un App Store de l'IA agentique.

Les modèles se banalisent

Attendue en octobre, l'IPO d'Anthropic est repoussée à novembre selon la presse, et sa valorisation évoquée de $2 000mds semble de moins en moins probable. Après une croissance verticale autour de Claude Code, les nouveaux modèles de ChatGPT, Gemini, Grok, et surtout le rattrapage des open-source chinois, Claude semble plafonner à $80mds d'ARR. Début octobre c'est au tour de OpenAI de repousser son objectif de $70mds d'ARR de septembre à décembre (un ajustement comptable explique la majeure partie de la différence). Pendant que Dario Amodei agite les « risques existentiels pour l'humanité » de ses modèles de frontière, il laisse fuiter que ses marges d'inférence (marges brutes ex-entrainement) sont au-dessus de 80%. De son côté Sam Altman a dû s'excuser de nombreux incidents de *hacking* et reporte sa propre IPO pour des raisons de sécurité. Mais le cœur du sujet semble être bien plus prosaïque que la fin du monde : **la majorité des agents se banalisent sur des modèles « *good enough* » et menacent les marges extrêmement élevées de l'inférence.** Que valent OpenAI et Anthropic si leur marché adressable est réduit aux applications de pointe tel que le code, la biologie, ou les militaires ? Notre position reste celle d'août : nous sommes agnostiques. **Ouvert ou fermé, *premium* ou *good enough*, un agent consomme 15 à 100 fois plus de calcul qu'un humain. Seuls comptent les dollars/token/watt, que nous captons par l'infrastructure de calcul et le data layer.**

Retour sur la pyramide

Dans la pyramide du Cloud IA, la couche physique reste incontournable pour les investisseurs. Nous y sommes toujours, investis à 30% en Semiconducteurs & Composants, 10% en Infrastructure hyperscalaire, et 10% en Electrification. Mais c'est aussi là que se concentre l'intensité capitalistique et l'endettement. La perception d'un ralentissement chez Anthropic et OpenAI ont freiné le rebond des semi-conducteurs en septembre, et le marché reste mal à l'aise sur la croissance implicite des budgets de capex face à la hausse des taux qui se propage partout. Nous n'avons pas de parade à cette hausse des taux. Mais l'essor des agents en entreprise avait déjà modifié notre thèse depuis l'été, et nous ne changeons pas d'avis. **Entre la couche physique et les applications se confirme la tendance majeure vers l'orchestration et la gouvernance des données.** Le marché a pris à cœur cette thématique avec de fortes hausses de **CrowdStrike, Palo Alto Networks, Snowflake, Datadog, Cloudflare** et un rebond significatif de **Palantir**. Cette couche intermédiaire du *data layer* de la pyramide reste essentielle pour nous. **La couche applicative** n'étant pour l'instant qu'à 7% du fonds, avec **ServiceNow** et **SAP**; elle **ne se développera fortement que lorsque le *data layer* sera pleinement sécurisé.**

Agent vs client

Selon Goldman Sachs, les premiers gains de productivité des agents viendront de l'élimination des « rentes » prélevées sur les clients qui ne comparent jamais les offres : forfaits télécoms, voyages en ligne, dépôts bancaires, peut-être même Amazon et l'App Store d'Apple. La disruption est partout. Le 20 sept, Amazon a bloqué Muse sur son site ; le lendemain, Shopify lui a ouvert le paiement Shop Pay dans toutes ses boutiques. À terme, le site web lui-même devient inutile : l'agent interroge directement les bases de produits et achète selon des critères fixés à l'avance. La valeur économique suit l'intention du consommateur : la question n'est plus qui possède la vitrine, mais qui possède la découverte, l'intention et l'infrastructure. **La publicité migre de la recherche vers la recommandation sponsorisée.** Le paiement agentique se construit sur les rails existants : la tokenisation pourrait même rendre Visa et Mastercard obsolètes. **La sécurité en revanche, est centrale.** Le 25 sept, une faille de Muse a donné à un cyber-attaquant l'accès à la machine virtuelle d'un utilisateur, emails et codes personnels compris. Vérifier l'identité des milliards d'agents, leur lien avec chaque véritable client et bloquer la fraude est prioritaire : nous restons très investis en cybersécurité, via **CrowdStrike, Palo Alto** et **Cloudflare**.

Serrement de vis ou détente ?

Le 16 sept, la Fed de Kevin Warsh a relevé ses taux de 25bp, à 3,75-4,00%, à l'unanimité, première hausse depuis juillet 2023. Cette hausse n'a fait baisser ni le pétrole, ni le prix des mémoires ; elle pèse surtout sur l'économie hors IA. Elle n'a pas non plus freiné les taux longs : **le 10 ans américain a gagné une cinquantaine de points de base sur le mois et dépassé 5,34% début octobre, au plus haut depuis 2002**. Le crédit IA en subit les conséquences. Oracle, noté BBB- par S&P, à un cran du *high yield*, a vu son CDS 5 ans toucher un record vers 260bp début octobre et ses obligations longues se traiter à des rendements de *junk*. **Nous avons cédé notre position dans Oracle.** Besoin de financement externe, permis, électricité, main-d'œuvre, appétit du marché investment grade : ces contraintes limiteront probablement la croissance des capex en 2027. C'est un risque à court terme pour les bénéfices des équipements d'infrastructure, qui ont déjà beaucoup corrigé, mais aussi une protection des marges des hyperscalers. S'y ajoutent des midterms où les marchés de prédiction donnent environ 60% de chances à un Congrès entièrement démocrate. Le 2 octobre, la détente est venue de l'emploi, avec un chômage à 4,2%, et des révisions en baisse sur juillet et août. Le marché a retiré la hausse de taux d'octobre de ses anticipations, le pétrole a reculé et Wall Street a rebondi. Le 10 ans reste néanmoins proche des 5,30% : la Fed se détend mais pas les taux longs. **L'IA reste un immense pari macro de l'administration Trump qui maintient un déficit budgétaire de 7%…** Il faut attendre des signes tangibles du miracle IA avant de pouvoir espérer une baisse structurelle des taux. Nous pensons que ces signes apparaitront dès 2027, pour justifier ce cycle hors norme. Comme avant elle l'imprimerie, la machine à vapeur, le PC, internet et le Cloud, l'IA est la révolution du siècle. Un peu de patience s'impose.

Performance

Sur le mois, le fonds progresse de +5,39%* (Part I) et de +5,18%* (Part R), contre +0,64%* pour l'indice de référence. **Nos meilleures contributions viennent des logiciels d'infrastructure et de la cybersécurité, Twilio, Datadog et CrowdStrike**, suivis des semiconducteurs, Micron, TSMC et ASM International. En face, **notre contre-performance se concentre sur MongoDB**, dont le CEO CJ Desai a démissionné le 28 sept, pour diriger la nouvelle plateforme entreprise de Meta, construite autour de Muse.

Notre conviction n'a jamais été aussi forte sur l'impact profond de la révolution industrielle de l'IA et nous avons positionné tout le portefeuille en conséquence. Nous vous remercions de votre confiance et restons à votre disposition pour plus de détails.

Nous vivons une époque révolutionnaire.

* Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. La performance est communiquée nette de frais.

PRINCIPAUX CONTRIBUTEURS DU MOIS

TITRES	CONTRIBUTION
TWILIO INC.	0,89%
DATADOG INC.	0,73%
TAIWAN SEMICONDUCTORS	0,55%
CROWDSTRIKE HOLDINGS	0,53%
MICRON TECHNOLOGY	0,46%
AMAZON.COM	-0,11%
XANADU QUANTUM TECH.	-0,12%
ORACLE CORP.	-0,14%
SERVICENOW INC.	-0,32%
MONGODB INC.	-0,54%

HISTORIQUE DES PERFORMANCES

Horizon d'investissement	SAM Cloud Revolution Part I EUR	SAM Cloud Revolution Part R EUR	BVP EMERGING CLOUD** EUR	Indice de reference* EUR
YTD	+15,16%	+14,14%	+20,39%	+15,31%
2025	-14,7%	-15,7%	-17,1%	+7,3%
2024	+16,2%	+14,3%	+14,7%	+26,6%
2023	+45,3%	+46,4%	+35,2%	+19,6%
2022	-51,3%	-52,3%	-48,5%	-12,8%

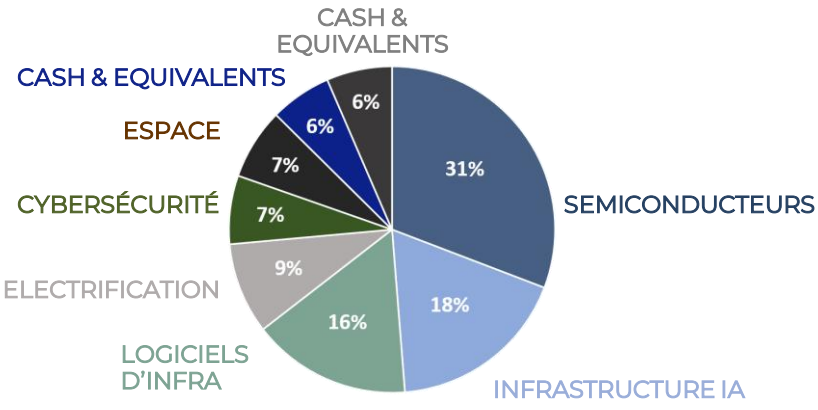
Les chiffres cités ont trait aux années écoulées et les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures

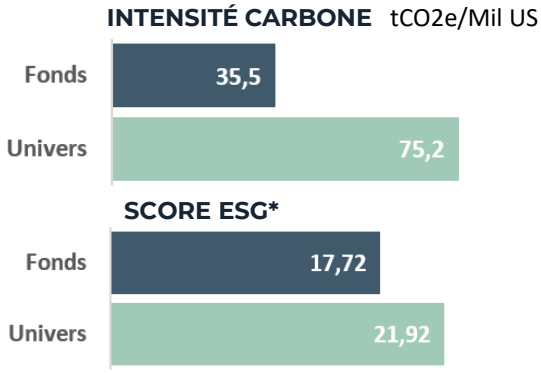
* : Indice de reference avant le 18/06/2025 : MSCI World Net Total Return EUR Index
Indice de référence après le 18/06/2025 : Bloomberg Developed Markets Large, Mid & Small Cap Total Return Index, en euros (DMLST Index)

** : L'indicateur BVP EMERGING CLOUD, en euros est proposé à titre de comparaison pour son exposition sectorielle à forte dominante logicielle

NOS TOP POSITIONS

SOCIÉTÉ	PAYS	ACTIVITÉ	EXPOSITION
ALPHABET	États-Unis	Leaders des médias, infrastructures Cloud, et IA	4.8%
TAIWAN SEMICONDUCTORS	Taiwan	Premier fondeur mondial de puces électroniques de pointe.	4.8%
AMAZON	États-Unis	Leaders du e-commerce, infrastructures Cloud, et IA	4.5%
SCHNEIDER ELECTRIC	France	Leader de l'électrification industrielle et data centers	4.1%
SIEMENS ENERGY	Allemagne	Leader des équipements de génération d'énergie et de l'électrification	4.0%
SNOWFLAKE	États-Unis	Gestion et analyse des données	3.9%
SERVICENOW	États-Unis	Gestion des flux du travail numérique	3.9%
DATADOG	États-Unis	Surveillance et analyse des infrastructures Cloud	3.9%
ASM INTL.	Pays-Bas	Equipement de fabrication semiconducteurs	3.8%
PALANTIR	États-Unis	Logiciel d'analyse de données de masse pour des décisions stratégiques	3.6%
MICRON	États-Unis	Fabricant de memoires pour PC & Serveurs	3.5%
CROWDSTRIKE	États-Unis	Gestion des risques de cybersécurité	3.5%
SPACE EXPLORATION	États-Unis	Transport spatial, constellation Starlink et exploration interplanétaire	3.5%
ASML	Pays-Bas	Leader de la photolithographie pour puces ultra-avancées.	3.5%
PALO ALTO NETWORKS	États-Unis	Plateforme de gestion des risques de cybersécurité	3.3%
BROADCOM	États-Unis	Semiconducteurs et logiciels d'infrastructure	2.9%
CLOUDFLARE	États-Unis	Performance et sécurité du Web	2.9%
SAP	Allemagne	Leader mondial des solutions ERP	2.6%
TWILIO	États-Unis	Logiciel de communication et marketing	2.4%
MICROSOFT	États-Unis	Leader de logiciels, solutions cloud et services informatiques globalisés	2.3%
TERADYNE	États-Unis	Systèmes de tests automatisés pour puces et robotique.	2.2%





(*) Score définissant le risque ESG, un résultat faible induit des pratiques solides.

Source : Sustainalytics
Univers d'investissement: WLSTEC Index (Bloomberg World Technology Large, Mid & Small Cap Price Return Index)

CARACTÉRISTIQUES DE LA PART I DE L'OPCVM

Indice de référence Bloomberg Developed Markets Large, Mid & Small Cap Total Return Index (EUR)

Date de lancement 25 novembre 2021

Code ISIN Part I : FR0014006JL9
Part R : FR0014006JN5

Dépositaire / Valorisateur Société Générale Securities Services

Devise Euro
Horizon d'investissement Supérieur à 5 ans

Valorisation Quotidienne
Centralisation Tous les jours avant 12H
Frais de gestion financière Part I 1% ; Part R 2,2%
(cf. prospectus pour retrouver l'intégralité du détail des frais)
Commissions de mouvement Néant
Frais de souscription Néant
Frais de rachat Néant
SFDR Article 8

Avertissement : Le présent document est fourni à titre informatif. Il est le produit de la réflexion des collaborateurs de Sunny AM et ne constitue ni une offre ni un conseil pour acheter ou vendre un Instrument Financier, ou encore souscrire un service de gestion ou de conseil. Les données chiffrées, commentaires et analyses figurant dans cette lettre reflètent l'avis purement subjectif de Sunny AM sur les marchés et leur évolution, compte tenu des données disponibles au jour de la parution. Ils ne sauraient constituer un quelconque engagement de la Société de Gestion.
Il convient que chaque investisseur ou investisseur potentiel se réfère aux documents d'information légaux du produit visé, disponibles sur le site internet de la Société de Gestion. Le fonds SAM Cloud Révolution ne présente pas de garantie en capital, Sunny AM n'offre aucune garantie que son objectif de gestion sera atteint.

SUNNY ASSET MANAGEMENT
85 rue Jouffroy d'Abbans - 75017 PARIS
+33 1 80 27 18 60
www.sunny-am.com

Sunny Asset Management. 85, rue Jouffroy D'Abbans • 75017 PARIS • TÉL. : 33 (0)1 80 27 18 60 • www.sunny-am.com. Société de gestion de portefeuille - Agrément AMF n° GP08000045 le 19/12/2008 - S.A. au capital de 1 333 333.50 € RCS Paris 509 296 810 - Immatriculation ORIAS N°09 047 168 - Document promotionnel destiné à une cible de clients professionnels et non professionnels.