



Lettre aux actionnaires trimestrielle

Fonds Smead OPCVM [Organismes de placement collectif en valeurs mobilières] —
1er trimestre 2024 (31 mars 2024)

Chers actionnaires

“...nous procédons avec beaucoup de prudence et sommes extrêmement heureux de ne pas avoir à lutter pour l’alpha dans les secteurs de croissance surpeuplés du marché boursier.”

Dans le monde du sport, on sait que si l'on doit se retrouver en bas du classement, autant y aller très tôt dans la saison. C'est exactement ce qui nous est arrivé au premier trimestre 2024 avec le fonds Smead Value (SMVLX). Nous avons commencé le trimestre avec des chiffres négatifs tandis que l'indice S&P 500 atteignait des rendements positifs, mais nous avons fini avec un gain de 10,79 % contre 10,56 % pour le S&P 500 et un rendement de 8,99 % pour l'indice Russell 1000 Value. Nous avons rarement été aussi surpris d'atteindre des rendements aussi élevés au cours d'un trimestre.

Les titres qui ont le plus contribué à nos résultats sont Merck (MRK), American Express (AXP) et Lennar (LEN). Le moins que l'on puisse dire est que nous avons soutenu nos gagnants contre vents et marées, et que les rendements ont démontré que c'était le bon choix. Nous avons acheté chez Merck en 2008, chez Amex en 2015 lorsqu'ils ont abandonné Costco et leur carte de crédit de magasin, et enfin Lennar en 2015, au moment de la faiblesse causée par le rachat de CalAtlantic, dans le but de créer un effet de levier et d'échelle dans leur transition vers un modèle plus sobre en foncier.

Nos performances les plus basses sont celles de Warner Discovery (WBD), où nous nous sommes mis en retrait depuis que la bulle des abonnements au câble se dégonfle plus vite que tous leurs efforts pour redresser leur bilan. Nous avons légèrement corrigé notre position chez U-Haul Holdings (UHAL) en raison du ralentissement des déménagements aux États-Unis. Apache Corp (APA), sur le point

de finaliser l'acquisition de Callon Petroleum, était dans les mains des arbitragistes.

Comme vous allez le constater, nous avançons avec grande prudence et nous sommes extrêmement heureux de ne pas avoir à nous battre pour tenir l'alpha dans les secteurs de croissance surpeuplés du marché boursier.

De l'importance de la psychologie des marchés

Nous nous appuyons principalement sur quatre disciplines universitaires pour guider notre processus d'investissement. Nous pensons que tout bon investisseur doit comprendre l'économie, l'histoire du marché boursier, les mathématiques appliquées à l'investissement et la psychologie de l'investissement. En cette fin de premier trimestre 2024, nous allons nous intéresser à la psychologie du marché boursier américain actuel.

Quelques mises en garde avant toute chose. Tout d'abord, la psychologie du marché boursier s'avère plus utile dans les extrêmes. Les degrés extrêmes d'optimisme (avidité) ou de pessimisme (peur) sont intéressants pour la sélection des actions et la gestion des portefeuilles, et une grande partie de nos 43 années d'investissement s'est placée entre ces deux extrêmes. Deuxièmement, nous restons pleinement attentifs au fil des ans et n'utilisons pas le contexte psychologique à des fins d'anticipation du marché. Nous nous en tenons à ce que Charlie Munger appelait “éviter l'ignorance”.

PERFORMANCE	RENDEMENT TOTAL ANNUALISÉ MOYEN AU 31 MARS 2024							
	1 mois	Trimestre	YTD	1 an	3 ans	Cinq ans	Dix ans	Depuis la création(29/11/2013)
I USD ACC	7,19%	10,75%	10,75%	29,08%	14,02%	15,95%	11,85%	12,03%
S&P 500 NR INDEX	3,18%	10,44%	10,44%	29,27%	10,97%	14,47%	12,33%	12,35%
RUSSELL 1000 VALUE NET INDEX	4,94%	8,80%	8,80%	19,43%	7,41%	9,55%	8,23%	8,51%

Total des frais sur encours : 1,15 %

Les investisseurs doivent lire attentivement les prospectus, les documents d'information et toute autre documentation pertinente avant d'investir dans le fonds. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Le rendement de l'investissement et la valeur principale d'un investissement fluctueront de sorte que les actions d'un investisseur, lorsqu'elles sont rachetées, peuvent valoir plus ou moins que leur coût initial. La performance actuelle du fonds peut être inférieure ou supérieure à la performance indiquée. Les fluctuations des devises peuvent avoir un impact négatif sur la valeur d'un investissement. Les résultats de la performance nette sont calculés après déduction des frais de gestion et de certains coûts opérationnels, commissions, frais et autres charges qui pourraient avoir un impact négatif sur la performance. Les chiffres de performance indiqués sont une mesure de la variation de la valeur nette d'inventaire du fonds, après déduction de tous les frais et charges du fonds, mais sans tenir compte des frais et impôts.

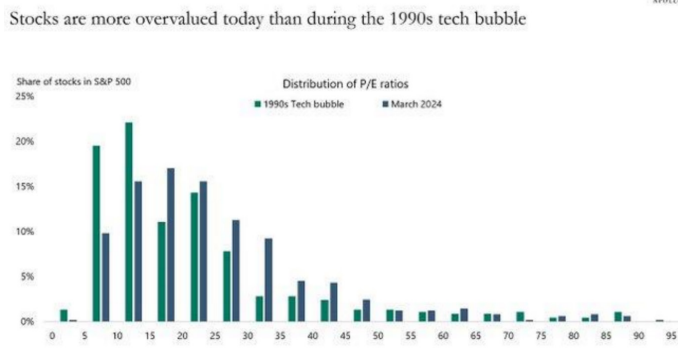
De l'importance de la psychologie des marchés

En gardant ces réserves à l'esprit, nous nous sentons autorisés à penser que les extrêmes de la psychologie euphorique chez tous les investisseurs, des plus jeunes et agressifs aux retraités du baby-boom, ont actuellement atteint un niveau qui conduira à des résultats décevants pour les détenteurs de l'indice S&P 500 au cours des dix prochaines années.

La psychologie de marché actuel peut être mesurée de différentes manières. Nous commencerons par comparer ce que les gens sont prêts à payer pour acheter les actions les plus populaires aujourd'hui par rapport au moment le plus fou de la bulle Internet :

Des valeurs plus surévaluées que pendant la bulle technologique des années 1990

Part d'actions de S&P 500
Distribution des Price-Earnings Ratios
Bulle technologique des années 1990 / Mars 2024

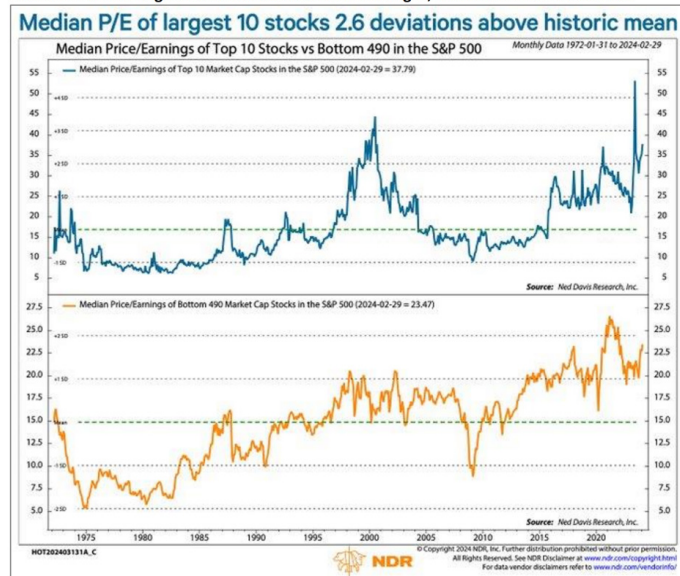


Dans la majorité de ces centiles, les marchés d'aujourd'hui sont beaucoup plus euphoriques qu'en 2000. Examinons maintenant le PER (Price-Earning Ratio) des dix capitalisations boursières les plus importantes et des 490 autres, dans l'indice S&P 500.

Le PER des 10 actions les plus importantes a dépassé le record de 2000, tout comme celui des 490 autres

LE PER médian des 10 actions les plus importantes, 2,6 fois plus haut que la moyenne historique
PER médian des 10 actions les plus importantes vs. les 490 autres dans S&P 500

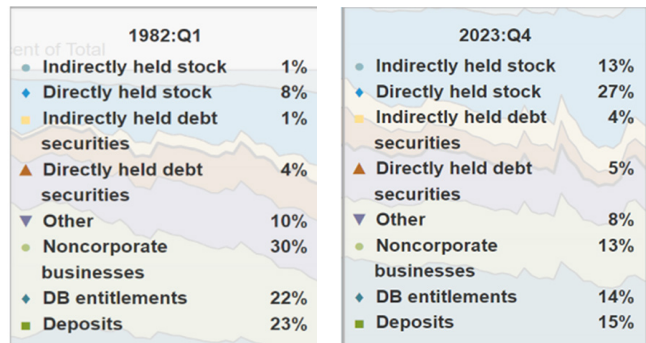
Median PE of the largest 10 stocks took out the 2000 highs, but so did the smallest 490.



Quiconque se sentait rassuré à l'idée de posséder des actions de croissance à grande capitalisation "sûres" devrait commencer à s'inquiéter devant un tel enthousiasme collectif. Nous nous demandons si les investisseurs savent ce qu'ils risquent de perdre avec la contraction du PER lorsque l'optimisme disparaîtra, au cours de la prochaine série de marchés baissiers. Du 25 août 1987 au 19 octobre 1987, le S&P 500 est passé d'un PER de 24 à 14 en 78 jours. Le marché a chuté de 43 % en 78 jours !

Paradoxalement, l'année suivante, l'effondrement de la capitalisation boursière n'a eu pratiquement aucun effet sur l'économie, en dépit de l'apocalypse annoncée par les experts. N'oublions pas qu'en raison de la piètre performance des actions entre 1968 et 1982, la part des actions dans le revenu net des ménages était encore historiquement basse. Le pessimisme (la peur) du début des années 1980 protégeait encore les investisseurs en actions ordinaires.

1er trimestre 1982/ 3e trimestre 2023
Détenition indirecte d'actions
Détenition directe d'actions
Détenition indirecte de titres de créances
Détenition direct de titres de créance
Autres
Actions non cotées
Plans de retraite
Dépôts



En 42 ans, les investisseurs américains sont passés de 9 % de détenition directe et indirecte d'actions ordinaires à 40 %. Cette évolution ne s'explique pas par une réduction des plans de retraite proposés par leur employeur, car les régimes à prestations définies ont augmenté la part des actions ordinaires dans leurs actifs, de 30 % à 50 %. Ce n'est que dans les années 1960 que les entreprises et les services fiduciaires des banques ont cessé de privilégier les instruments à revenu fixe dans les actifs de retraite.

Ces faits nous amènent à examiner les épisodes les plus euphoriques du passé, où l'optimisme envers les actions ordinaires a poussé les investisseurs à investir comme un seul homme. L'enthousiasme d'aujourd'hui fait passer la bulle de l'an 2000 pour une plaisanterie, si l'on regarde la concentration des titres les plus populaires du marché boursier.

De l'importance de la psychologie des marchés

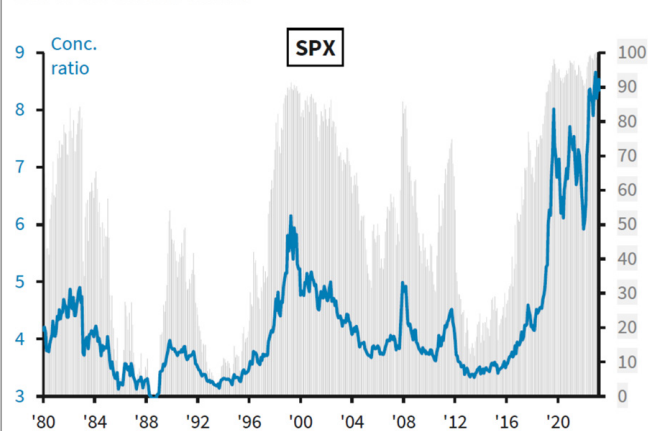
IHH ajusté du S&P 500

Taux de concentration

Le taux de concentration s'appuie sur l'indice de Herfindahl-Hirschman (ajusté selon le poids des entreprises). Données du 6 mars 2024.

Stock market concentration is more than double the Dotcom bubble.

FIGURE 3. S&P 500's adjusted HHI is at peak levels, more than double that of the Dotcom bubble



Concentration ratio uses adjusted Herfindahl Index value (where standard HHI is adjusted by its equal weighted counterpart). Data as of 6 March 2024.

Source: LSEG Data & Analytics, Bloomberg, Barclays Research

Enfin, l'avidité pour les valeurs technologiques américaines a donné l'impression que les valeurs du reste du monde étaient en pleine effervescence. Cela étant dit, la plupart des secteurs du marché boursier semblent plus euphoriques que par le passé, même si le phénomène n'est pas aussi menaçant pour le patrimoine net des investisseurs qu'avec les valeurs technologiques en vogue.

La tech a autant de succès que dans les années 2000

Tech des États-Unis en % de la capitalisation de marché, États-Unis et Monde

Tech is as popular as it was in 2000.

Chart 2: US Tech as % of US and Global Market Cap



Source: ASR Ltd. / LSEG Datastream

Par conséquent, que fait un investisseur en actions ordinaires comme nous face à de tels risques psychologiques et de marché ? Nous pensons que la réponse est d'investir à des PER beaucoup plus bas dans des secteurs et des pays qui ont évité l'euphorie. L'énergie représente 3,9 % de l'indice S&P, et les valeurs pétrolières et gazières 3,5 %. Les sociétés pétrolières et gazières génèrent 7,9 % du flux de trésorerie disponible de S&P 500. Elles y parviennent en fournissant une drogue légale mais hautement addictive, les combustibles fossiles, au monde entier.

Un mouvement d'éloignement des actions ordinaires pourrait amener les générations X, Y et Z à s'intéresser davantage à l'accession à la propriété et moins à la Bourse. Nos constructeurs de maisons sont là pour répondre à ce besoin, et leur part de marché dans les nouvelles constructions et les maisons à vendre pourrait être une bénédiction pour la prochaine décennie.

En conclusion, nous pensons que la prudence est de mise lorsque l'avidité euphorique domine le marché boursier. Dans un tel contexte, celle-ci pourrait bien nous donner une raison de plus de craindre l'effondrement des marchés.

Ne craignons que l'écroulement des marchés,

Bill Smead
Gérant des fonds et dirigeant

Cole Smead, CFA
Co-gérant de portefeuille



Investissez avec nous dès aujourd'hui

Service aux actionnaires +352.46.40.10.600 | Service commercial +44 (0)20.8819.6490

Les évolutions récentes du marché boursier ont contribué à produire des rendements à court terme pour certaines catégories d'actifs qui ne sont pas typiques et qui pourraient ne pas se répéter à l'avenir. Le PER (*"price earning ratio"*) mesure le prix actuel de l'action par rapport à son bénéfice par action. Le coefficient Alpha est une mesure de la performance ajustée au risque. Le coefficient beta est une mesure de la volatilité d'un titre ou d'un portefeuille par rapport au marché. « GAFAN » est un acronyme désignant les cinq valeurs technologiques les plus populaires et les plus performantes du marché, à savoir Google (Alphabet), Apple, Facebook, Amazon et Netflix. L'investissement de croissance est axé sur la croissance du capital de l'investisseur. L'effet de levier consiste à utiliser de l'argent emprunté pour augmenter le rendement potentiel d'un investissement. Le momentum est le taux d'accélération du prix ou du volume d'un titre. La hausse parabolique, ou bulle, est un cycle économique caractérisé par une escalade rapide des prix des actifs suivie d'une contraction. La marge bénéficiaire est calculée en divisant les bénéfices nets par les ventes nettes. La qualité (quality) est évaluée sur la base d'une combinaison de critères souples (par exemple, la crédibilité de la direction) et rigoureux (par exemple, la stabilité du bilan). La valeur (value) est une tactique d'investissement qui consiste à sélectionner des actions qui semblent se négocier à un prix inférieur à leur valeur intrinsèque. La volatilité est une mesure statistique de la dispersion des rendements d'un titre ou d'un indice de marché donné. Les informations contenues dans le présent document représentent l'opinion de Smead Capital Management et ne constituent pas une prévision d'événements futurs, une garantie de résultats futurs ou un conseil en investissement.

Cette lettre ne constitue pas une incitation à l'offre d'achat ou à la souscription d'un investissement, d'un instrument financier ou d'un service dans une juridiction où une telle sollicitation serait illégale. Le Fonds n'est disponible à l'investissement que pour les citoyens non Américains qui ne sont pas résidents des États-Unis. Le Fonds n'est pas proposé à la vente ou vendu aux États-Unis, dans ses territoires ou possessions. Le Fonds n'est pas enregistré pour la vente au public dans toutes les juridictions. Les informations contenues dans le présent document n'ont pas été examinées à la lumière de votre situation personnelle. Les souscriptions ne seront reçues et les actions émises que sur la base du prospectus actuel du Fonds, des rapports financiers les plus récents et du prospectus simplifié. Smead Capital Management est le gestionnaire du fonds Smead US Value UCITS Fund.

Smead Funds - Smead US Value UCITS Fund, constitué le 4 décembre 2015, est un OPCVM organisé en tant que société d'investissement à capital variable, avec un compartiment (Société d'investissement à capital variable, « SICAV ») en vertu des lois du Luxembourg, et est réglementé par la Commission de surveillance du secteur financier (« CSSF »), qui est l'autorité de surveillance luxembourgeoise. De plus amples informations sur le Compartiment, y compris des copies de son prospectus, des derniers rapports annuels et de tout rapport semestriel ultérieur, peuvent être obtenues gratuitement, en anglais, au siège social du Fonds, de l'Administrateur central, de la Banque dépositaire, des distributeurs du Fonds ou en ligne à l'adresse www.smeadcap.com. Ces accords peuvent être modifiés d'un commun accord entre les parties concernées. Le régime fiscal luxembourgeois peut avoir un impact sur la situation fiscale personnelle des investisseurs. Selon votre pays de résidence, cela peut avoir un impact sur votre investissement. Pour plus de détails, nous vous conseillons de consulter un conseiller fiscal. Lemanik Asset Management S.A. a été nommée Société de gestion du Fonds avec effet au 1er octobre 2020 et sa responsabilité peut être engagée uniquement sur la base de déclarations contenues dans le présent document qui seraient trompeuses, inexactes ou non cohérentes avec les parties correspondantes du prospectus du Fonds. Smead Capital Management est le gestionnaire délégué de ce compartiment. Ce fonds est autorisé au Luxembourg et réglementé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier. Lemanik Asset Management S.A. est agréée au Luxembourg et réglementée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier. Frank Russell Company est la source et le propriétaire des marques de commerce, des marques de service et des droits d'auteur liés aux indices Russell. Russell® est une marque déposée de Russell Investment Group.

Les dix principales positions du fonds au 31 mars 2023 sont les suivantes : Lennar Corp Class A (LEN) 6.29%, Merck & Co Inc (MRK) 6.03%, American Express Co (AXP) 6.01%, Occidental Petroleum Corp (OXY) 5.98%, D.R. Horton Inc (DHI) 5.68%, Simon Property Group Inc (SPG) 5.63%, Macerich Co (MAC) 4.83%, Amgen Inc (AMGN) 4.58%, Ovintiv Inc (OVV) 4.49% et JPMorgan Chase & Co (JPM) 4.36%. Les positions des fonds sont susceptibles d'être modifiées à tout moment et ne doivent pas être considérées comme des recommandations d'achat ou de vente d'un titre. Les positions actuelles et futures du portefeuille sont soumises à des risques.

L'indice S&P 500 est un indice pondéré en fonction de la valeur de marché, composé de 500 actions choisies en fonction de la taille du marché, de la liquidité et de la représentation des groupes industriels. L'indice de valeur Russell 1000 est un indice composé d'environ 1 000 des plus grandes sociétés des marchés d'actions américains ; l'indice Russell 1000 est un sous-ensemble de l'indice Russell 3000. L'indice Russell 1000 Value mesure la performance du segment des grandes capitalisations de l'univers des actions américaines. Il comprend les sociétés de l'indice Russell 1000 dont le ratio cours/valeur comptable est plus faible et dont la valeur de croissance attendue est plus faible. L'indice de croissance Russell 1000 mesure la performance du segment de croissance à grande capitalisation de l'univers des actions américaines. Frank Russell Company est la source et le propriétaire des marques de commerce, des marques de service et des droits d'auteur liés aux indices Russell. Russell® est une marque déposée de Russell Investment Group.

Smead Capital Management UK (LTD) est autorisé et réglementé par la Financial Conduct Authority.



smeadcap.com

2502 East Camelback Road
Suite 210
Phoenix, AZ 85016

Individual Investors - 877.807.4122
Advisors, Family Offices & Institutional Investors - 877.701.2883
info@smeadcap.com