



# Lettre aux actionnaires trimestrielle

Fonds Smead OPCVM [Organismes de placement collectif en valeurs mobilières] —  
2e trimestre 2024 (30 juin 2024)

## Chers actionnaires

Notre plus grande surprise du deuxième trimestre de 2024, chez Smead US Value, a été de mettre tant de temps à recevoir le retour de bâton de cet épisode historique d'euphorie financière. Après les gains des deux trimestres précédents, notre résistance aux titres populaires nous a conduits à une perte de 4,81 % pour le trimestre contre une perte de 2,32 % pour l'indice Russell 1000 Value Net et un gain de 4,18 % pour l'indice S&P 500 NR. Avec un portefeuille concentré, il est normal de sous-performer de temps à autre, mais nous nous efforcerons de ne pas en faire une habitude. Pour le semestre, nous avons réalisé une performance de 5,42 %, contre une performance nette de 6,28 % pour Russell 1000 Value et 15,05 % pour S&P 500 NR. De tels écarts se sont déjà produits à de nombreuses reprises, au cours de seize années d'un historique dont nous sommes globalement fiers.

Au cours du trimestre, nos actions les plus performantes ont été Amgen (AMGN), Qualcomm (QCOM) et Bank of America (BAC). Amgen est l'un de nos éternels favoris et fait partie du fonds depuis sa création. Qualcomm a fait l'objet d'une offre d'achat sur l'intelligence artificielle (IA) et nous avons bien fait d'ajouter Bank of America à notre portefeuille à l'automne dernier. Nos trois titres les moins performants ont été D.R. Horton (DHI), Lennar (LEN) et Apache Petroleum (APA). Il ne semble pas y avoir la moindre chance pour que le Conseil de la Réserve Fédérale parvienne à réinverser la courbe des taux d'intérêt à court-terme. Les investisseurs ont donc fait des bénéfices sur nos titres de constructeurs de maisons. Malgré une forte hausse du prix du pétrole, APA reste en défaveur. Vous serez choqués d'entendre que nous restons très haussiers sur nos valeurs pétrolières et gazières.

Au cours des six premiers mois, nous avons vu American Express (AXP), Merck (MRK) et JPMorgan (JPM) en tête de liste des attributions. JPMorgan et American Express ont profité du retour des valeurs financières à mesure que l'on s'éloignait de l'effondrement financier de la Silicon Valley Bank et de la First Republic Bank au printemps 2023. Merck, comme Amgen, se vendait à des prix ridicules en début d'année. Les poids morts des six derniers mois incluent APA, DHI et Warner Brothers Discovery (WBD). Nous détenons une petite participation chez Warner, qui nous démontre jusqu'à présent que ce deuxième tour de table avec eux a été une erreur. Nous avons gagné beaucoup d'argent en 2021, depuis son entrée dans notre portefeuille en 2017 en tant que Scripps Network.

### Loi des foules

Le Conseil de la Réserve fédérale a publié son dernier rapport Z-1 sur les actifs des ménages. Il a révélé que 27 % des actifs des ménages étaient détenus directement en actions ordinaires, et 13 % indirectement par le biais de fonds, de fonds indiciels ou d'épargne retraite par capitalisation. 14 % de leurs actifs sont placés en fonds de pension (defined benefit), qui sont actuellement investis à 50 % en actions ordinaires. En additionnant tout cela, on arrive à 47 % d'actifs des ménages placés directement ou indirectement en actions ordinaires.

Ces statistiques se caractérisent par la détention des actions les plus populaires, représentées par les 10 capitalisations de marché en tête du NASDAQ 100.

PERFORMANCE	RENDEMENT TOTAL ANNUALISÉ MOYEN AU 31 JUIN 2024							
	1 mois	Trimestre	YTD	1 an	3 ans	Cinq ans	Dix ans	Depuis la création(29/11/2013)
<b>I USD ACC</b>	-1,84%	-4,81%	5,42%	19,28%	9,02%	13,31%	11,05%	11,22%
<b>S&amp;P 500 NR INDEX</b>	3,55%	4,18%	15,05%	24,00%	9,50%	14,48%	12,23%	12,48%
<b>RUSSELL 1000 VALUE NET INDEX</b>	-1,00%	-2,32%	6,28%	12,28%	4,83%	8,26%	7,46%	8,06%

Total des frais sur encours : 1,15 %

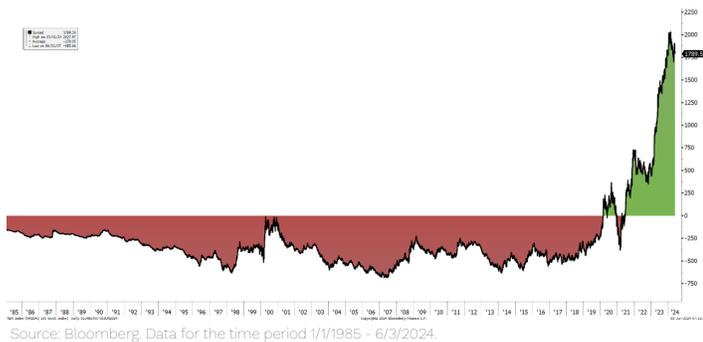
*Les investisseurs doivent lire attentivement les prospectus, les documents d'information et toute autre documentation pertinente avant d'investir dans le fonds. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Le rendement de l'investissement et la valeur principale d'un investissement 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.*

# Loïn des foutes

**Top 10 du NASDAQ 100**  
Nom de l'entreprise / Poids

Nasdaq 100 Top 10 Weights	
Company Name	Weight
Microsoft Corp	8.62%
Apple Inc	8.39%
NVIDIA Corp	7.89%
Alphabet Inc	5.45%
Amazon.com Inc	5.22%
Broadcom Inc	4.99%
Meta Platforms Inc	4.56%
Costco Wholesale Corp	2.53%
Tesla Inc	2.48%
Netflix Inc	1.95%
<b>Total</b>	<b>52.09%</b>

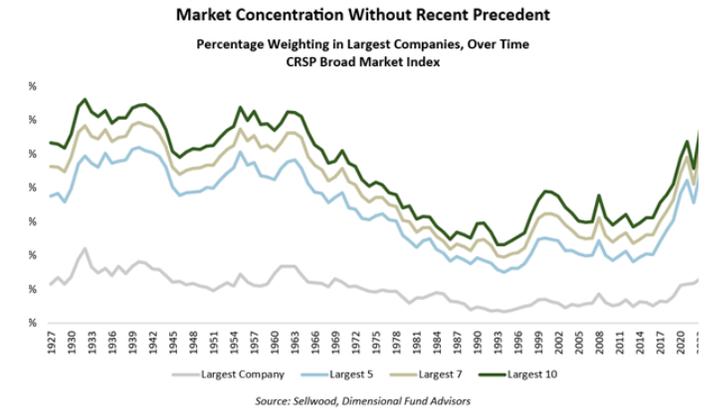
Le graphique ci-dessous constitue un baromètre très précis de la situation. Il compare la performance des entreprises du NASDAQ 100 au Composite NASDAQ de 3 351 entreprises (à l'heure où nous écrivons ces lignes).



Nous constatons dans le comportement des actionnaires moyens, soit un effet de génération, soit une bulle des titres les plus populaires. Pour mieux comprendre, développons l'idée d'un effet de génération. Notre économie est dominée par des entreprises à effet de réseau, issues du changement que la technologie et Internet ont exercé sur nos vies. Les promoteurs de cet argument vous diront que c'est l'émergence du même phénomène que lors du développement de l'automobile et de la radio, quand l'actionariat se tournait majoritairement vers les pétroliers issues de Standard Oil, les grands constructeurs automobiles (Ford, General Motors, etc.) et RCA dans les années 1920. Il n'y avait pas de NASDAQ à l'époque !

On aurait pu tenir le même argument en 1969, pendant les Trente glorieuses, alors qu'IBM, Xerox, et Kodak dominaient la détention d'actions. Le graphique suivant montre que les plus grandes entreprises formaient une part plus importante des indices de marché dans les années 1930 et 1960 qu'entre 1975 et 1993, et même jusqu'en 2017.

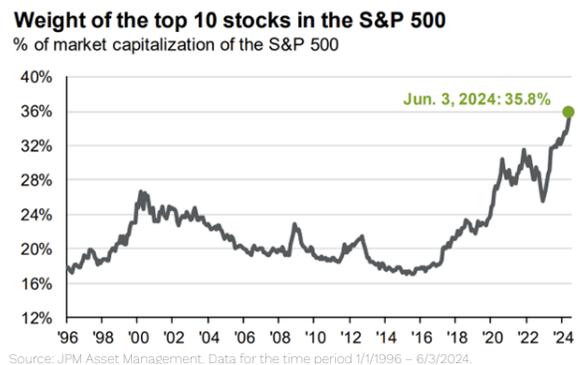
**Concentration de marché sans précédent récent**  
Poids relatif des plus grandes entreprises, par année



C'est pourquoi, si l'on se fie à l'expérience, l'on peut raisonnablement argumenter que la concentration du NASDAQ 100 peut augmenter avant de retomber. La plus forte concentration des dernières 60 années a eu lieu en 1963, et les valeurs ne sont pas retombées avant 1968. On peut donc raisonnablement penser qu'on peut rester à un degré de concentration élevé pendant plusieurs années.

Avant les dix dernières années, la plus forte concentration du top 10 de l'indice S&P 500 a eu lieu en 2000 : mais la combinaison du coup d'arrêt du Covid-19 et de la monétisation de 11 trillions de dollars de dette fédérale par deux administrations présidentielles successives ont conduit à un gonflement des marchés et ont forcé la concentration de l'indice S&P 500 tel qu'il est aujourd'hui.

**Poids relatif des 10 titres principaux de S&P 500**  
% de capitalisation de marché dans S&P 500  
3 juin 2024 : 35,8 %



Nous n'allons pas retenir notre souffle jusqu'à la fin de cet épisode d'euphorie ! Cependant, nous sommes bien d'accord avec Charlie Munger, quand il parle des actions les plus populaires à prix fort :

## Loin des foules

*Par le passé, j'ai accepté la possibilité que l'ensemble des titres en Bourse pouvaient monter à des prix irrationnellement hauts, contrairement à une interprétation stricte de la théorie de l'efficacité des marchés, que vos professeurs d'antan vous ont transmise, à tort, comme une parole d'Évangile. Ces professeurs-là étaient bien trop influencés par des modèles économiques basés sur « la rationalité humaine » et bien trop peu par les modèles de « l'homme irrationnel » venus de la psychologie et de l'expérience de la vie réelle. La folie des foules (la tendance des humains, dans certaines circonstances, à se comporter comme des lemmings) pourrait bien expliquer certaines idées irrationnelles de personnes pourtant brillantes et d'autres comportements ineptes, comme les pratiques de gestion des investissements de nombreuses fondations représentées ici aujourd'hui. Il est bien triste de constater que tant d'investisseurs institutionnels craignent plus que tout que leurs pratiques d'investissement soient différentes de celles du reste du monde.*

Munger nous rappelle que la jalousie est un bien triste péché, parce que c'est bien le seul avec lequel on ne s'amuse pas. C'est pourquoi nous allons vous demander de bien vouloir être patients pendant la sous-performance qui se déroule tandis que l'histoire rattrape ces titres ordinaires à la mode. Nous allons maintenir nos huit critères et notre discipline de valeur, et nous nous attendons à être récompensés pour notre patience quand cet épisode prendra fin, comme nous l'avons été en suivant d'autres titres moins populaires.

Craignons l'effondrement 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](http://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 : Occidental Petroleum Corp (OXY) 5.96%, Lennar Corp Class A (LEN) 5.74%, Simon Property Group Inc (SPG) 5.72%, Merck & Co Inc (MRK) 5.45%, American Express Co (AXP) 5.42%, Amgen Inc (AMGN) 5.27%, D.R. Horton Inc (DHI) 5.10%, Bank of America Corp (BAC) 4.54%, Macerich Co (MAC) 4.53% and Ovintiv Inc (OVV) 4.25%. 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](http://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](mailto:info@smeadcap.com)