



# Lettre aux actionnaires trimestrielle

Fonds Smead OPCVM [Organismes de placement collectif en valeurs mobilières] —  
3e trimestre 2024 (30 septembre 2024)

## Chers actionnaires

Nous n'avons pas à nous plaindre d'une période comme ce troisième trimestre 2024. Le fonds Smead US Value OPCVM a progressé de 4,91 % contre un gain de 9,26 % pour l'indice Russell 1000 Value et de 5,78 % pour l'indice S&P 500 NR. En un an, à date, nous avons gagné 10,59 %, contre 16,12 % pour l'indice Russell 1000 Value Net et 21,70 % pour l'indice S&P 500 NR. Vous savez bien que nous cherchons à obtenir les meilleurs résultats possibles, tout en veillant à la fois à gagner de l'argent et à éviter de nous retrouver en situation d'ignorance. Un trimestre au cours duquel nos investisseurs s'enrichissent et capitalisent sur leurs succès passés est une excellente chose. Cependant, nos investisseurs doivent savoir que nous pensons que l'indice S&P 500 connaît une période d'euphorie financière, que nous avons bien l'intention de traverser sains et saufs.

Nos titres les plus performants étaient liés à la baisse des taux d'intérêt à court terme par la Réserve fédérale et à l'anticipation de cette baisse. D.R. Horton (DHI), Lennar (LEN) et NVR (NVR) ont fortement progressé, car ces acteurs de l'immobilier neuf continuent de démontrer qu'ils répondent à un besoin économique et que leur activité n'est plus fortement cyclique comme elle l'était par le passé.

En revanche, les valeurs pétrolières et gazières ont été malmenées, les prix du pétrole étant repassés sous la barre des 70 dollars le baril. Occidental Petroleum (OXY), Ovintiv (OVV) et Apache Corp (APA) ont été les premières à dégringoler. Comme vous allez le lire plus bas, nous pensons qu'il s'agit d'une correction normale dans un marché haussier des matières premières qui dure depuis 10 à 15 ans. Avec ces puissants syndicats de salariés qui obtiennent des augmentations

de salaires massives, et ces 12 000 milliards de dollars de dette monétisée du gouvernement fédéral en circulation, on se croirait de retour dans les années 1970.

Depuis un an, American Express (AXP), Lennar (LEN) et NVR (NVR) sont en tête de liste des attributions positives. Apache, Occidental Petroleum (OXY) et Warner Discovery (WBD) ont été les principaux détracteurs.

### Pics de confiance

C'est peut-être parfois un défaut, mais chez Smead Capital Management, nous avons la mémoire très longue. L'un de nos pics de confiance préférés a été l'euphorie financière qui a entouré, en 2011, les échanges commerciaux avec les BRIC (Brésil, Russie, Inde et Chine). L'économie planifiée de la Chine croissait de 10 % par an et a contribué à créer une dynamique qui s'est propagée aux économies des pays voisins, ainsi qu'aux entreprises et pays fournisseurs de ressources naturelles. Cette dynamique a également enthousiasmé les investisseurs américains, qui ont investi dans des fonds leur donnant accès à ces valeurs en plein essor.

À l'époque, tout se passait comme si on creusait partout en Australie occidentale, pour mettre ce qu'on trouvait sur des barges et l'expédier en Chine. Lors des grandes conférences d'investissement, les stands de prestige placés au centre des salons étaient occupés par des fonds mutuels qui concentraient leurs placements sur la Chine, l'Asie et les ressources naturelles. Voici la liste des dix plus grandes capitalisations boursières du monde, lors de ce pic de confiance de la fin 2010 :

PERFORMANCE	RENDEMENT TOTAL MOYEN ANNUALISÉ AU 30 SEPTEMBRE 2024							
	1 mois	Trimestre	YTD	1 an	3 ans	Cinq ans	Dix ans	Depuis la création(29/11/2013)
<b>I USD ACC</b>	-0.82%	4.91%	10.59%	26.43%	10.66%	14.18%	11.50%	11.43%
<b>S&amp;P 500 NR INDEX</b>	2.10%	5.78%	21.70%	35.76%	11.39%	15.42%	12.76%	12.76%
<b>RUSSELL 1000 VALUE NET INDEX</b>	1.34%	9.26%	16.12%	26.91%	8.30%	9.94%	8.46%	8.75%

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.*

## Pics de confiance

Top 10 des capitalisations de marché au 31 décembre 2010  
Nom / Rendement anticipé à 10 ans

Top 10 Largest Market Cap Companies as of December 31st, 2010	
Name	10-Yr Forward Return
PetroChina	-10%
Exxon Mobil	-2%
Microsoft	26%
ICBC	4%
Walmart	13%
China Construction	4%
BHP Billiton	3%
HSBC	-1%
Petrobras	1%
Apple	30%

À partir de la fin des années 1990, le gouvernement chinois, dirigé par sept membres du Politburo, a décidé de pratiquer le capitalisme sous couvert d'une économie communiste planifiée. Ils ont laissé libre cours à l'esprit d'entreprise de plus d'un milliard de personnes avec l'appui des autorités nationales et locales. Les gouvernements étrangers ont estimé qu'après la liberté économique, les citoyens chinois allaient bien finir par désirer la liberté politique. J'ai découvert cette question lors d'une conférence de George Russell, de la Russell Corporation, à notre club Rotary de Seattle en 1998. Il était stupéfait de ce qui se déroulait en Chine sous ses yeux.

Jusqu'à cette tentative récente de stimulation de l'économie par le gouvernement chinois, nous n'avions jamais vu des investisseurs aussi prudents à l'idée d'investir en Chine. Mais il y a d'excellentes leçons à tirer aujourd'hui des conséquences que nous avons vues découler de ce pic de confiance dans les années 2011-2016, et il y a des parallèles à faire avec le comportement des valeurs les plus populaires à l'heure actuelle.

Tout d'abord, afin de s'enthousiasmer pour les actions chinoises et les BRIC en 2011, il fallait partir de certains postulats. Déjà, il fallait considérer que les sept septuagénaires qui prenaient les décisions économiques au niveau national savaient ce qu'ils faisaient. Nous avons creusé le sujet, à l'époque, et nous avons appris que la plupart de ces hommes avaient été diplômés des meilleures universités chinoises, à un niveau comparable à celui dont sont sortis les membres du conseil d'administration de la Réserve fédérale américaine. La Chine est l'une des plus anciennes civilisations du monde, qui s'appuie sur une tradition d'excellence intellectuelle multi-millénaire. Ironiquement, en 2011, les investisseurs ne faisaient pas confiance aux marchés américains parce qu'ils ne pensaient pas que les membres du conseil de la Réserve fédérale seraient capables de relancer l'économie.

Ensuite, ceux qui investissaient dans les échanges entre la Chine et le BRIC ne prêtaient pas attention aux problèmes inhérents au système. Le gouvernement chinois avait fixé des objectifs de 10 % de croissance aux gouvernements des provinces, qui les transmettaient aux municipalités accompagnés de programmes de subventions agressifs. Tout cet argent passait par un système bancaire encore majoritairement nationalisé. Comme le spécialiste de la vente à découvert (aujourd'hui retraité) James Chanos l'avait bien vu venir, la voie était toute tracée pour les problèmes économiques d'aujourd'hui. Des villes-fantômes ont été construites, ainsi qu'un bon nombre de centres commerciaux sans l'ombre d'un client potentiel.

Troisièmement, le ressenti à l'égard des matières premières et des investissements internationaux centrés sur le commerce des BRIC a atteint des pics historiques de confiance. Une tentative de relancer le commerce avec les BRIC en 2014 a échoué avec la montée des prix du pétrole, et le sur-investissement dans l'immobilier et les secteurs connexes gourmands en matières premières a fait apparaître de sérieux défis pour le futur.

Quelle est la morale de cette histoire ? Aujourd'hui, il est peu probable que les membres de la Réserve fédérale parviennent à trouver le bon chemin entre l'inflation et la croissance économique, puisque leurs homologues chinois n'y sont pas arrivés non plus en 2011-2014. On surinvestit toujours dans les valeurs extrêmement populaires de secteurs extrêmement populaires, au grand péril des stands de prestige au centre des salons d'investissement. Aujourd'hui, les stands de prestige sont occupés par les fonds indiciels et les fonds mutuels, qui investissent dans l'indice S&P, les hautes technologies et la qualité. L'an dernier, Buffett a remarqué que les entreprises à avantage concurrentiel, de haute qualité, à la clientèle fidèle, qui pourraient l'intéresser, étaient « constamment prises d'assaut ! »

Paradoxalement, nous aimons le secteur du pétrole et du gaz, qui s'est extrêmement bien comporté de 1969 à 1981 et de 1999 à 2011. Il s'agit des deux derniers super-cycles de matières premières qui ont exigé des niveaux de volatilité durables similaires à ceux que nous avons connus cette année. Les corrections rapides et violentes des marchés de l'énergie qui ont lieu lors d'un marché haussier sont des événements que seuls les « cavaliers solitaires » peuvent endurer. Puisque nous craignons l'effondrement des marchés, nous sommes prêts à jouer les cavaliers solitaires. Et comme dit la chanson des Motels, « only the lonely can play » : seuls les solitaires ont leur place dans ce jeu, voilà le mantra qui rythme notre discipline de travail et auquel nous nous fions toujours aujourd'hui.

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 30 septembre 2024 sont les suivantes : Lennar Corp Class (LEN) 6.81%, D.R. Horton Inc (DHI) 6.54%, Simon Property Group Inc (SPG) 6.04%, American Express Co (AXP) 6.02%, Merck & Co Inc (MRK) 5.23%, Amgen Inc (AMGN) 5.15%, Macerich Co (MAC) 5.08%, NVR Inc (NVR) 4.84%, Occidental Petroleum Corp (OXY) 4.62% and Bank of America Corp (BAC) 4.29%. 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)