



Afkast og performance

Afdeling USA gav i andet kvartal et afkast på 9,42 %, hvilket var 0,38 % bedre end benchmark, der gav et afkast på 9,04 %.

Porteføljeaktivitet

Vi påbegyndte en placering i EMC Corp. i dette kvartal. Da virksomheder fortsætter med at digitalisere alt fra korrespondance til fortrolige kundeoplysninger, er administration af de tilgrundliggende data blevet en kritisk forretningsproces. EMC er førende inden for datalagringsløsninger til virksomheder, og vi mener, at selskabet er klar til at drage fordel af nye teknologiske tendenser og den eksplosive vækst i data i virksomheders datacentre over hele verden.

Vi påbegyndte ligeledes en placering i Time Warner Inc. inden for vores beholdning af medierelaterede aktier. Vi mener, at Time Warners netværksforretning, 50 % indtjeningen, vil få gavn af længerevarende konkurrencefordele. Vi mener, at der er barrierer for at komme ind på dette forretningsområde, fordi det er bekosteligt og tidskrævende at udvikle indhold og opnå distributionsaftaler.

Vi påbegyndte en placering i Dollar Tree Inc. Discountforretninger er blevet et stadigt mere relevant koncept i den nuværende vanskelige økonomiske situation. Med over 3.600 forretninger er Dollar Tree USAs største detailkæde med (single-price-point), og vi mener, at selskabet er godt positioneret til at drage fordel af denne udvikling. Efter vores mening ligger selskabets styrke især i dets ekspansive net af forretninger, der har gjort det muligt for selskabet at udnytte marketing- og pr-aktiviteter samt den eksisterende infrastruktur for distributionen optimalt.

Vi afviklede vores placering i Comcast, fordi vi var bekymrede med hensyn til selskabets muligheder på lang sigt. I kvartalsresultaterne, der blev offentliggjort for nylig, afslørede selskabet, at en svag omsætning fra reklame påvirker resultaterne negativt, og den samlede vækst var fortsat faldende. Vi mener, at tocifret væksttal formentlig hører fortiden til.

Vi afviklede vores placering i ConocoPhillips på grund af den modvind, selskabet er ude i. På grund af det indskrænkede marked for ressourcer har ConocoPhillips foretaget betydelige opkøb i de senere år for at øge reserverne og få produktionen til at vokse. Selskabet foretager ikke længere opkøb, og dets succes afhænger helt af evnen til at tjene på de store projekter og få produktionen til at vokse på lang sigt.

Performance

De stigende kurser, der begyndte den 10. marts 2009, fik de vigtigste aktieindekser til at stige 30 % eller mere på bare tre måneder, før de igen gik lidt tilbage i de sidste par uger. Disse imponerende stigninger har dog ikke påvirket alle dele af markedet på samme måde. Generelt har de aktier, der blev hårdest ramt i efterårets markedsnedgang, især finans og råvarer, opnået størst fordel, men de 'sikre' sektorer som sundhedsvæsen og dagligvarer har trukket markedet nedad under kursstigningerne. Den anden store vinder har været teknologiaktier, delvis på grund af en antagelse om, at de vil drage nytte af virksomheder over hele verden, der søger at øge produktiviteten.

På baggrund af denne markedssituation kunne afdeling USA klare sig bedre end benchmark med stærke bidrag fra vores aktievalg inden for energi, sundhedsvæsen, finans og dagligvarer.

Inden for energisektoren blev vores resultater opnået via vores placeringer i Devon Energy, Weatherford Int'l og Transocean Ltd. Devon meddelte, at selskabet vil samle flere afdelinger for at skære ned på omkostningerne, og markedet belønnede dette og bød aktierne højere op. Ligeledes meddelte Transocean, at deres indtjening var bedre end ventet, fordi rigge, der ikke blev benyttet på grund af faldende efterspørgsel, gav lavere drifts- og vedligeholdelsesomkostninger end ventet. Samtidig indgik Weatherford en aftale om at købe det russiske olieselskab TNK-BPs aktiviteter inden for oliefelt-serviceydelser, og investorerne belønnede dette.

Inden for sundhedssektoren blev vi hjulpet af vores aktiepost i Express Scripts Inc. Express Scripts meddelte i april, at de havde planer om at købe WellPoints datterselskaber inden for administration af medicintilskudsprogrammer for 4,68 milliarder dollar. Denne handel vil øge Express Scripts' omfang betydeligt og ligestille selskabet med CVS Caremark og Medco med hensyn til antallet af recepter. Da handelen blev offentliggjort, bemærkede WellPoints ledelse, at den forventede øjeblikkelige og "dramatiske" forbedringer i medlemmernes udgifter til medicin som følge af handelen. Dette er sandsynligvis et resultat af Express Scripts'



større forhandlingsmuligheder med medicinalproducenterne, en mere effektiv administrativ infrastruktur og en større ekspertise inden for administration af medicintilskud.

Udsigter – nuværende portefølje

Fondens filosofi og metode er fortsat disciplineret og konsistent. Vores systematiske basisscreening, der er fokuseret på kvalitet, værdiansættelse og momentum, finder de bedste muligheder, og vores research team foretager derefter en udtømmende grundlæggende gennemgang af hver enkelt potentiel investering. Resultatet er en portefølje af de idéer, vi finder mest overbevisende inden for U.S. Investment Centers, hvor det enkelte aktievalg er afgørende for vores succes.

Når vi ser på de mere umiddelbare faktorer, der driver markedets performance, fortsætter de nyeste økonomiske data med at pege i retning af, at den amerikanske økonomi snart vil komme ud af det, der har været den længste recession siden anden verdenskrig. Ledende økonomiske indikatorer antyder, at det værste nu ligger bag os, og en situation med lave renter over hele verden og en hurtig stigning i pengevæksten peger på en situation med rigelig likviditet.

Der er selvfølgelig stadig mange problemer, ikke mindst det fortsat problematiske arbejdsmarked. Imidlertid fokuserer den amerikanske nationalbank sin politik på at genopbygge likviditet på markederne, og det har bidraget til at give aktiekurserne et skub opad i de seneste måneder. Selv om vi ikke mener, at en ændring i nationalbankens politik er blandt de risikofaktorer, der kan ramme aktierne, mener vi heller ikke, at de stigende kurser, der skyldes øget likviditet, kan fortsætte med uformindsket styrke.

Investorer har brug for at få klarere beviser på en økonomisk bedring, især med hensyn til virksomhedernes indtjening. Både optimister og pessimister i markedet er enige om, at hvis aktiekurserne skal stige markant i andet halvår, skal der komme overbevisende beviser på ikke bare, at den amerikanske økonomis nedgang er aftaget, men også på, at der kommer større aktivitet i slutningen af året. Desuden skal virksomhedernes overskud leve op til budgetterne, for at et opsving i resten af året kan retfærdiggøre de nuværende markedsværdier.