

INVESTOR ORIENTERING 2011 SMALLCAP DANMARK A/S

*Orientering om resultatudviklingen i 2011
Selskabets årsrapport findes på www.smallcap.dk*



SmallCap Denmark

HOVED- OG NØGLETALSOVERSIGT

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Resultatopgørelse (DKKm)												
Finansresultat	32,4	-16,7	11,7	47,5	116,5	181,6	222,5	20,9	-245,8	151,3	37,7	-88,0
Administrationsomkostninger	-2,8	-5,0	-5,7	-8,6	-16,2	-13,3	-17,5	-7,0	-5,6	-22,1	-6,3	-6,8
- heraf ord. driftsomkostninger	-2,8	-5,0	-5,7	-8,6	-8,8	-7,9	-7,6	-7,3	-5,9	-7,3	-7,7	-6,8
- heraf resultatafhængig bonus	0,0	0,0	0,0	0,0	-6,5	-5,4	-9,9	0,3	0,3	-14,8	1,7	0,0
- heraf ekstraordinære omkostninger	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,0
Resultat før skat	29,6	-21,7	6,0	39,0	100,3	168,3	205,0	13,9	-251,4	129,2	31,4	-94,8
Nettoresultat	26,4	-18,5	6,0	29,4	75,4	124,3	192,5	35,3	-217,9	129,7	28,5	-101,2
Balance (t.kr.)												
Aktiver	217,5	149,8	149,8	187,0	290,8	437,8	602,1	580,7	310,1	478,5	505,0	313,4
Egenkapital	205,3	142,1	148,1	177,2	258,6	372,9	552,7	538,9	287,1	394,2	405,0	276,8
Afkast (%)												
Forrentning af primo egenkapital, f. skat	16,5%	-10,6%	4,2%	26,3%	56,6%	60,2%	55,0%	2,5%	-46,7%	45,0%	7,9%	-23,4%
Forrentning af primo egenkapital, e. skat	14,8%	-9,0%	4,2%	19,8%	42,6%	44,4%	51,6%	6,4%	-40,5%	45,2%	7,1%	-25,0%
Stigning i OMXC	2,8%	-14,4%	-21,4%	30,0%	21,6%	39,6%	15,2%	5,5%	-49,0%	32,1%	31,2%	-17,7%
Stigning i OMXC20	7,5%	-13,7%	-26,3%	22,5%	17,3%	37,3%	12,2%	5,1%	-46,6%	35,9%	35,9%	-14,8%
Stigning i KFMX	-2,4%	-16,5%	-5,9%	50,8%	40,9%	52,4%	43,0%	-2,9%	-60,8%	24,4%	16,7%	-25,8%
Merafkast ifht. KFMX, før skat	19,0%	6,0%	10,1%	-24,4%	15,7%	7,8%	12,0%	5,4%	14,2%	20,6%	-8,8%	2,4%
Merafkast ifht. KFMX, efter skat	17,2%	7,5%	10,1%	-30,9%	1,6%	-8,0%	8,7%	9,3%	20,4%	20,8%	-9,6%	0,8%
Nøgletal												
Resultat pr. aktie, kr.	5,0	-3,8	1,2	6,1	14,3	22,0	34,0	6,4	-41,7	25,5	5,7	-20,9
Effektiv skattesats, %	10,8%	14,7%	0,0%	24,6%	24,8%	26,1%	6,1%	u.m.	13,3%	u.m.	9,4%	u.m.
Indre værdi pr. aktie, kr.	38,8	29,4	30,6	35,7	48,2	68,1	99,2	101,2	55,9	79,6	82,0	57,8
Børskurs ultimo pr. aktie, kr.	38,3	29,3	30,5	35,5	47,8	67,3	99,0	95,0	53,5	74,5	74,5	49,5
Dividende pr. aktie, kr.	5,7	0,0	1,0	2,0	2,5	3,0	4,0	4,0	2,5	3,5	3,5	2,0
Dividend yield, %	14,6%	0,0%	3,3%	5,6%	5,2%	4,4%	4,0%	4,0%	4,5%	4,4%	4,3%	3,5%
Cirk. antal aktier ultimo (1.000 stk.)	5.294	4.833	4.835	4.964	5.366	5.477	5.572	5.323	5.137	4.955	4.938	4.786
Omkostningsprocent, excl. bonus	1,43%	3,13%	3,80%	5,56%	4,23%	2,44%	1,67%	1,23%	1,49%	2,26%	2,15%	1,93%
Omkostningsprocent, incl. bonus	1,43%	3,13%	3,80%	5,56%	7,82%	4,13%	3,86%	1,18%	1,41%	6,88%	1,70%	1,93%
Kilde: Egne beregninger og Factset												



KÆRE AKTIONÆR

Forventningen var en positiv udvikling på aktiemarkederne i 2011, som var begrundet i selskabernes indtjeningsudsigter og det lave renteniveau. Vi må dog efterfølgende erkende, at vi ikke havde taget tilstrækkelig højde for de negative effekter fra den europæiske gældskrise. Sjældent har den politiske dimension været så afgørende for udviklingen på de finansielle markeder. Politikernes langsomme og mangelfulde håndtering af gældskrisen i Europa satte dagsordenen med ekstrem risikoaversion og stor likviditetspræference til følge. Den negative stemning smittede også af på makroøkonomien, der viste svækkelse hen over året. Det gik hårdt ud over aktier generelt og i særlig grad de illikvide small cap aktier. Selv om der også var enkelte skuffelser på selskabsniveau, var det den generelle udvikling, der var årsag til de negative aktieafkast. SmallCap Danmark A/S endte med et negativt afkast på 23,4% sammenlignet med et negativt afkast på 25,8% for vores benchmark – KFMX indekset.

Efter det meget usædvanlige og negative år 2011 ser vi dog gode muligheder for pæne aktieafkast i 2012 og de efterfølgende år, selv om en ny negativ udvikling skal tillægges en vis sandsynlighed. En fortsat usikkerhed omkring den generelle økonomiske udvikling vil indebære, at vi fortsat skal leve med en betydelig volatilitet i kurserne.

Problemfokus i disse år er i Europa, hvor der ventes en mild recession i 2012, drevet af de store offentlige nedskæringer som gennemføres for at skabe balance i statsbudgetterne. Der hersker også stadig usikkerhed om gældskrisen er under kontrol, ligesom euroens fremtid igen kan blive et tema på de finansielle markeder.

Udviklingen uden for Europa giver derimod en vis optimisme. Således tyder meget på, at USA er på vej ind i et positivt konjunkturforløb samtidig med, at omkostningerne holdes i ro på grund af stor ledig kapacitet og fravær af lønpres som følge af den relativt høje arbejdsløshed.

Udviklingen i de såkaldte emerging markets står ligeledes på fortsat vækst. Vi tror på en vis positiv afsmitning på de europæiske aktiemarkeder. Det vil indebære, at fokus vil dreje tilbage mod virksomhedernes fundamentale forhold og bort fra den store fokusering på den politiske proces.

Vi har tillid til, at small cap segmentet står foran en ny periode med outperformance af large cap aktier. Siden 1. juli 2007 er danske small cap aktier sakket 50% bagud i forhold til C20 aktierne. Mange small cap aktier er nu blevet så billige, at muligheden for et comeback synes gunstig. Den nuværende betydelige small cap discount, sammenholdt med vores erfaring om, at small cap aktier skiftevis outperformer og underperformer med en cyklus på 3-5 års varighed gør, at vi tror på en ny længere periode med outperformance.

Kravene til investeringsprocessen er skærpet over de senere år. Investeringsteamet vil være endnu mere omhyggelig i udvælgelsesprocessen af aktier. Især den udbredte likviditetspræference skærper kravene til, at investeringscasen holder for de aktier, der investeres i. Vi har af de seneste år lært, at det for de mindre likvide aktier er blevet vanskeliggjort at reagere investeringsmæssigt på skuffelser i selskaberne.

Bestyrelsen vil indstille til generalforsamlingen, at der udbetales et udbytte på 2 kr. pr. aktie, svarende til et direkte afkast på 3,5%.

København d. 23 marts 2012

Jan Frøshaug
Formand for bestyrelsen

Resultatet for 2011

Årets resultat før skat blev -94,8 mio. kr. mod et overskud på 31,4 mio. kr. i 2010. Det svarer til en negativ forrentning af egenkapitalen før skat på 23,4% (2010 +7,9%) sammenlignet med et fald i benchmark (KFMX) på 25,8% (2010 +16,7%). Efter skat blev resultatet et underskud på 101,2 mio. kr. mod et overskud efter skat på 28,5 mio. kr. i 2010. Det lavere resultat efter skat skyldes, at der er udgiftsført skat på 6,4 mio.kr. i forbindelse med en nedskrivning af selskabets skatteaktiv.

I 2011 havde selskabet netto kurstab på 84,6 mio.kr. (+37,9 mio. kr.) og nettofinansudgifter på 3,4 mio. kr. (-0,7 mio. kr.). De ordinære driftsomkostninger udgjorde 6,8 mio. kr. (7,7 mio. kr.). Faldet i de ordinære omkostninger skyldes besparelser over en bred front, herunder på ekstern bistand, lave trykkeomkostninger samt genforhandling af en række aftaler med samarbejdspartnere mv. Selskabets omkostningsprocent blev hermed 1,93% for 2011 sammenlignet med 2,15% for 2010. Der er ikke hensat bonus for 2011, da kriterierne herfor ikke er opfyldt.

Som meddelt i fondsbørsmeddelelse nr. 01.2012 den 2. januar 2012 har bestyrelsen af forsigtighedsgrunde besluttet pr. 31. december 2011 at nedskrive selskabets skatteaktiv til 23 mio. kr., svarende til 4,8 kr. pr. aktie. Nedskrivningen, der udgør 18,5 mio. kr., svarer til 3,9 kr. pr. aktie. Baggrunden for nedskrivningen er, at regeringens planer om ændring af reglerne for anvendelse af skatemæssige underskud og de usikre makroøkonomiske fremtidsudsigter bevirker, at der er risiko for, at det kan tage længere tid end tidligere forventet at udnytte det af selskabets opbyggede skatemæssige underskud. Regelændringen er en del af finansloven for 2012. Den endelige udmøntning kommer senere på året og vil formodentlig træde i kraft med virkning fra d. 1. januar 2013.

Selskabets akkumulerede skatemæssige underskud udgør 185,5 mio. kr., svarende til en skatteværdi på 46,4 mio. kr., hvoraf halvdelen nu er aktiveret.

Ultimo 2011 udgjorde egenkapital 276,8 mio. kr. efter nedskrivningen af selskabets skatteaktiv, svarende til en indre værdi på 57,8 kr. pr. aktie.

Trods det negative resultat vil bestyrelsen indstille til generalforsamlingen, at der udbetales et udbytte for 2011 på 2 kr. pr. aktie, svarende til et direkte afkast på 3,5%.

Selskabets beholdning af egne aktier ultimo 2011 udgjorde 427.340 stk. (8,2% af aktiekapitalen). Beholdningen er i 2011 øget med 151.872 stk. (2,9% af kapitalen). Ultimo 2010 udgjorde beholdningen 275.468 stk. (5,3% af kapitalen). Aktierne er i gennemsnit købt med en rabat i forhold til indre værdi på 13,6% og årets aktietilbagekøb har øget indre værdi for de tilbageværende aktionærer med 0,4%, svarende til 0,3 kr. pr. aktie.

2011 var et usædvanligt og dårligt aktieår

De europæiske aktiemarkeder faldt mellem 15-20%, dog med undtagelse af det engelske marked, hvor faldet blev 5,6%. Det amerikanske marked var den positive undtagelse med en flad udvikling for det brede marked og en stigning på 5,5% for eliteindekset Dow Jones. Det danske C20 indeks faldt med 14,8%, medens de danske small cap aktier (udtrykt ved vores benchmark - KFMX indekset) udviste et fald på hele 25,8%. 2011 blev således endnu et år med markant underperformance for danske small cap aktier.

Afkast og renter	2007	2008	2009	2010	2011	36 mdr. p.a.	60 mdr. p.a.	Levetid (141 mdr.) p.a.	akk.
SmallCap Danmark A/S (EKF. før skat)	2,5%	-46,7%	45,0%	7,9%	-23,4%	6,2%	-8,1%	11,2%	249,4%
SmallCap Danmark A/S (EKF. efter skat)	6,4%	-40,5%	45,2%	7,1%	-25,0%	5,3%	-5,9%	9,8%	200,9%
KFMX	-2,9%	-60,8%	24,4%	16,7%	-25,8%	2,5%	-16,3%	3,2%	45,4%
OMXC20	5,1%	-46,6%	35,9%	35,9%	-14,8%	16,3%	-2,5%	2,5%	33,6%
OMXC	5,5%	-49,0%	32,1%	31,2%	-17,7%	12,6%	-5,1%	2,6%	35,0%
DAX	19,2%	-42,4%	18,5%	12,5%	-17,5%	3,2%	-5,5%	-4,7%	-43,3%
S&P 500	3,5%	-38,5%	23,5%	12,8%	0,0%	11,7%	-2,4%	-1,5%	-16,1%
Russel 2000	-2,7%	-34,8%	25,2%	25,3%	-5,5%	14,0%	-1,2%	2,7%	37,4%
Nikkei 225	-11,1%	-42,1%	19,0%	-3,0%	-17,3%	-1,5%	-13,3%	-7,2%	-58,4%
MSCI World, local currency	2,8%	-40,1%	22,8%	7,8%	-7,6%	7,0%	-5,5%	-2,7%	-27,5%
Rente på 10 årige statsobligationer	01.01.2007	01.01.2008	01.01.2009	01.01.2010	01.01.2011	01.01.2009	01.01.2007	01.04.2000	01.04.2000
Danmark	3,9%	4,4%	3,4%	3,7%	3,0%	3,4%	3,9%	5,6%	5,6%
Tyskland	4,0%	4,3%	2,9%	3,4%	3,0%	2,9%	4,0%	5,3%	5,3%
USA	4,7%	4,1%	2,2%	3,8%	3,3%	2,2%	4,7%	6,0%	6,0%

Kilde: Egne beregninger og Factset

Vores oprindelige udmelding for 2011 (Investor Orientering 2010) var en forventning om en positiv udvikling på aktiemarkedene. Men det fremgik også, at den største risiko var af politisk art. Det viste sig at være en markant underdrivelse. Den politiske faktor blev helt dominerende for udviklingen, og der var mindre fokus på de fundamentale forhold i virksomhederne.

Gældsproblemerne i Sydeuropa, især Grækenland, viste sig at få massivt større indvirkning på prisdannelsen i finansmarkedene end forudset, idet politikerne reagerede for langsomt og for utilstrækkeligt til at berolige markedernes aktører. Samtidig kom der igen negativ fokus på den europæiske banksektor, der er tyndt kapitaliseret og derfor har risiko for at få alvorlige problemer, hvis statsgældsproblemerne i Sydeuropa skulle komme ud af kontrol som følge af en række tyske og franske bankers store beholdninger af statsobligationer fra en række sydeuropæiske lande, herunder Grækenland. De finansielle markeder var dybt bekymrede, og bankerne reducerede deres engagementer for at styrke deres balance, og det smittede negativt af på væksten i den europæiske realøkonomi. Resultatet var dårlig stemning og en ekstrem risikoaversion til skade for efterspørgslen efter risikobehæftede aktiver så som aktier. På toppen heraf indebar den udbredte likviditetspræference, at danske small cap aktier blev ekstraordinært hårdt ramt.

Den store negative effekt af tillidskrisen kom i 3. kvartal 2011, hvor aktiemarkedene typisk faldt mellem 15 og 25% i Europa og lidt mindre uden for Europa. Risikoen for et helt eller delvist sammenbrud af euro samarbejdet med heraf følgende uoverskuelige konsekvenser medvirkede til at sænke markederne. Positive udviklingstendenser i USA og omfattende kvantitative pengepolitiske lempelser gennemført af den nye ledelse i ECB vendte dog udviklingen, og der kom en modreaktion i 4. kvartal med positive aktieafkast på 5-10%, dog med undtagelse af danske small cap, der først har fået stigningen i starten af 2012.

Sigtelse for overtrædelse af værdipapirhandelsloven

SmallCap Danmark A/S og en direktør i selskabet er af Statsanklageren for Særlig Økonomisk Kriminalitet (SØK) blevet sigtet for kursmanipulation, idet myndighederne vurderer, at selskabet ved en række mindre aktiehandlere i december 2009 og december 2010 har påvirket ultimo kurserne for visse illikvide aktier i en positiv retning. Både selskabet og direktøren afviser de rejste sigtelser. Bestyrelsen har iværksat en tilbundsgående undersøgelse og samarbejder med SØK om at belyse sagerne. Den aktuelle indre værdi, der baseres på dagens børskurser, er upåvirket af sigtelsen og af de i sigtelsen indeholdte forhold. SmallCap Danmark A/S' børsmeddelelser om sagen kan løbende følges på selskabets hjemmeside www.smallcap.dk.

Sammenligning med investeringsforeninger

SmallCap Danmark A/S har i 2011 givet et markant lavere afkast end de danske investeringsforeninger med et bredt fokus. Det skyldes i vid udstrækning, at de større aktier, udtrykt ved udviklingen i OMXC20, outperformede de mindre aktier (udtrykt ved udviklingen i KFMX) med 11% i 2011.

Afkast i sammenlignelige investeringsforeninger	2007	2008	2009	2010	2011	36 mdr. p.a.	60 mdr. p.a.	Levetid (141 mdr.) p.a.	akk.
SmallCap Danmark A/S (EKF. før skat)	2,5%	-46,7%	45,0%	7,9%	-23,4%	6,2%	-8,1%	11,2%	249,4%
SmallCap Danmark A/S (EKF. efter skat)	6,4%	-40,4%	45,2%	7,1%	-25,0%	5,3%	-5,9%	9,8%	200,9%
Investeringsforeningen SmallCap Danmark	-2,0%	-56,0%	52,9%	18,6%	-27,1%	9,7%	-10,6%	-	-
Danske Invest Danmark Small Cap	-0,1%	-47,3%	30,2%	35,9%	-25,5%	9,7%	-7,0%	5,0%	77,0%
Dexia Invest Small Cap	-3,6%	-53,5%	45,3%	39,4%	-21,1%	16,9%	-6,4%	7,7%	139,3%
Bankinvest Danmark	-11,4%	-54,9%	52,8%	29,3%	-19,1%	16,9%	-8,6%	-	-
Carnegie WW/Danske aktier	5,5%	-45,4%	54,0%	25,2%	-19,3%	15,9%	-2,2%	4,4%	65,1%
Danske Invest Danmark	4,5%	-49,1%	43,6%	27,4%	-23,6%	11,8%	-5,8%	4,2%	62,7%
Maj Invest Danske Aktier	4,0%	-47,6%	47,4%	26,2%	-19,8%	14,3%	-4,1%	-	-
Nykredit Invest Danske Aktier	1,4%	-46,2%	43,6%	28,2%	-24,2%	11,7%	-5,3%	-	-
SEB Invest Danmark	4,6%	-48,7%	51,7%	29,1%	-15,4%	18,3%	-2,3%	9,7%	197,4%

Kilde: Egne beregninger og Fundcollect

Porteføljen i 2011

Satair (+14,6 mio. kr.), Greentech Energy Systems (+6,8 mio. kr.) og North Media (+3,1 mio. kr.) gav de største positive bidrag til årets afkast. Selskabet solgte sine Satair aktier i forbindelse med Airbus' overtagelsestilbud. Endvidere blev halvdelen af aktierne i Greentech solgt i forbindelse med den nye storaktionær GWM Renewable Energys pligt-mæssige købstilbud. Beholdningen af North Media aktier er ligeledes blevet reduceret i løbet af året, da vi tog en stor del af gevinsten hjem.

De største skuffelser var BoConcept (-31,8 mio. kr.), DLH (-20,5 mio. kr.) og Topsil (-17,7 mio. kr.). BoConcept blev hårdt ramt af det store fald i forbrugertilliden i kølvandet på eskaleringen af den europæiske gældskrise, hvilket medførte, at den oprindeligt ventede omsætningsvækst udeblev. Hermed blev forventningen til indtjeningen halveret. DLH gennemførte den ventede emission, men den blev meget større, end vi havde forudset med en markant udvanding til følge, der pressede kursen. Endvidere blev DLH hårdt ramt af de svækkede konjunkturer i 3. kvartal. På trods heraf kunne DLH fastholde forventningerne til årsresultatet for 2011, da de interne effektiviseringsprocesser gav et hurtigere resultat, end selskabet oprindeligt havde forudset. Topsil var nødt til at skifte ledelse på grund af dårlig styring af virksomheden samtidig med, at afsætningsmulighederne kom under pres. Topsil har nu ansat den tidligere CEO fra Bang & Olufsen, Kalle Hvidt, som ny CEO.

Som konsekvens af ændringen af investeringsstrategien, som omtalt i Investor Orientering 2010, har SmallCap Danmark A/S nu en del af sin eksponering via Investeringsforeningen SmallCap Danmark, der udgør den næststørste position med 19,3% af egenkapitalen. Herudover er Rias, H+H og Per Aarsleff rykket op blandt de 10 største positioner. Den primære årsag hertil er en bedre relativ performance end porteføljen som helhed. Generelt har handelsaktiviteten og omlægninger af porteføljen været mindre end i tidligere år. De 10 største positioner udgjorde 79,2% af egenkapitalen (80,0%). SmallCap Danmark A/S har uændret tre 10% poster i henholdsvis Egetæpper, BoConcept og Rias. De tre poster udgør samlet 37,6% af egenkapitalen (31,5%).

SmallCap Danmark A/S har kun taget Solar med som ny aktie i porteføljen. Solar indgår ultimo med en porteføljevægt på 2,3%. Positionen i Solar er opbygget efter de profit warnings, som selskabet udsendte i 2011 relateret til problemer med installeringen af et nyt IT system (Solar 8000) og de deraf følgende kursfald.

Selskab	31.12.2010 Andel af egenkapital	31.12.2010 Beholdning mio. kr.	2011 køb/salg mio. kr.	2011 Afkast mio. kr.	31.12.2011 Beholdning mio. kr.	31.12.2011 Andel af egenkapital
1 Egetæpper	12,7%	51,5	+1,4	+0,7	53,6	19,4%
2 Invf. SmallCap Danmark	7,1%	28,9	+32,7	-8,3	53,4	19,3%
3 BoConcept Holding	14,3%	57,9	+1,0	-31,8	27,1	9,8%
4 Rias B	4,5%	18,2	+2,5	+2,6	23,3	8,4%
5 DLH	4,5%	18,4	+15,7	-20,5	13,6	4,9%
I alt 2011 top 5	43,1%	174,9	+53,4	-57,3	171,0	61,8%
6 Harboes Bryggeri	5,4%	21,9	-0,1	-9,1	12,6	4,6%
7 Topsil Semiconductor Mat.	7,6%	30,9	-1,2	-17,7	12,0	4,3%
8 H+H International	3,7%	14,9	-4,1	-1,6	9,2	3,3%
9 Per Aarsleff B	2,8%	11,2	-3,4	-0,6	7,2	2,6%
10 IC Companys	4,8%	19,6	-0,8	-11,6	7,2	2,6%
I alt 2011 top 10	67,4%	273,4	+43,9	-98,0	219,3	79,2%
Øvrige aktier	46,1%	186,4	-133,2	+13,5	66,7	24,1%
I alt	113,5%	459,8	-89,3	-84,5	286,0	103,3%

Kilde: Egne beregninger

Forventninger til 2012

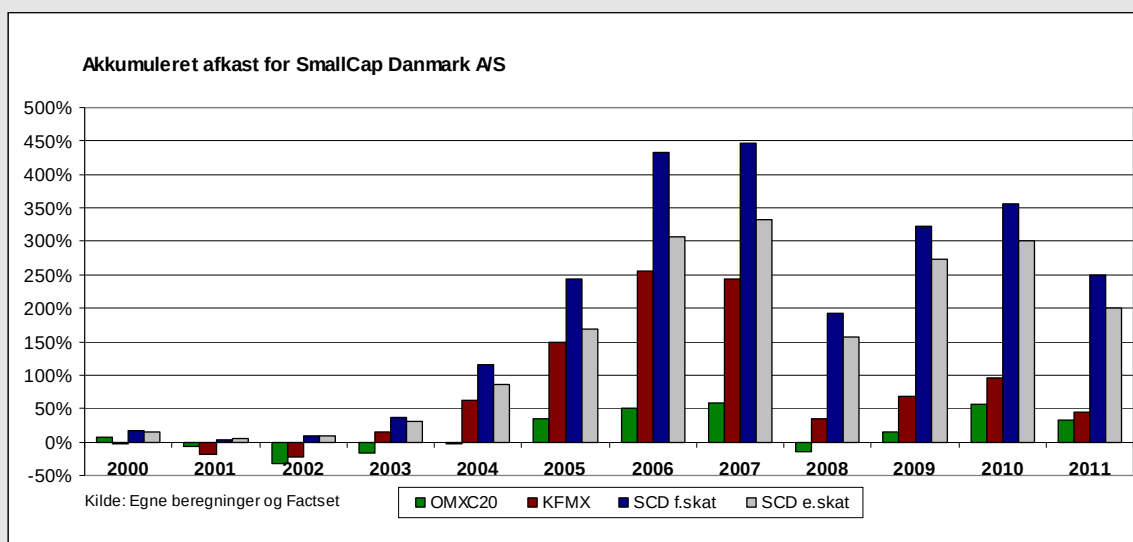
Vi tror på, at den positive udvikling, som vi indtil videre har haft på aktiemarkederne i 2012, vil fortsætte, men vi anerkender også, at udfaldsrummet er meget stort. Volatiliteten vil sandsynligvis være aftagende. Best case kan betyde yderligere ikke ubetydelige kursstigninger, men vi kan ikke fuldstændig udelukke et negativt scenario, der kan føre til et fald i aktiekurserne ned mod niveauet ved udgangen af 2011. Mest afgørende for vores positive holdning er, at USA synes på vej ind i et positivt konjunkturforløb modsat ved indgangen til finanskrisen i 2008, hvor USA sammen med Europa gik ind i en kraftig negativ konjunkturudvikling.

En række faktorer understøtter forventningen om positive aktiemarkeder. Der er lovende tegn på, at den globale negative konjunktur er bundet ud, når man ser bort fra Europa, der må forventes at få en mild recession (negativ vækst på 0-1%). Nøgletallene fra USA fortsætter med at vise fremgang. Emerging markets vil ligeledes fortsætte med høj, men nok aftagende vækst. Den amerikanske nationalbank, FED, har meldt ud, at renterne holdes på det meget lave niveau indtil 2014. Den lempelige pengepolitik i USA og i Euroland vil gavne væksten.

Gældsproblemerne i Sydeuropa førte til en ekstrem risikoaversion og dårlig stemning på de finansielle markeder i 2011. Vi tror, at de finansielle markeder efterhånden har absorberet den ekstraordinært høje politiske risiko, selv om problemerne endnu ikke er løst, således at risikobilledet gradvist normaliseres. Øget risikoappetit vil i sig selv føre til stigende aktiekurser. Det lave renteniveau indebærer, at mere sikre aktivklasser som f.eks. obligationer giver et meget lavt afkast. Eneste måde at øge afkastpotentialet på er at tage mere risiko ind i porteføljerne. Fokus vil svinge fra makro over mod selskabernes indtjeningsudvikling.

Vi skal dog ikke forvente, at mange europæiske selskaber får megen vækst i omsætningen, vurderet ud fra konjunkturbilledet. Dog vil virksomheder med stor eksponering mod USA og emerging markets få glæde af væksten her samt en svagere euro, som styrker deres konkurrenceevne. De fleste virksomheder har også indstillet sig på lav til ingen omsætningsvækst i form af trimmede omkostningsstrukturer, som blev gennemført under finanskrisen. Der er ligeledes vores indtryk, at selskaberne er klar med nye omkostningstilpasninger, hvis udviklingen mod forventning bliver dårligere end ventet.

De fleste prognoser viser, at også Europa vil få vækst i makroøkonomierne fra 2013, om end forholdsvis beskeden. Betydelig ledig kapacitet, udsigt til minimalt lønpres som følge af den relativt store arbejdsløshed, uændrede afskrivninger, da der på kort sigt ikke skal investeres massivt i ny kapacitet samt lave renteudgifter som følge af styrkede balancer og meget lavt renteniveau medfører, at selv mindre fremgang i omsætningen vil slå kraftigt positivt igennem på indtjeningen.

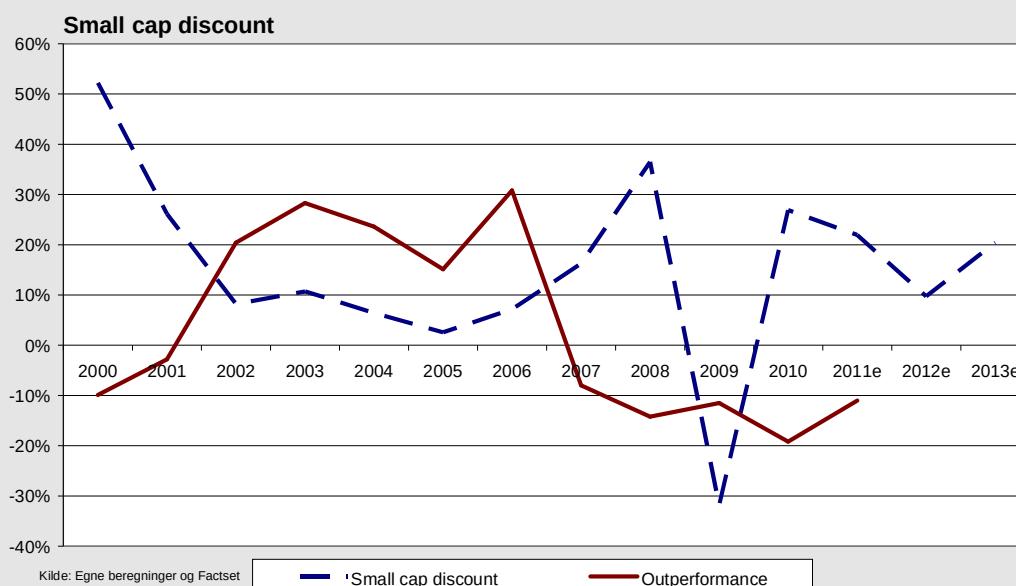


Vi har tillid til, at small cap aktier endelig vil begynde at indhente noget af den underperformance, som segmentet har oplevet i forhold til C20 aktierne. Fra 1. juli 2007 er small cap aktierne (KFMX indekset) sakket betydeligt bagud i forhold til C20 aktierne. Siden starten af 2012 har small cap aktier udviklet sig på linje med C20 indekset. Small cap discounten er nu så attraktiv, at muligheden for et comeback for small cap aktierne synes gunstige. Mange small cap aktier er blevet så billige, at det lægger en kraftig bund under kurserne. Vi har tidligere argumenteret for, at small cap aktier skiftevis underperformer og outperformer large cap aktier med en cyklus på 3-5 år. Vi mener, at vi er i starten af en ny længerevarende periode med outperformance. Flere potentielle opkøb af small cap selskaber vil ligeledes være med til at drive kurserne op. I øjeblikket er H+H og Thrane & Thrane i en take-over situation.

De største risikofaktorer er en Iran krise (bl.a. risiko for stigende oliepriser), og at Kina kommer markant ned i væksttempo, eller at de underdrejede husmarkeder i både USA og Europa igen vil svække forbrugertilliden. Endelig kan gældsproblemerne i Europa føre til, at der bliver ført en for stram finanspolitik til skade for de kommende års vækst. På længere sigt har Vesten en stor udfordring i at få nedbragt de store statsunderskud og de dermed forbundne store strukturelle gældsproblemer. Hvis tempoet er for lavt, eller indsatserne ikke er overbevisende, kan aktiemarkeder igen komme ind i en negativ trend.

Finanskalender

23. marts	Årsrapport for 2011
20. april	Ordinær generalforsamling
20. april	Delårsrapport, 1. kvartal 2012
19. juli	Delårsrapport, 1. halvår 2012
25. oktober	Delårsrapport, 1-3. kvartal 2012



Ledelsespåtegning

Bestyrelsen og direktionen har dags dato behandlet og godkendt årsrapporten for regnskabsåret 1. januar–31. december 2011 for SmallCap Danmark A/S.

Koncernregnskabet aflægges i overensstemmelse med International Financial Reporting Standards som godkendt af EU og danske oplysningskrav til årsrapporter for børsnoterede selskaber.

Årsregnskabet aflægges i overensstemmelse med årsregnskabsloven. Årsrapporten udarbejdes herudover i overensstemmelse med danske oplysningskrav for børsnoterede selskaber.

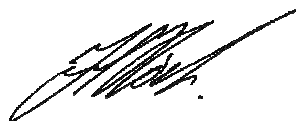
Det er vores opfattelse, at koncernregnskabet og årsregnskabet giver et retvisende billede af koncernens og selskabets aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2011 samt af resultatet af koncernens og selskabets aktiviteter og pengestrømme for regnskabsåret 1. januar – 31. december 2011.

Ledelsesberetningen indeholder efter vores opfattelse en retvisende redegørelse for udviklingen i koncernens og selskabets aktiviteter og økonomiske forhold, årets resultater og selskabets finansielle stilling og den finansielle stilling som helhed for de virksomheder, der er omfattet af koncernregnskabet, samt en beskrivelse af de væsentligste risici og usikkerhedsfaktorer, som koncernen og selskabet står over for.

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

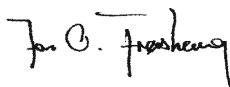
København, den 23. marts 2012

Direktion



Jens Erik Høst

Bestyrelse



Jan O. Frøshaug
Formand for bestyrelsen



Per Søndergaard Pedersen



Niels Roth
Næstformand



Erik Skjøtt

Investment cases

Egetæpper (forbrugsgoder). SmallCap Danmark A/S ejer over 15% af aktiekapitalen

Investmentcase: Egetæpper er en value case. Egetæpper er en ledende spiller på det internationale Contract tæppemarkedet. Egetæpper har en stærk markedsposition, et moderne produktionsapparat med en betydelig uudnyttet kapacitet (høj operationel gearing) og en stærk cash genererende forretningsmodel.

Det internationale tæppemarked er et konjunkturfølsomt (sen cyklisk) modent, fragmenteret og konkurrencepræget marked. Indtil krisen kom, har Egetæpper evnet at vokse i dette marked gennem produktudvikling og bearbejdning af nye markeder som Mellem- og Fjernøsten. Egetæpper har været hårdt ramt af den økonomiske nedtur, men vokser nu igen (8% organisk i 2010/11). Forværring af makroøkonomien har dog reduceret vores forventninger til væksten til 2% for 2011/12. Den beskudne omsætningsvækst bliver primært skabt af prisstigninger, som Egetæpper har gennemført til kompensation af stigende råvarepriser. Indtjeningsevnen har været kraftigt stigende i takt med fremgang i omsætningen, men de fortsatte stigninger i råvarepriserne udskyder yderligere marginalforbedringer til 2013/14. Løftestangeffekten, som selskabets betydelige ledige kapacitet giver, vil dog slå igennem på længere sigt med yderligere margin forbedringer til følge.

Vi forventer, at Egetæpper har et pænt kurspotentiale på 6-12 måneders sigt. Det vil hjælpe på likviditeten og kursudviklingen, hvis Egetæpper vælger at kanalisere noget af den betydelige overskudslikviditet tilbage til aktionærerne via aktiemarkedet i form af aktietilbagekøb.

Investeringsforeningen SmallCap Danmark.

Investmentcase: SmallCap Danmark A/S justerede sin investeringsstrategi på to områder i 2011 som omtalt i Investor Orientering for 2010. Det indebærer blandt andet, at SmallCap Danmark A/S kan placere op til 25% af selskabets midler via Investeringsforeningen SmallCap Danmark. Investeringsforeningen SmallCap Danmark er et mere traditionelt investeringsprodukt inden for small cap segmentet, hvor porteføljeselskaberne ligeledes er mere likvide. Der henvises til Investeringsforeningens Investororientering for 2011, som kan findes på vores hjemmeside www.smallcap.dk.

BoConcept Holding(forbrugsgoder). SmallCap Danmark A/S ejer over 10% af aktiekapitalen

Investmentcase: BoConcept er en investering i en vækstaktie, hvor væksten dels kommer fra stigende same-store-sales dels fra åbninger af nye butikker. BoConcept er en international retail orienteret konceptholder med et komplet produktprogram af møbler og livsstilsprodukter til private hjem.

BoConcept blev hårdt ramt af den svækkede forbrugertillid i 2011. Selskabet guidede oprindeligt en omsætningsvækst på 7-10% for 2011/12, der nu ser ud til kun at blive på et par procent. Med den høje operationelle gearing i selskabets forretningsmodel slår den manglende omsætningsvækst hårdt igennem på indtjeningen. BoConcept kom dog med en 3. kvartalsrapport i starten af marts 2012, der overraskede positivt og fik markedsdeltagerne til at opjustere forventningerne.

BoConcept er en eksponering mod en forbedring af de generelle globale konjunkturer. Samtidig vil BoConcept fortsætte med at åbne nye butikker, der vil bidrage til stigende omsætning. BoConcept fremstår som en væsentlig stærkere virksomhed end ved indgangen til finanskrisen med en klart forbedret omkostningsstruktur (der er taget 50 mio. kr. ud) og stærkere finansielle situation.

Efter det store fald i aktiekursen i 2011 har BoConcept gode muligheder for en betydelig kursstigning over de næste 6-12 måneder forudsat en positiv udvikling på aktiemarkedet.

Rias (industri). SmallCap Danmark A/S ejer over 20% af aktiekapitalen

Investmentcase: Rias er en forholdsvis defensiv investering i en mindre dansk cash genererende distributør inden for plast produkter til industrien og byggeriet (DIY), hvor selskabet dog har en betydelig markedsandel i nichen. Rias opnår stordriftsfordele på indkøbssiden i kraft af moderen ThyssenKrupp.

Rias levede op til forventningerne i regnskabsåret 2010/11, der sluttede 30. september. Forventningerne til omsætning og indtjening i indeværende regnskabsår er dog blevet noget afdæmpede på grund af de svækkede konjunkturer. Den høje cash generering og solide balance indebærer, at Rias har mulighed for at kanalisere beløb modsvarende 10% af markedsværdien tilbage til aktionærene årligt. SmallCap Danmark A/S stillede forslag om iværksættelse af et aktietilbagekøbsprogram på generalforsamlingen i januar, men da majoritetsaktionæren ThyssenKrupp ikke fandt, at det var i deres interesse, kunne forslaget ikke vedtages. SmallCap Danmark A/S vil forsætte med at presse på for en udbetaling af selskabets overskudslikviditet til aktionærene.

DLH (industri)

Investmentcase: DLH er en klassisk turn-around case. DLH er nu tilbage til kerneforretningen, nemlig grossistvirksomhed inden for handel med hårdt træ og træplader (international) og Global Sales (back to back handel med træ). DLH er verdens største uafhængige grossist inden for handel med hårdt træ.

Første del af turn-arounden blev gennemført i 2010 med frasalg af ikke kerneaktiviteter til en samlet værdi af 450 mio. kr. mod oprindelig forventet 300 mio. kr. Næste skridt var kapitaludvidelsen i 2. kvartal 2011 med et provenu på 250 mio. kr.

Efter kapitaludvidelsen er ledelsens førsteprioritet vækst. Vækstmarkederne er Rusland, Asien (Indien og Kina) og USA. Konjunktursvækkelsen i løbet af 2011 har dog lagt en kraftig dæmper på vækstudsigterne for det kommende år. DLH har fortsat fuld fart på forandrings- og effektiviseringsprocesserne i virksomheden. Seneste tiltag er samling af den nordiske administration i Sydsverige og flytning af Global Sales' back office funktioner fra Tåstrup til Hong Kong. De to initiativer giver en samlet besparelse på 15-25 mio. kr., som slår igennem i 2012. Der er fortsat grundlag for, at DLH opnår den målsatte EBIT margin på 4,5-5,0%, men som følge af den uventede svækkelse af den globale makroøkonomi i 2011, bliver det næppe muligt at opnå målet allerede i 2014. I årsrapporten for 2011 har DLH da også nedjusteret forventningen til EBIT marginen til ca. 4% i 2014.

I et positivt aktiemarked, hvor markedet indregner DLHs langsigtede potentiale, er der mulighed for en betydelig stigning i aktiekursen på 6-12 måneders sigt.



Fra venstre: Steffen Schouw, Jens Erik Høst, Christian Reinholdt og Michael West Hybholt.

PROFIL

SMALLCAP DANMARK A/S

SmallCap Danmark A/S er et uafhængigt børsnoteret investeringsselskab som fokuserer på investeringer i børsnoterede, mindre og mellemstore nordiske virksomheder.

Vores målsætning er at opnå et attraktivt langsigtet afkast til aktionærerne uden at tage overdrevne risici. Fokus er på absolut afkast. Porteføljen er ikke sammensat ud fra indekssvægte og vi skal ikke nødvendigvis være fuldt investeret hvis aktiemarkedet udviser svaghedstegn.

Hvorfor vælge SmallCap Danmark A/S?

- Small cap fokus er en konkurrencefordel – Mange Small cap selskaber er underanalyserede og har kun perifer opmærksomhed blandt børs-mæglere og institutionelle investorer. Small cap segmentet rummer mange attraktive investeringsmuligheder og har historisk givet et højere afkast end de store selskaber.
- Betydelige interne analyseressourcer – Vores investeringer bygger på et omhyggeligt internt analysearbejde, der kortlægger virksomhedernes konkurrencesituation, markedsforhold, operationelle effektivitet og finansielle forhold etc.

Når vores analyser indikerer et højt afkastpotentiale investerer vi store beløb i enkeltaktier.

- Erfarent team med solid track record – Vores investeringsteam har mange års erfaring med small cap investering og har et højt kendskab og gode relationer til virksomhederne. Siden starten i april 2000 har vi opnået et gennemsnitligt årligt afkast på 11,2% før skat – danske aktier er i gennemsnit stegt med 2,6% p.a.
- Uafhængig af andre økonomiske interesser – Modsat mange andre er vores forretningsmodel ikke volumenbaseret – hos os tilfalder skalafordele aktionærerne. Endvidere har vi fravalgt den traditionelle bankdistribution, hvor der betales beholdningsprovision eftersom, provisionen blot vil fragå aktionærens afkast. Vort eneste succeskriterium er at forrente aktionærernes penge bedst muligt.
- Bestyrelse og ledelse med stort økonomisk engagement – De har samlet investeret ca. 97 mio. kr. i SmallCap Danmark A/S og Investeringssforeningen SmallCap Danmark, som selskabet har kontor- og personalefællesskab med.

Læs mere om os på www.smallcap.dk

Bestyrelsen og ledelsens beholdning af aktier pr. 31. december 2011

	Antal aktier (stk)	Ændring siden 31.12.10	Kursværdi (t.kr.)	% af kapital
Investeringsteam	702.111	+6.439	40.596	13,5%
Bestyrelse	811.837	+38.537	46.940	15,6%
I alt	1.513.948	44.976	87.536	29,0%

