

INVESTOR ORIENTERING 2011 INVESTERINGSFORENINGEN SMALLCAP DANMARK

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



Investeringsforeningen
SmallCap Danmark

HOVED- OG NØGLETALSOVERSIGT

	2006 ¹⁾	2007	2008	2009	2010	2011
Resultatopgørelse (t.kr.)						
Renter og udbytter	2.450	7.902	8.057	3.438	3.042	6.762
Kursgevinster og kurstab	57.474	-12.712	-194.866	68.587	28.716	-54.200
Administrationsomkostninger	-8.643	-4.018	-4.131	-9.608	-3.894	-2.428
- Heraf ord. driftsomkostninger	-3.284	-4.018	-4.131	-3.008	-3.160	-2.768
- Heraf bonus	-2.808	0	0	-6.600	-734	340
Resultat før skat	51.280	-8.829	-190.939	62.417	27.864	-49.866
Skat	0	-184	-202	-85	-65	-91
Nettoresultat	51.280	-9.013	-191.142	62.332	27.799	-49.957
Balance						
Likvider	29.045	70.082	25.522	10.845	9.036	9.277
Kapitalandele	301.282	303.737	106.861	149.719	181.596	133.508
Andre aktiver	3.831	18.984	0	3.055	0	160
Aktiver i alt	334.157	392.804	132.383	163.619	190.632	142.945
Medlemmernes formue	326.709	368.777	130.708	154.246	182.745	138.889
Anden gæld	7.448	24.027	1.676	9.373	7.887	4.056
Passiver i alt	334.157	392.804	132.383	163.619	190.632	142.945
Nøgletal						
Afkast	20,2%	-2,0%	-56,0%	52,9%	18,6%	-27,1%
Ændring i KFMX	14,5%	-2,9%	-60,8%	24,4%	16,7%	-25,8%
Resultat pr. andel, kr.	1.894	-270	-6.486	2.634	1.404	-2.470
Omkostningsprocent, ordinære omkst. excl. bonus	1,20%	0,92%	1,61%	2,09%	1,95%	1,69%
Omkostningsprocent, ordinære omkst. incl. bonus	4,80%	0,92%	1,61%	6,67%	2,40%	1,48%
Udbytte pr. andel, kr.	0	325	0	0	0	0
Indre værdi pr. andel, kr. ultimo	12.068	11.830	5.043	7.710	9.147	6.665
Børskurs pr. andel, kr. ultimo	12.056	11.507	5.041	7.693	9.200	6.540
Cirkulerende andele, stk. ultimo	27.072	31.172	25.921	20.005	19.979	20.839

1) Foreningen startede d. 5. maj 2006 og driften dækker således perioden 5. maj - 31. december 2006

Kilde: Egne beregninger og Factset



KÆRE MEDLEM

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. Foreningen endte med et negativ afkast på 27,1% 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 hvorvidt 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 sattet betydeligt 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, som viser, 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 vanskeligere kortsigtet at reagere investeringsmæssigt på skuffelser i selskaberne.

Reglerne for minimumsudlodning tilsiger, at foreningen ikke skal udbetale udbytte for 2011. Da dette samtidig er det skattemæssigt mest optimale for medlemmerne, vil bestyrelsen indstille til generalforsamlingen, at der ikke udbetales udbytte for 2011.

København d. 23. marts 2012

Jan O. Frøshaug
Formand for bestyrelsen

Resultatet for 2011

Årets resultat blev et underskud på 50,0 mio. kr. mod et overskud på 27,8 mio. kr. i 2010. Det svarer til et negativt afkast på 27,1% (2010 +18,6%) sammenlignet med et fald i benchmark (KFMX) på 25,8% (2010 +16,7%).

I 2011 havde foreningen nettokurstab på 54,2 mio. kr. (+28,7 mio. kr.), indtægter fra renter og udbytter på 6,8 mio. kr. (+3,0 mio. kr.). De ordinære driftsomkostninger udgjorde 2,8 mio. kr. (3,2 mio. kr.). Faldet i de ordinære omkostninger skyldes besparelser over en bred front, herunder lavere trykkeomkostninger samt genforhandling af en række aftaler med samarbejdspartnere mv. Foreningens omkostningsprocent blev hermed 1,69% for 2011 sammenlignet med 1,95% for 2010. Der er tilbageført tidligere hensat bonus med 0,3 mio. kr. (2010 hensat 0,7 mio. kr.), idet kriterierne for bonus ikke blev indfriet i 2011. Det tilbageførte beløb optræder som en indtægt.

Årets skat udgør 0,1 mio. kr. Skatten vedrører ikke refusionsberettigede udenlandske udbytteskatter.

Ultimo 2011 var foreningens formue 138,9 mio. kr. (182,7 mio. kr.) og indre værdi udgjorde 6.665 kr. pr. bevis (9.147 kr.).

Der er i årets løb netto udstedt 860 beviser (+4,3%).

Årsrapporten for 2011 er aflagt efter samme regnskabsprincipper som årsrapporten for 2010. Årsrapporten indeholder ikke usædvanlige usikkerheder ved indregning og måling. Foreningen har i lighed med tidligere år ikke anvendt afledte finansielle instrumenter i 2011.

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.

Vores oprindelige udmelding for 2011 (Investor Orientering 2010) var en forventning om en positiv udvikling på aktiemarkederne. 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 finansmarkederne 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.

Afkast og renter	2007	2008	2009	2010	2011	36 mdr. p.a.	60 mdr. p.a.	Levetid (68 mdr.) p.a.	akk.
Investeringsforeningen SmallCap Danmark	-2,0%	-56,0%	52,9%	18,6%	-27,1%	9,7%	-10,6%	-6,4%	-31,4%
KFMX	-2,9%	-60,8%	24,4%	16,7%	-25,8%	2,5%	-16,3%	-12,5%	-53,1%
OMXC20	5,1%	-46,6%	35,9%	35,9%	-14,8%	16,3%	-2,5%	-0,5%	-3,0%
OMXC	5,5%	-49,0%	32,1%	31,2%	-17,7%	12,6%	-5,1%	-2,7%	-14,4%
DAX	19,2%	-42,4%	18,5%	12,5%	-17,5%	3,2%	-5,5%	-3,5%	-18,4%
S&P 500	3,5%	-38,5%	23,5%	12,8%	0,0%	11,7%	-2,4%	-0,7%	-4,2%
Russell 2000	-2,7%	-34,8%	25,2%	25,3%	-5,5%	14,0%	-1,2%	-0,8%	-4,4%
Nikkei 225	-11,1%	-42,1%	19,0%	-3,0%	-17,3%	-1,5%	-13,3%	-11,7%	-50,7%
MSCI World, local currency	2,8%	-40,1%	22,8%	7,8%	-7,6%	7,0%	-5,5%	-3,8%	-19,8%
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	05.05.06	05.05.06
Danmark	3,9%	4,4%	3,4%	3,7%	3,0%	3,4%	3,9%	4,1%	4,1%
Tyskland	4,0%	4,3%	2,9%	3,4%	3,0%	2,9%	4,0%	4,0%	4,0%
USA	4,7%	4,1%	2,2%	3,8%	3,3%	2,2%	4,7%	5,1%	5,1%

Kilde: Egne beregninger og Factset

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

Investeringsforeningen er af Statsanklageren for Særlig Økonomisk Kriminalitet (SØK) blevet sigtet for kursmanipulation i positiv retning vedrørende ultimo kurserne i 2009 og 2010 for visse illikvide aktier. Investeringsforeningen afviser de rejste sigtelser. Bestyrelsen har iværksat en tilbundsgående uvildig undersøgelse og samarbejder med SØK for at belyse sagerne. Den aktuelle indre værdi, der baseres på dagens børskurser er upåvirket af sigtelsen og af de i sigtelsen indeholdte forhold. Foreningens børsmeddelelser om sagen kan løbende følges på foreningens hjemmeside www.smallcap.dk.

Sammenligning med andre investeringsforeninger

Investeringsforeningen SmallCap Danmark har i 2011 givet et markant lavere afkast end de øvrige 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 mrd. p.a.	Levetid(68mdr.) p.a.	akk.
Investeringsforeningen SmallCap Danmark	-2,0%	-56,0%	52,9%	18,6%	-27,1%	9,7%	-10,6%	-6,4%	-31,4%
Danske Invest Danmark Small Cap	-0,1%	-47,3%	30,2%	35,9%	-25,5%	9,7%	-7,0%	-4,2%	-21,4%
Dexia Invest Small Cap	-3,6%	-53,5%	45,3%	39,4%	-21,1%	16,9%	-6,4%	-3,4%	-17,7%
Bankinvest Danmark	-11,4%	-54,9%	52,8%	29,3%	-19,1%	16,9%	-8,6%	-5,9%	-29,2%
Carnegie WW/Danske aktier	5,5%	-45,4%	54,0%	25,2%	-19,3%	15,9%	-2,2%	-0,2%	-1,0%
Danske Invest Danmark	4,5%	-49,1%	43,6%	27,4%	-23,6%	11,8%	-5,8%	-3,3%	-17,1%
Maj Invest Danske Aktier	4,0%	-47,6%	47,4%	26,2%	-19,8%	14,3%	-4,1%	-1,1%	-6,3%
Nykredit Invest Danske Aktier	1,4%	-46,2%	43,6%	28,4%	-24,2%	11,8%	-5,3%	-3,3%	-17,3%
SEB Invest Danmark	4,6%	-48,7%	51,7%	29,1%	-15,4%	18,3%	-2,3%	0,3%	1,9%

Kilde: Egne beregninger og Fundcollect

Porteføljen i 2011

Satair (+4,8 mio. kr.), Brdr. Hartmann (+2,4 mio. kr.) og Greentech Energy Systems (+1,1 mio. kr.) gav de største positive bidrag til årets afkast. Foreningen solgte sine Satair aktier i forbindelse med Airbus' overtagelsestilbud. Foreningen solgte også sine Greentech aktier i forbindelse med den nye storaktionær GWM Renewable Energys pligt-mæssige købstilbud.

De største skuffelser var DLH (-12,2 mio. kr.), IC Companys (-9,6 mio. kr.) og Topsil (-8,8 mio. kr.). 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. IC Companys blev hårdt ramt af den svigtende forbrugertillid i kølvandet på den europæiske gældskrise. Det betød et behov for at tilpasse omkostningerne, hvor selskabet havde planlagt med stigende aktivitet og dermed et højere omkostningsniveau. 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.

North Media, Rias, Solar, Alm. Brand og Össur er 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 udgør 57,5% af den samlede portefølje (58,3%).

Nye aktier i porteføljen med en porteføljevægt over 2% er Auriga Industries og MT Holding. Auriga er købt på baggrund af udsigten til en genopretning af indtjeningen i de kommende år, drevet af en turnaround i Tyskland samt en vis bedring i priserne på de forskellige afgrøder, der normalt indebærer en større efterspørgsel efter Aurigas produkter. Selskabet vil endvidere få glæde af den række af nye produkter, som selskabet har erhvervet over de senere år. MT Holding er primært en investering i forventningen om en strømlining af ejerstrukturen i MT Højgaard efter, at MT Holding har solgt Dyrup.

Selskab	31.12.10 Andel af formue	31.12.10 Beholdning mio. kr.	2011 køb/salg mio. kr.	2011 Afkast mio. kr.	31.12.11 Beholdning mio. kr.	31.12.11 Andel af formue
1 DLH B	7,4%	13,4	+10,0	-12,2	11,3	8,1%
2 North Media	4,0%	7,3	+4,4	-1,7	10,0	7,2%
3 H+H International	6,1%	11,2	-0,5	-2,1	8,6	6,2%
4 Egetæpper B	4,6%	8,5	-0,4	+0,1	8,1	5,8%
5 Brdr. Hartmann	4,2%	7,6	-2,8	+2,4	7,2	5,2%
I alt 2011 top 5	26,3%	48,0	+10,7	-13,5	45,2	32,5%
6 Topsil Semiconductor Mat.	7,7%	14,1	+1,8	-8,8	7,1	5,1%
7 Rias B	3,4%	6,2	-0,0	+0,8	7,0	5,0%
8 Solar B	3,5%	6,4	+2,9	-2,4	6,9	5,0%
9 Alm. Brand	3,5%	6,4	+3,2	-2,8	6,8	4,9%
10 Össur	3,8%	7,0	+0,5	-0,7	6,8	4,9%
I alt 2011 top 10	48,2%	88,1	+19,1	-27,3	79,8	57,4%
Øvrige aktier	51,2%	93,5	-19,7	-20,2	53,7	38,7%
I alt	99,4%	181,6	-0,6	-47,5	133,5	96,1%

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.

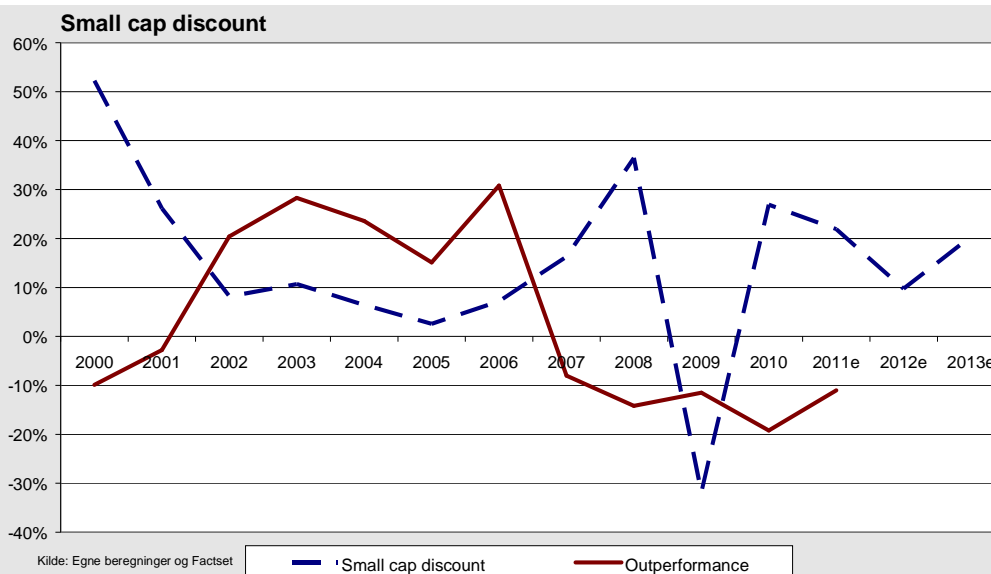
En række faktorer understøtter forventningen om positive aktiemarkeder. Der er lovende tegn på, at den globale negative konjunktur er bundet ud, når man ser bort fra Europa, der må forventes at få en mild recession (negativ vækst på 0-1%). Nøgletallene fra USA fortsætter med at vise fremgang. Emerging 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.

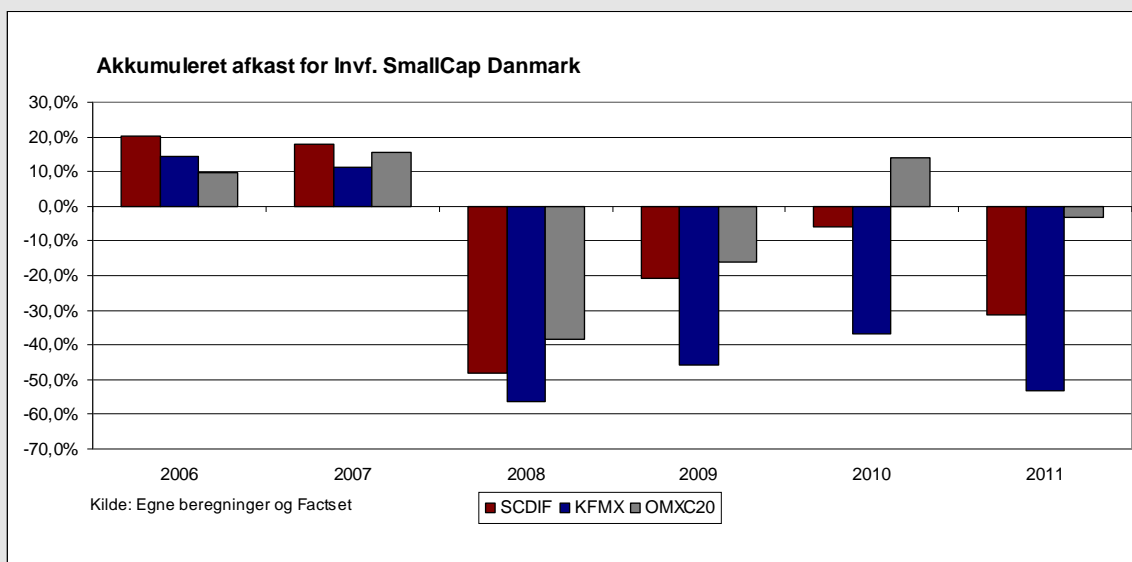


Finanskalender

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.

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

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.



Ledelsespåtegning

Bestyrelsen og direktionen har dags dato godkendt årsrapporten for 2011 for Investeringsforeningen SmallCap Danmark omfattende ledelsespåtegning, ledelsesberetning, resultatopgørelse, balance, anvendt regnskabspraksis og noter.

Årsrapporten er aflagt i overensstemmelse med Lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v., samt de retningslinjer, der følger af bekendtgørelsen om investeringsforeningers og specialforeningers regnskaber. Årsrapporten opfylder de af NASDAQ OMX Copenhagen A/S stillede krav til regnskabsaflæggelse for børsnoterede investeringsforeninger.

Vi anser den valgte regnskabspraksis for hensigtsmæssig, ligesom årsrapporten efter vores opfattelse indeholder de oplysninger, der er relevante for at bedømme investeringsforeningens økonomiske forhold. Det er vores opfattelse, at årsregnskabet giver et retvisende billede af foreningens aktiver og passiver, finansielle stilling samt resultatet for regnskabsåret 2011.

Ledelsesberetningen indeholder en retvisende redegørelse for udviklingen i foreningens aktiviteter og økonomiske forhold samt en beskrivelse af de væsentligste risici og usikkerhedsfaktorer, som foreningen kan påvirkes af.

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

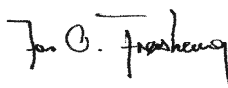
København, den 23. marts 2012

Direktion



Christian Reinholdt

Bestyrelse



Jan O. Frøshaug
Formand for bestyrelsen



Per Søndergaard Pedersen



Niels Roth
Næstformand



Erik Skjøtt

Investment cases

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.

North Media (forbrugsgoder)

Investmentcase: North Media er en investering i et højt direkte afkast. North Media (tidligere Søndagsavisen) formidler tilbud og information til forbrugerne gennem udgivelse af annoncefinsierede husstandsomdelte gratisaviser, samt gennem distribution af tryksager, aviser og vareprøver til forbrugerne. Hertil kommer internettjenester med services og tilbud målrettet mod internetbrugerne.

North Media er en investering i en stærk cash genererende forretningsmodel. Ultimo 2011 havde North Media endvidere en positiv kassebeholdning på over 100 mio. kr. selv efter jumbodividenden på 14 kr. pr. aktie i maj 2011. På den netop overståede generalforsamling blev et udbytte på 3 kr. pr. aktie svarende til 60 mio. kr. vedtaget. På nuværende tidspunkt forventer vi, at North Media vil generere et cash flow, der vil muliggøre et årligt udbytte på op til 5 kr. pr. aktie uden, at gælden i selskabet øges. Det modsvarer et direkte afkast på 20% p.a. ved det nuværende kursniveau.

FK Distribution (tidligere Forbrugerkontakt) har været det store lyspunkt i North Media i de senere år med et primært driftsresultat på den rigtige side af 200 mio. kr. årligt. Den nye regering har dog udmeldt væsentlige ændringer i rammebetingelserne for husstandsomdeling af reklametryksager. Dels vil regeringen undersøge, om den nuværende 'nej tak' til reklamer ordning kan erstattes af en 'ja tak' ordning, dels agter regeringen at indføre en beskatning af reklametryksager fra 1. januar 2013, der svarer til en stigning i prisen for fremstilling og omdeling af reklametryksager med 15%.

Disse tiltag er negative for North Medias fremtidige indtjening, selv om vi ikke kender den endelige udformning af de to initiativer. Vi tror dog fortsat på et marked for husstandsomdelte reklametryksager, der dog vil blive 10-15% mindre ved indførelse af den omtalte skat. Alle aktører (dagligvareforretningerne, leverandørerne og reklamebureauerne) inden for dagligvarehandel er enige om, at husstandsomdelte reklamer er det mest effektive medie at reklamere i. Vi må dog nok indstille os på, at FK Distribution kan risikere helt op til en halvering af det ordinære resultat, hvis begge ordninger indføres. Til gengæld har vi tillid til, at North Media ved implementering af den nye strategi vil opnå en betydelig fremgang på de andre aktiviteter inden for Søndagsavisen og on-line aktiviteterne, hvorved North Media fortsat vil generere et cash flow på den rigtige side af 100 mio. kr. årligt (>5 kr. pr. aktie).

Når der kommer større klarhed om de fremtidige markedsbetingelser for North Media, ser vi et pænt kurspotentiale over de kommende 6-12 måneder. Såfremt North Media vælger delvist at kanalisere overskudslikviditeten tilbage til aktionærerne via aktiemarkedet i form af aktietilbagekøb, vil det have en gavnlig indvirkning på likviditeten og kursudviklingen og dermed interessen for aktien.

H+H International (materialer)

Investmentcase: H+H har været en investering i en overtagelseskandidat, sekundært i en turn-around case. H+H er nr. 2 indenfor produktion af porebeton med stærke markedspositioner i UK, Tyskland, Østeuropa og Norden.

Xella har i lang tid været interesseret i at overtage H+H. De tyske konkurrencemyndigheder har d. 14. marts 2011 imidlertid forbudt en mulig fusion mellem Xella og H+H. Xella overvejer at appellere afgørelsen. Offentliggørelsen af de tyske konkurrencemyndigheders afgørelse førte til kursfald i H+H på op mod 20%, hvorved overtagelsespræmien blev presset ud af aktiekursen.

Som stand alone er H+H en turn-around case. Forværringen af makroøkonomien indebærer en mere langstrakt turn-around, hvor det vil tage længere tid at øge kapacitetsudnyttelsen på grund af lavere efterspørgsel. Til gengæld har Xella opgivet den intense priskonkurrence. Således er priserne i Tyskland sat op med 2 gange 10% og er nu tæt på tidligere niveauer. Xella forsøger også at hæve priserne i Polen, hvilket ser ud til at lykkes i high-end segmentet (30% af H+H omsætning i Polen). Det iværksatte nye omkostningsprogram på 75 mio. kr. med fuld virkning i 2011 er dog i sig selv ikke nok til, at H+H får sorte tal. En normalisering af priserne og en bedre kapacitetsudnyttelse er en forudsætning. Det er vores vurdering, at H+H tidligst kan opnå en positiv indtjening i 2013. På trods af de dårlige indtjeningsudsigter vil H+H generere et positiv cash flow, især hjulpet på vej af et meget lavt investeringsbehov.

Som stand alone har H+H et beskedent kurspotentiale på kort sigt. Genopretningen af indtjeningen som følge af turn-arounden medfører dog et pænt langsigtet potentiale, men det er usikkert, hvornår aktiekursen reagerer herpå.

Egetæpper (forbrugsgoder)

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 beskedne 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.

Brdr. Hartmann (materialer)

Investmentcase: Brdr. Hartmann er en investering i en defensiv aktie. Brdr. Hartmann har en stærk cash generende forretningsmodel med et betydeligt udbyttepotentiale. Bestyrelsen foreslår således et udbytte på 9,25 kr. pr. aktie for 2011, svarende til et direkte afkast på over 8%. Brdr. Hartmann har været i en take-over position. Bestyrelsen anbefalede, at aktionærerne ikke tog imod tilbuddet fra den største aktionær Lactosan-Sanovo Holding. Bestyrelsen igangsatte en proces for at undersøge, om der var andre interesserede købere, dog uden resultat.

Brdr. Hartmann er Europas førende producent af miljøvenlig støbepap emballage med en markedsandel på 40%. Herudover har Brdr. Hartmann aktiviteter i Nordamerika. Industrien er moden med vækstrater på et par procent. Den hidtidige effektivisering af forretningen har gjort Brdr. Hartmann til en cash generende virksomhed, som den skal være som moden virksomhed. High-end produkterne udgør 40% af Brdr. Hartmanns omsætning i Europa. Mulighederne i Nordamerika er ligeledes, at markedet går mod højere grad af high-end produkter.

Brdr. Hartmann har et pænt kurspotentiale på 6-12 måneders sigt.



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

PROFIL

INVESTERINGSFORENINGEN SMALLCAP DANMARK A/S

Investeringsforeningen SmallCap Danmark er en uafhængig børsnoteret investeringsforening, som fokuserer på investeringer i børsnoterede, mindre og mellemstore nordiske virksomheder.

Målsætningen er at opnå et attraktivt langsigtet afkast til medlemmerne med en afbalanceret risiko. Porteføljen er ikke sammensat med udgangspunkt i indekssvægte, men vil afvige væsentligt herfra.

Hvorfor vælge Investeringsforeningen SmallCap Danmark ?

- Small cap fokus er en konkurrencefordel – Small cap segmentet rummer mange attraktive investeringsmuligheder og har historisk givet et højere afkast end de store selskaber. Mange small cap selskaber er underanalyserede og har kun perifer opmærksomhed blandt børsmæglere og institutionelle investorer. Derfor har Investeringsforeningen SmallCap Danmark både en absolut og komparativ fordel.
- 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.
- Uafhængig af andre økonomiske interesser – Vort eneste succeskriterium er at forrente medlemmernes penge bedst muligt. Vi har fravalgt den traditionelle bankdistribution, hvor der betales beholdningsprovision, eftersom provisionen blot vil fragå medlemmernes afkast. Vores forretningsmodel er ikke volumenbaseret, eftersom skalafordelene tilfalder medlemmerne.
- Bestyrelse og ledelse med stort økonomisk engagement – De har samlet investeret mere end 97 mio. kr. i Investeringsforeningen SmallCap Danmark og Smallcap Danmark A/S, som foreningen har kontor- og personalefællesskab med.
- Præstationsfremmende bonusmodel – 20% af merafkastet i forhold til KFMX over 3 år forudsat afkastet overstiger 6% p.a. i gennemsnit.

Læs mere om os på www.smallcap.dk

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

	Antal beviser, stk.	Ændring siden 31.12.10	Kursværdi, t.kr.	% af kapital
Investeringsteam	1.168	-100	7.785	5,6%
Bestyrelse	216	-	1.440	1,0%
I alt	1.384	-100	9.225	6,6%

